

Fondo de Titularización -Ricorp Titularizadora -FOVIAL Valores de Titularización FTRTFOV 02

Comité No. 129 /2019

Informe con Estados Financieros No Auditados al 30 de junio de 2019

Fecha de comité: 29 de octubre de 2019

Periodicidad de actualización: Semestral

Institución Pública, El Salvador

Equipo de Análisis

Alexis Figueroa
afigueroa@ratingspcr.com

Isaura Merino
imerino@ratingspcr.com

(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información Fecha de comité	jun-17	dic-17	jun-18	dic-18	jun-19
Valores de Titularización Ricorp Titularizadora FOVIAL 02					
Tramo 1 y 2	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Calificación

Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo "-" indica un nivel mayor de riesgo.

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La clasificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago de este; ni estabilidad de su precio y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora.

El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Racionalidad

En Comité Ordinario de clasificación de riesgo, PCR decidió por unanimidad ratificar la clasificación de riesgo del Fondo de Titularización FTRTFOV 02 "AAA", con perspectiva "Estable".

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización, debido a los adecuados niveles cobertura de cesión relacionada al aumento en los ingresos provenientes de la contribución vial, que se encuentran respaldadas por un Decreto Legislativo. Adicionalmente, el Fondo cumple con una estructura legal y resguardos financieros que fortalecen la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **Incremento en los indicadores de cobertura.** De acuerdo con el Decreto N°110 aprobado en el 2012 establece que el FOVIAL puede utilizar hasta el 20% de sus ingresos para garantizar el pago del fondo con el propósito de financiar proyectos de mejora en la red vial de El Salvador. En este sentido, al primer semestre de 2019, se observó una adecuada cobertura de la emisión, resultando una cobertura por contribución vial de vial de 6.05 veces y 15.13 veces por ingresos totales, versus 5.01 veces y 13.48 veces que lo reportado en junio 2018
- **Ingresos provenientes de la conservación vial.** Al primer semestre de 2019, los ingresos percibidos del FOVIAL provinieron principalmente de la contribución vial, la cual corresponde a la Contribución Especial de US\$0.20 por cada galón de combustible en el mercado salvadoreño. En ese sentido los ingresos destinados a FOVIAL por dicha contribución, ascendieron a US\$48.23 millones, reflejando una variación interanual de 3.56% respecto al primer semestre de 2018, el incremento resultó influenciado por el aumento en la demanda de combustible a junio 2019. No obstante, los ingresos totales reportados por FOVIAL presentaron una moderada reducción de 3.74%, a consecuencia de la disminución en transferencias corrientes recibidas.

- **Adecuados niveles de endeudamiento.** Al periodo de estudio, el nivel de endeudamiento resultó de 1.13 veces, menor a lo proyectado para el año 2019 (1.28 veces) y al resguardo financiero acordado en el modelo financiero, el cual establece que el indicador de endeudamiento no debe sobrepasar los 2.4 veces. Este comportamiento estaría relacionado a la disminución del endeudamiento interno y externo, como resultado de los pagos a capital del fondo y la línea de crédito contratada con el BCIE.
- **Adecuados resguardos de la emisión.** El Fondo contó con una Cuenta Restringida que acumuló un saldo mínimo de una cuota mensual de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores y además contó con una Orden Irrevocable de Retención y Transferencias, las cuales fueron establecidas por medio de un contrato suscrito entre el Originador y Ministerio de Hacienda de El Salvador, para garantizar las transferencias de los flujos futuros a ceder.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de deuda titulizada (PCR-SV-MET-P-057), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 09 de abril 2018. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Hechos de Importancia

- A junio de 2019, de acuerdo con el informe de avance del Programa Anual de Inversión Pública 2019, la inversión ejecutada por FOVIAL ascendió a US\$31.42 millones, menor a la inversión ejecutada en junio 2018 (US\$54.45 millones). Entre sus principales proyectos de inversión, se encuentra: el programa de mantenimiento rutinario de vías pavimentados a nivel nacional, programa de mantenimiento periódico, programa de señalización y seguridad vial, programa de mantenimiento de puentes y obras de paso, y mejoramiento de vías e intersecciones a nivel nacional.
- En julio de 2019, El Fondo de Conservación Vial (FOVIAL) abrió la licitación de 12 contratos de proyectos de mantenimiento vial y supervisión, por un monto que supera los \$18.1 millones, que incluye una importante inversión en el mantenimiento periódico de un tramo de la carretera del Litoral en el occidente del país.
- En mayo de 2017, inició la ejecución de la obra en una de las carreteras más importantes de El Salvador, que conecta el aeropuerto internacional con la ciudad de San Salvador. La obra posee una inversión superior a los US\$ 21 millones, se espera que genera alrededor de 500 empleos directos, y se estima que conductores de más de 60 mil vehículos serán beneficiados con esta obra, la cual tendrá una duración de 12 meses de ejecución.
- Dentro de los compromisos adquiridos por el Gobierno Central para suscribir el FOMILENIO II se encuentra la aprobación de adherir una fuente más de recursos para el mantenimiento de carreteras y vías principales para asegurar una recolección de hasta US\$ 5,533 millones para las próximas dos décadas. Con lo anterior, entre las propuestas se encuentra aumentar la retención del FOVIAL de \$0.20 a \$0.37 por galón o hasta \$0.47, el cobro de peaje al transporte internacional, ocupar el actual Fondo de Estabilización de Fomento Económico (FEFE) o agregar mayor costo a las tarjetas de circulación en función del tamaño del vehículo. A la fecha del reporte, la propuesta se encuentra en evaluación.
- El Ministro de Obras Públicas y presidente del FOVIAL, Gerson Martínez, el 22 de febrero de 2017, hicieron entrega de las obras finales del nuevo túnel Masferrer, ubicado en una de las principales arterias de San Salvador. La obra en su totalidad fue ejecutada con una inversión que supera los \$16.7 millones.
- El 11 de junio de 2015, FOVIAL, a través de Ricorp Titularizadora, lanza al mercado el tramo uno y dos de la emisión de Valores de Titularización, VTRTFOV03, por un total de US\$25.0 millones, de acuerdo con lo autorizado por la Asamblea Legislativa de El Salvador con un rendimiento de 6.75 y a un plazo máximo de 14 años. Con lo anterior el FOVIAL alcanza un monto colocado por US\$ 125 millones.

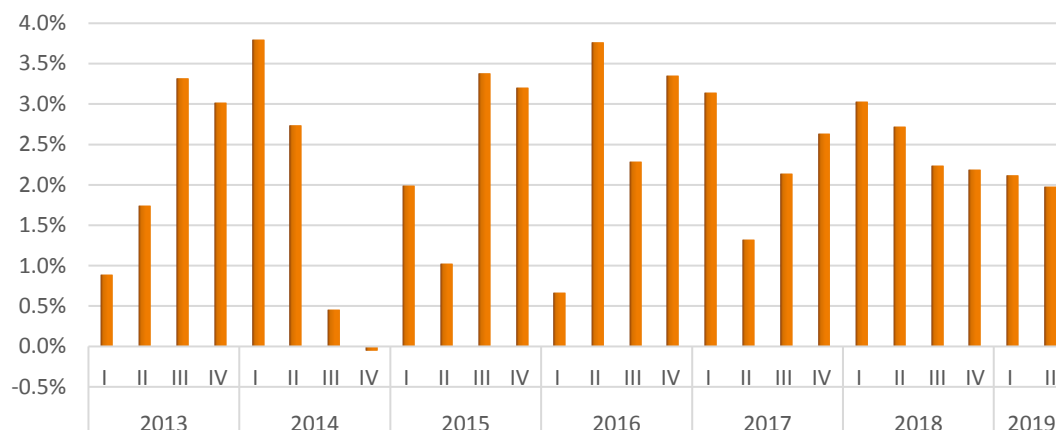
Entorno Económico

Al segundo trimestre de 2019, las cifras publicadas por el Banco Central de Reserva (BCR) muestran que la economía salvadoreña registró una tasa de crecimiento de 1.98%, menor al crecimiento de 2.72% registrado en el mismo periodo del año anterior. En este sentido, desde el enfoque de la demanda, el consumo privado reportó una contribución al crecimiento de 1.42%, menor al 3.15% reflejado en junio 2018, asimismo, la inversión tuvo un aporte del 0.08% (junio 2018: 1.65%). Cabe destacar que, durante los primeros meses del año 2019, El Salvador estuvo bajo un contexto de elecciones presidenciales, dejando como resultado un cambio en la estructuración política que había estado funcionando por diez años de gobierno del partido FMLN, por lo que la incertidumbre ante una nueva administración pudo haber influido en las decisiones de inversión del sector privado. Por otra parte, la contribución al crecimiento de las exportaciones fue de 2.02% (junio 2018: 0.85%). Asimismo, las importaciones contrarrestaron el crecimiento con 1.42% (junio 2018: 3.37%).

Por el lado de la oferta, los sectores que observaron un mayor aporte al crecimiento fueron: la Construcción (0.4%), Servicios financieros (0.33%), alojamiento y comidas (0.15%), agua y evacuación de aguas residuales (0.03%), electricidad (0.13%) y servicios de administración y apoyo (0.13%). En cuanto al sector construcción, el comportamiento positivo estaría relacionado a la ejecución de proyectos de infraestructura (residencial, comercial y corporativo), así como obras de ingeniería civil. Por su parte, el sector de servicios financiero se ha visto estimulado por el crecimiento en la cartera crediticia y depósitos, así como, el incremento de las primas de seguros. No obstante lo anterior, la Industria Manufacturera reflejó un aporte al crecimiento de 0.31%, levemente menor al 0.33% de junio 2018.

De acuerdo con las proyecciones del BCR, el crecimiento de la economía salvadoreña se ubicará en 2.3% al cierre del año 2019, mientras que para el año 2020 la entidad estima que la economía crezca un 2.6%, fundamentada en mayores expectativas de inversión pública y privada.

VARIACIONES ANUALES DEL PIB AL SEGUNDO TRIMESTRE 2019 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)

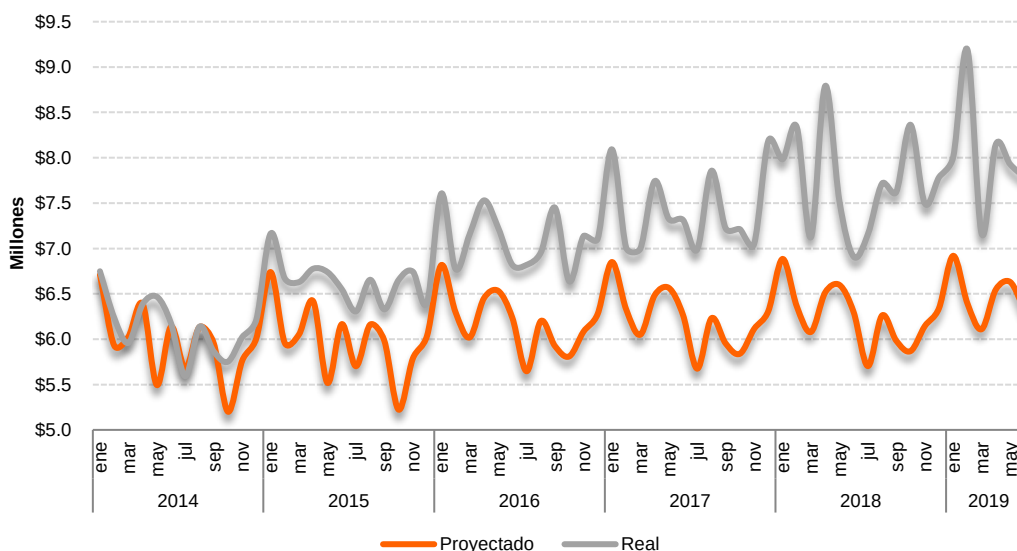


Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

De acuerdo con la información registrada al mes de junio de 2019, la demanda de combustible (diésel y gasolinas) se ubicó en 241.1 millones de galones¹, reflejando un incremento de 3.34% respecto de junio de 2018, como resultado del comportamiento en la demanda de diésel, que observó un aumento de 8.98 millones de galones (+8.61%), seguido de gasolina regular (9.35%) y gasolina especial (6.48%), el incremento en el consumo estaría relacionado a la disminución de los precios promedios reportados a la fecha de análisis, ya que para el caso de la gasolina regular se observó una variación interanual de -6.8%, gasolina especial (-5.9%) y diésel (-3.3%). Asimismo, el aumento en la demanda de combustibles resulta beneficiada por el constante crecimiento del parque vehicular en el país².

Por lo tanto, el comportamiento positivo en el consumo de combustible permite que los ingresos por conservación vial se comporten con una tendencia hacia el alza, y por encima de lo proyectado en el modelo financiero.

INGRESOS POR COMBUSTIBLE



Fuente: FOVIAL / Elaborado: PCR

¹ Cifras reportadas por FOVIAL.

² De acuerdo con el Viceministerio de Transporte (VMT), el parque vehicular en El Salvador al mes de julio de 2019 asciende a 1,237,722 vehículos, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 8.4%.

Resumen de la estructura de titularización

DATOS DE LA EMISIÓN	
CONCEPTO	DETALLE
Emisor	: Fondo de Titularización –Ricorp Titularizadora – FOVIAL - FTRTFOV 02
Originador	: Fondo de Conservación Vial, FOVIAL
Sociedad de Titularización	: Ricorp Titularizadora, S.A.,
Clase de Valor	: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – FOVIAL Cero Dos, cuya abreviación es VTRTFOV 02.
Monto de la Emisión	: Hasta US\$50,000,000.00 dólares norteamericanos.
Saldos de capital vigentes	: US \$29259,257 dólares norteamericanos
Moneda	: Dólares de los Estados Unidos de América.
Plazo de la Emisión	: El plazo de la emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tiene un plazo de hasta 180 meses, contados a partir de la fecha de colocación (4 de noviembre de 2013)
Respaldo de la Emisión	: El pago de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda, está únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTRTFOV 02, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora.
Custodia y Depósito:	: La emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, depositadas en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, para lo cual será necesario presentarle el Contrato de Titularización de la emisión correspondiente y la certificación del asiento registral que emita la Superintendencia del Sistema Financiero, a la que se refiere el párrafo final del Artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.
Negociabilidad	: La negociación de los tramos de oferta pública se efectuó en la Bolsa de Valores por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa.
Mecanismos de Cobertura	: El pago de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda, está únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTRTFOV Cero Dos, sirviéndose de la adquisición de los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción correspondiente a los ingresos mensuales percibidos por FOVIAL conforme se establece en el prospecto de la emisión. También forma parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida del Fondo de Titularización FTRTFOV 02, administrado por Ricorp Titularizadora, S.A., la cual no debe ser menor a la próxima cuota de capital y/o intereses a pagarse a los Tenedores de Valores.
Destino	: Los fondos que FOVIAL recibidos en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización, deberán ser destinados por FOVIAL en proyectos para el mejoramiento de la Red Vial Nacional Prioritaria y Mantenible, y para el cumplimiento de otras responsabilidades y objetivos fundamentales del FOVIAL.
Condiciones Especiales	: A) Razones Financieras; Durante todo el proceso de titularización y mientras existan obligaciones a cargo del Fondo FTRTFOV Cero Dos, FOVIAL se obliga a cumplir las siguientes razones financieras: a) FOVIAL podrá comprometer hasta el veinte por ciento de sus ingresos anuales, para garantizar el pago del servicio de deuda relacionada a procesos de titularización. Esta condición especial deberá ser verificada anualmente por el Auditor Externo de FOVIAL, a partir de información financiera auditada, para ello, FOVIAL deberá nombrar un Auditor Externo que se encuentre autorizado por la Superintendencia del Sistema Financiero; b) La relación endeudamiento total a ingresos totales anuales de FOVIAL no deberá ser mayor a 2.40 veces. El endeudamiento total se entenderá como la suma del saldo vigente de capital de cualquier pasivo proveniente de deuda bancaria y bursátil en los Estados Financieros de FOVIAL, más el saldo vigente adeudado de capital en el pasivo de cualquier fondo de titularización en el que FOVIAL participe como originador. Los ingresos totales anuales se entenderán como los ingresos de los últimos doce meses provenientes de: i) Las transferencias de recursos que anualmente se consignan en el Presupuesto General del Estado en el Ramo de Obras Públicas calculado en base al monto generado por la aplicación de la contribución de conservación vial a la venta o cualquier otra forma de transferencia de propiedad de diésel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes que realicen importadores o refinadores, conforme lo establece el artículo veintiséis de la Ley del Fondo de Conservación Vial; ii) Los pagos por derechos y multas establecidos por la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos que ingresan al Fondo General del Estado, a ser transferidos íntegramente al Fondo de Conservación Vial (FOVIAL), para ser utilizados en el mantenimiento y conservación de la Red Vial Nacional Prioritaria y Mantenible, conforme lo establece el artículo treinta y cinco de la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos reformado mediante Decreto Legislativo número sesenta y dos de fecha doce de julio del año dos mil doce y publicado en El Diario Oficial el dieciséis de julio de dos mil doce, número ciento treinta y uno, tomo número trescientos noventa y seis; y iii) Cualquier otro ingreso que en el futuro se encuentre facultada legalmente a percibir. Esta relación deberá ser sometida al Consejo Directivo de FOVIAL de forma semestral, con Estados Financieros de los meses de junio y diciembre. El Secretario del Consejo Directivo emitirá la certificación de punto de acta respectiva y la enviará a la Titularizadora. La medición de junio deberá ser presentada a la Titularizadora a más tardar el último día hábil del mes de agosto, la medición de diciembre deberá ser presentada a la Titularizadora a partir de información financiera auditada al treinta y uno de diciembre a más tardar el último día hábil de abril. A partir de la entrega de la certificación de punto de acta por parte de FOVIAL, la Titularizadora contará con diez días hábiles para determinar si existe incumplimiento y notificar de dicha situación a FOVIAL y al Representante de Tenedores. B) Plazo de regularización: A partir de la fecha en que la Titularizadora determine el incumplimiento de cualquiera de las razones financieras y se lo haya notificado a FOVIAL y al Representante de Tenedores, FOVIAL contará con diez días hábiles para notificar al Representante de Tenedores y a la Titularizadora de las acciones que tomará para regularizar la situación y contará con seis meses para tomar las acciones necesarias para regularizar las razones financieras a fin que por medio de un nuevo cálculo presentado a la Titularizadora se verifique el cumplimiento de los máximos establecidos informándose dicho cumplimiento al Representante de Tenedores.

Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

Detalle de la Emisión

CONCEPTO	DETALLE
Denominación del Tramo	VRTFOV 02
Monto del Tramo	Hasta US\$50,000,000.00
Plazo de la emisión	Hasta 180 meses
Tasas de Interés	Tramo 1: 6.75%. Tramo 2: 6.00% Las Tasas de Interés serán fijas por la totalidad del plazo.
Periodicidad de Pago de Intereses	Los intereses se pagarán trimestralmente, a partir de la primera fecha establecida de pago

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A. / Elaboración: PCR

Características de los Tramos

Estado	Denominación del Tramo	Monto del Tramo US\$	Monto Vendido US\$	Plazo de la Emisión	Fecha de colocación	Fecha de Vencimiento	Tasa por Pagar
Emitido	Tramo 1	35,000,000	35,000,000	168 meses	04 / 11 / 2013	04 / 11 / 2027	6.75%
Emitido	Tramo 2	15,000,000	15,000,000	60 meses	04 / 11 / 2013	04 / 11 / 2018	6.00%

Fuente: Ricorp Titularizadora / Elaboración: PCR

Endeudamiento e ingreso total

El endeudamiento total se entenderá como la suma del saldo vigente de capital de cualquier pasivo proveniente de deuda bancaria y bursátil emitida por FOVIAL en los Estados Financieros de FOVIAL, más el saldo vigente adeudado de capital en el pasivo de cualquier fondo de titularización en el que FOVIAL participe como originador.

Los ingresos totales anuales se entenderán como los ingresos de los últimos doce meses provenientes de: i) Las transferencias de recursos que anualmente se consignan en el Presupuesto General de la Nación en el Ramo de Obras Públicas calculado en base al monto generado por la aplicación de la contribución de conservación vial a la venta o cualquier otra forma de transferencia de propiedad de diésel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes que realicen importadores o refinadores, conforme lo establece el artículo veintiséis de la Ley del Fondo de Conservación Vial;

ii) Los pagos por derechos y multas establecidos por la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos que ingresan al Fondo General de la Nación, a ser transferidos íntegramente al Fondo de Conservación Vial (FOVIAL), para ser utilizados en el mantenimiento y conservación de la Red Vial Nacional Prioritaria y Mantenible, conforme lo establece el artículo treinta y cinco de la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos reformado mediante Decreto Legislativo número sesenta y dos de fecha doce de julio del año dos mil doce y publicado en El Diario Oficial el dieciséis de julio de dos mil doce, número ciento treinta y uno, tomo número trescientos noventa y seis; y

iii) Cualquier otro ingreso que en el futuro se encuentre facultada legalmente a percibir. Esta relación deberá ser sometida al Consejo Directivo de FOVIAL de forma semestral, con Estados Financieros de los meses de junio y diciembre.

Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros

Mediante escritura pública de contrato de cesión y administración, FOVIAL cedió de manera irrevocable, a título oneroso e hizo la tradición a Ricorp Titularizadora, S.A., en su calidad de administradora del Fondo FTRTFOV 01, de todos los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos percibidos mensualmente por FOVIAL, descritos en el apartado anterior, hasta un monto de US\$71,187,970.30, que fueron entregados al FTRTFOV 01, en montos mensuales y sucesivos a partir del 28 de mayo de 2013, en el mercado bursátil de los valores emitidos con cargo al Fondo FTRTFOV 01. Los montos establecidos están libres de cualquier impuesto presente o que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo a FOVIAL, el pago a la administración tributaria o a la autoridad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso le aplicasen.

Descripción de los Flujos Futuros

La cesión de los Flujos Futuros será en 180 pagos mensuales por un máximo de US\$71,187,970.30. Los flujos futuros cedidos de ingresos libres de impuestos están conformados por ingresos percibidos por el originador, como se han descrito en los apartados anteriores. Los montos establecidos son libres de cualquier impuesto presente o que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo al FOVIAL, el pago a la administración tributaria o a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso aplicasen.

Los flujos futuros serán recolectados por el Ministerio de Hacienda, a través de la Colecturía Central de Impuestos Fiscales, cobrados a las refinerías e importadores de combustibles; y será el Ministerio de Hacienda quien, a través de la Orden Irrevocable de Retención y Transferencia, realice la transferencia a la cuenta colectora del banco administrador (Banco Davivienda, S.A.).

Operatividad de la Estructura de Titularización

Se abrieron las siguientes cuentas a nombre del Fondo de Titularización:

- Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización.
- Cuenta Restringida del Fondo de Titularización.
- Cuenta Colectora a nombre del Fondo de Titularización

FOVIAL instruyó al Ministerio de Hacienda (a través de un Orden Irrevocable de Retención y Transferencia) a depositar un monto preestablecido proveniente de la Contribución de Conservación Vial correspondiente a cada mes en la Cuenta Colectora a nombre del Fondo de Titularización.

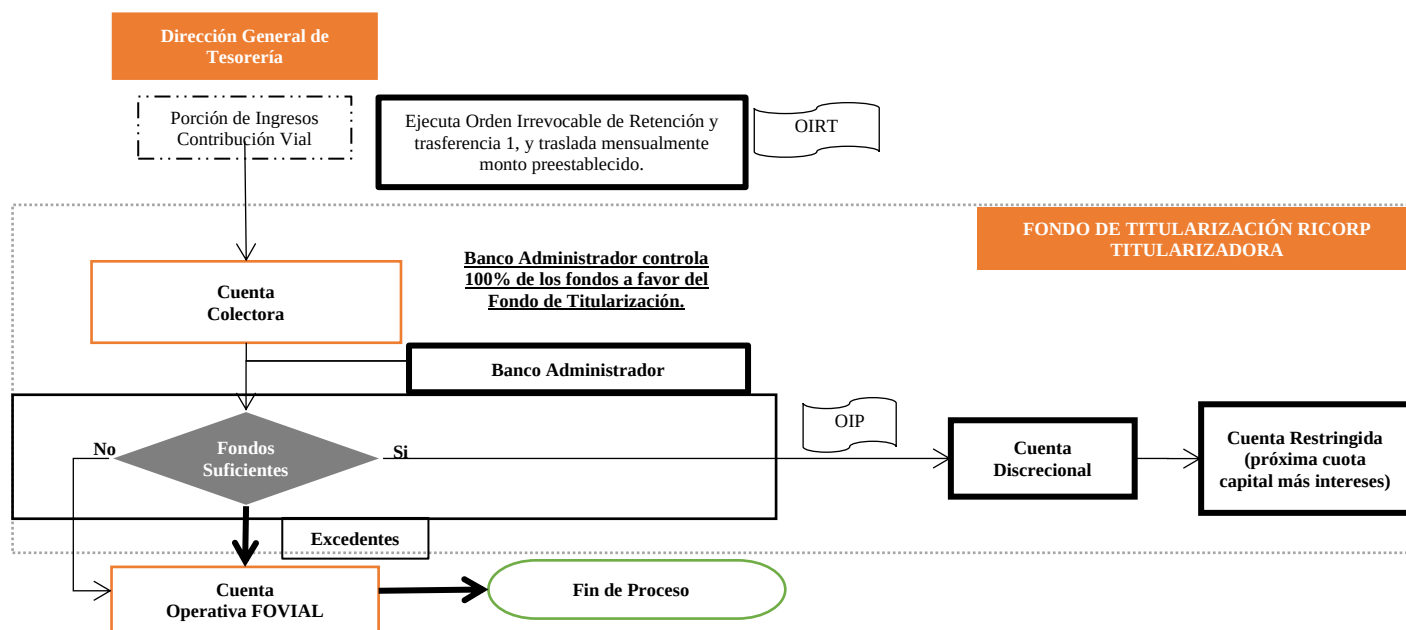
La Cuenta Colectora es administrada por el Banco Administrador de acuerdo con contrato firmado por el Banco, La Titularizadora y FOVIAL, y cuenta con los fondos que se mencionan en el párrafo anterior.

El Banco Administrador deposita el monto de cesión en la Cuenta Discrecional del fondo de titularización a través de una Orden irrevocable de Pago.

Todo pago es realizado por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización a través de la cuenta bancaria denominada Cuenta Discrecional en el siguiente orden:

- La Cuenta Discrecional es la utilizada para recibir los fondos del originador, pagar a los inversionistas, cubrir gastos y transferir fondos a, y recibir fondos de la Cuenta Restringida.
- La Cuenta Restringida funge únicamente para administrar los fondos restringidos en garantía de la operación. Esta será compuesta inicialmente por los fondos obtenidos de la emisión.
- De la Cuenta Discrecional se transfiere mensualmente una cantidad determinada para completar el monto del Depósito Restringido, hasta alcanzar su monto máximo.

Mecanismo de asignación de flujos

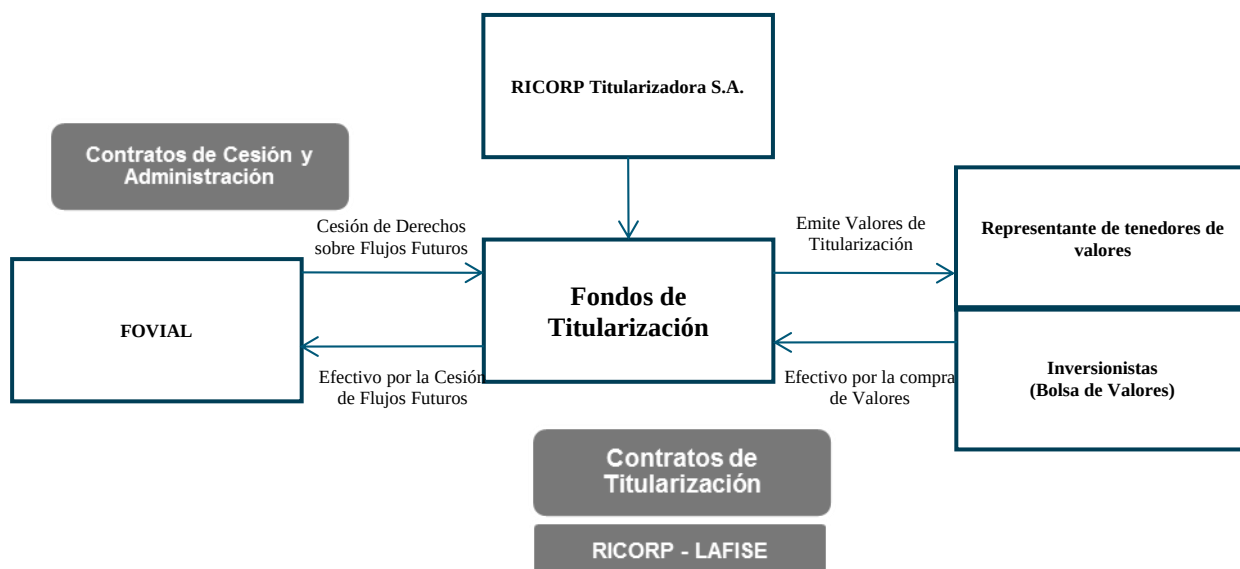


Fuente: Ricorp Titularizadora / Elaboración: PCR

Operación Mensual del Fondo

Para efectuar los depósitos a la Cuenta Colectora del Fondo de Titularización, FOVIAL instruye al Ministerio de Hacienda una Orden Irrevocable de Retención y Transferencia sobre la Contribución Vial a entregar a FOVIAL, la cual es ejecutada por la Dirección General de Tesorería que transferirá el monto requerido directamente a la cuenta del Banco Administrador en el Banco Central de Reserva.

Diagrama de la estructura



Fuente: Ricorp Titularizadora / Elaboración: PCR

Procedimiento en Caso de Mora

Si 10 días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y/o capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda.

Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y/o principal próxima siguiente de la presente emisión, se le notificará inmediatamente al originador para que este proceda a depositar en la Cuenta Restringida los fondos faltantes y si no lo hace en los 10 días siguientes a la notificación, entonces habrá lugar a una situación de mora.

Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

Redención anticipada

En el año quinto y décimo de la emisión, los Valores de Titularización – Títulos de Deuda podrán ser redimidos total o parcialmente en forma anticipada, a un precio igual al que sea mayor entre: (1) el cien por ciento del principal vigente de los títulos a redimir más sus intereses devengados y no pagados; o (2) la suma del valor presente de los pagos futuros de principal e intereses restantes hasta el vencimiento de la emisión descontados a la fecha de redención a la tasa aplicable de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América de diez años más doscientos puntos básicos en caso que el plazo de vencimiento remanente de los títulos valores sea mayor a cinco años y a la tasa aplicable de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América de cinco años más doscientos puntos básicos en caso que el plazo de vencimiento remanente de los títulos valores sea menor o igual a cinco años; en ambos casos más intereses devengados y no pagados; con un pre aviso mínimo de ciento veinte días de anticipación el cual será comunicado a la Superintendencia del Sistema Financiero, a la Bolsa de Valores de El Salvador, a CEDEVAL S.A. de C.V. y al Representante de Tenedores.

La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de Ricorp Titularizadora, S.A., a solicitud del Originador, debiendo realizarse a través de CEDEVAL, S.A. de C.V. En caso de redención anticipada, el Fondo de Titularización por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia, a la Bolsa de Valores y a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. con quince días de anticipación; El monto de capital redimido, dejará de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago. En la fecha de redención de los valores, la Titularizadora, actuando en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, hará efectivo el pago según los términos y condiciones de los valores emitidos, debiendo realizarse por medio de CEDEVAL S.A. de C.V.

En caso de realizarse la redención anticipada de los valores, ya sea parcial o totalmente, la Titularizadora mantendrá, por ciento ochenta días más el monto pendiente de pago de los valores redimidos, el cual estará depositado en la

cuenta bancaria denominada Cuenta Discrecional. Vencido dicho plazo, lo pondrá a disposición de los Tenedores de Valores mediante el pago por consignación a favor de la persona que acredite titularidad legítima mediante certificación emitida por CEDEVAL, S.A. de C.V.

Causales de Cesación del Cargo de Representante de los Tenedores de Valores Emitidos

Sin perjuicio de la responsabilidad administrativa y judicial, sea civil o penal, que pudiera serle imputable, el Representante de los Tenedores de Valores emitidos con cargo al Fondo de Titularización podrá ser cesado en su cargo, por cualquiera de las causales siguientes:

- Por incumplimiento de las obligaciones que le impone la Ley de Titularización de Activos, la normativa aplicable y el presente contrato.
- Por no ejercer oportuna y diligentemente las facultades que le confiere la Ley de Titularización de Activos, la normativa aplicable y el presente Contrato
- Por actuaciones u omisiones dolosas o negligentes en el ejercicio de sus obligaciones, deberes o facultades.
- Por concurrir el Representante de los Tenedores en alguna causal de inhabilidad existente con anterioridad o sobreviniente.
- Por incurrir el Representante de los Tenedores en alguna conducta prohibida por la Ley de Titularización de Activos, la normativa aplicable y el presente contrato.
- Por pérdida de confianza.

Caducidad del Plazo de la Emisión.

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros, a ser otorgado por FOVIAL y la Sociedad Titularizadora, dicha entidad procederá a enterar a la Sociedad Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de \$71.19 millones, en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establecieron en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores de Valores a efecto de que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del artículo sesenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente emisión.

En este caso, la Titularizadora deberá proceder a enterar de inmediato, a los Tenedores de Valores, la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por FOVIAL, hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de Valores de manera inmediata a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero. En el caso de presentarse alguno de los casos de caducidad, corresponderá al Representante de los Tenedores convocar a una Junta General de Tenedores a fin de informarlos de la situación e iniciar las acciones

Análisis de la Estructura

Los factores cuantitativos y cualitativos de los derechos sobre los flujos futuros a titularizar, el nivel crediticio del Originador (FOVIAL), la estructura de titularización propuesta, el operador de las cuentas del Fondo de Titularización, el monto, el tratamiento y prevención de desvío de fondos; y finalmente los aspectos legales involucrados en toda la transacción, en opinión de PCR, hace que el fondo de titularización cuente con la cobertura necesaria para pagar a los inversionistas e incluso generar excedentes para la devolución al originador.

Al tratarse de una titularización de derechos sobre flujos futuros, cobra mayor importancia la estabilidad de los ingresos provenientes de la contribución vial hacia la entidad originadora (FOVIAL), que puedan respaldar la Emisión. En efecto, si estos flujos se ven afectados o disminuidos, existieran cambios en la Ley que establece las condiciones para el aporte de contribución vial, entre otros; los inversionistas sufrirán pérdidas si los mecanismos de seguridad no son suficientes para cubrir el posible déficit. Es esta posibilidad de deterioro en la generación de nuevos activos la que determina que, en una titularización de derechos sobre flujos futuros, la clasificación de riesgo de la transacción éste fuertemente ligada al desempeño de la entidad que origina los flujos.

Perfil de la Titularizadora

RICORP Titularizadora, Sociedad Anónima, fue constituida el día 11 de agosto de 2011, la clasificación favorable fue otorgada por el Superintendente del Sistema Financiero del 23 de agosto de 2011. La finalidad de RICORP Titularizadora es constituir, integrar y administrar Fondos de Titularización de conformidad con la Ley de Titularización de Activos, y emitir valores con cargo a dichos Fondos.

Accionistas y Junta Directiva

En el siguiente cuadro se detallan los principales accionistas y directivos de RICORP Titularizadora, S.A.:

ACCIONISTAS	
Accionista	Participación Accionaria
RICORP S.A. de C.V.	99.9999 %
José Carlos Bonilla Larreynaga	0.0001 %
Total	100%

Fuente: RICORP Titularizadora S.A. / Elaboración: PCR

JUNTA DIRECTIVA	
Director	Cargo
Rolando Arturo Duarte Schlageter	Presidente
Javier Ernesto Simán Dada	Vicepresidente
José Carlos Bonilla Larreynaga	Secretario
Juan Alberto Valiente Álvarez	Propietario
Carlos Lionel Mejía Cabrera	Propietario
Víctor Silhy Zacarías	Propietario
Enrique Borgo Bustamante	Propietario
José Miguel Carbonell Belismelis	Suplente
Francisco Javier Enrique Duarte Schlageter	Suplente
Enrique Oñate Muyschondt	Suplente
Miguel Ángel Simán Dada	Suplente
Manuel Roberto Vieyetz Valle	Suplente
Ramón Arturo Álvarez López	Suplente
Remo José Bardi Ocaña	Suplente

Fuente: RICORP Titularizadora S.A. / Elaboración: PCR

Análisis cualitativo del originador

Reseña

El Fondo de Conservación Vial, FOVIAL, se establece mediante Decreto Legislativo N°208 con fecha del 30 de noviembre de 2000. Dicho Decreto define a FOVIAL como una entidad de derecho público, de carácter técnico, de utilidad pública, de duración indefinida, con personalidad jurídica y patrimonio propio, con plena autonomía en el ejercicio de sus funciones, tanto en lo financiero como en lo administrativo y presupuestario.

También se establece que su principal responsabilidad será administrar eficientemente los recursos financieros que le corresponden, realizar un nivel adecuado de servicio de conservación en la *Red Vial Nacional Prioritaria Mantenible* y en la *Red Vial Urbana Prioritaria Mantenible*; mantener una adecuada comunicación con los usuarios de las vías y dar cuenta pública de sus acciones al menos una vez al año.

La conservación vial contempla un amplio conjunto de actividades destinadas a preservar en forma continua y sostenida el buen estado de las vías terrestres de comunicación, de modo que se garantice un servicio óptimo al usuario.

Las actividades de conservación vial se realizan a través de los programas:

- Programa de Mantenimiento Rutinario.
- Programa de Mantenimiento Periódico.
- Programa de Mantenimiento Puentes y Obras de Paso.
- Programa de Mantenimiento Señalización y Seguridad Vial.

Fuente de ingresos

FOVIAL cuenta con cuatro fuentes principales de ingresos:

- La contribución de conservación vial: una contribución especial de US\$0.20 por cada galón de gasolina, diésel, o sus mezclas con otros carburantes, aplicado a la venta que realicen los importadores o refinadores de dicho material, de acuerdo con la Ley de Conservación Vial No. 208.
- Aportes extraordinarios que por cualquier concepto le otorgue el estado.
- Las transferencias de recursos que anualmente se consignan en el presupuesto general del estado.
- Los pagos por derechos y multas, establecidos en el Decreto Legislativo 504, "Ley de derechos fiscales por la circulación de vehículos. (De acuerdo con reformas vigentes a partir del 16 de julio de 2012).

Gobierno Corporativo del Originador

FOVIAL es una entidad autónoma del Estado de El Salvador, y como tal, su patrimonio pertenece en su totalidad al estado salvadoreño, sin tener accionistas individuales. Asimismo, FOVIAL se rige por su la Ley del Fondo de Conservación Vial, emitida y regulada por la Asamblea Legislativa de El Salvador.

La institución posee Leyes y Reglamentos en la cual se basa la gestión del Consejo Directivo que es liderado por Sr. Gerson Martínez quien lleva 7 años al frente del Ministerio de Obras Públicas y su equipo de colaboradores que poseen amplia experiencia.

Las Leyes y Reglamentos de FOVIAL son:

- Constitución de la República
- Ley del FOVIAL.
- Ley de Corte Cuentas.
- Ley Orgánica de Administración Financiera.
- Reglamento de la Ley de FOVIAL.
- Ley de Adquisiciones y Contrataciones.
- Ley Orgánica de Administración Financiera.
- Normas técnicas de Control Interno Específicas de FOVIAL.
- Reglamento de la Ley de Adquisiciones y Contrataciones.
- Reglamento de la Ley Orgánica de la Administración.

Como órgano estatal, FOVIAL se encuentra regido bajo las disposiciones de la Ley de Acceso a la Información Pública (LAIP) y la Ley de Adquisiciones y Contrataciones de la Administración Pública (LACAP), lo cual obliga a mantener la adecuada transparencia en sus operaciones. En relación con la Gestión Integral de Riesgos, el cumplimiento de las políticas y procedimientos de acuerdo con PCR es aceptable, dando el seguimiento de éstas en el Plan Operativo Anual (POA) por medio de las áreas de gestión detalladas a continuación:

- UACI
- Asesoría Systems
- Legal
- Gerencia Técnica
- Gerencia Financiera administrativa
- Gerencia de Planificación
- Asesoría de Comunicaciones
- Asesoría de Calidad

Consejo Directivo y Plana Gerencial

Al cierre del primer semestre del año 2019, como resultado del cambio de Gobierno, el Consejo Directivo de FOVIAL muestra una modificación en su estructura, estando integrado por el presidente (Ministro de Obras Públicas), dos directores propietarios y cuatros directores suplentes:

CONSEJO DIRECTIVO DE FOVIAL	
NOMBRE	CARGO
Lic. Edgar Romeo Rodríguez Herrera	Presidente / Ministro de Obras Públicas
Lic. René Alberto Vásquez Garay	Director Propietario
Ing. José Antonio Velásquez Montoya	Director Propietario
Lic. Rufino Ernesto Henríquez López	Director Suplente
Lic. Joaquín Alberto Ochoa	Director Suplente
Ing. Herbert Danilo Alvarado	Director Suplente
Lic. Félix Raúl Betancourt Menéndez	Director Suplente

Fuente: Gobierno Abierto / Elaboración: PCR

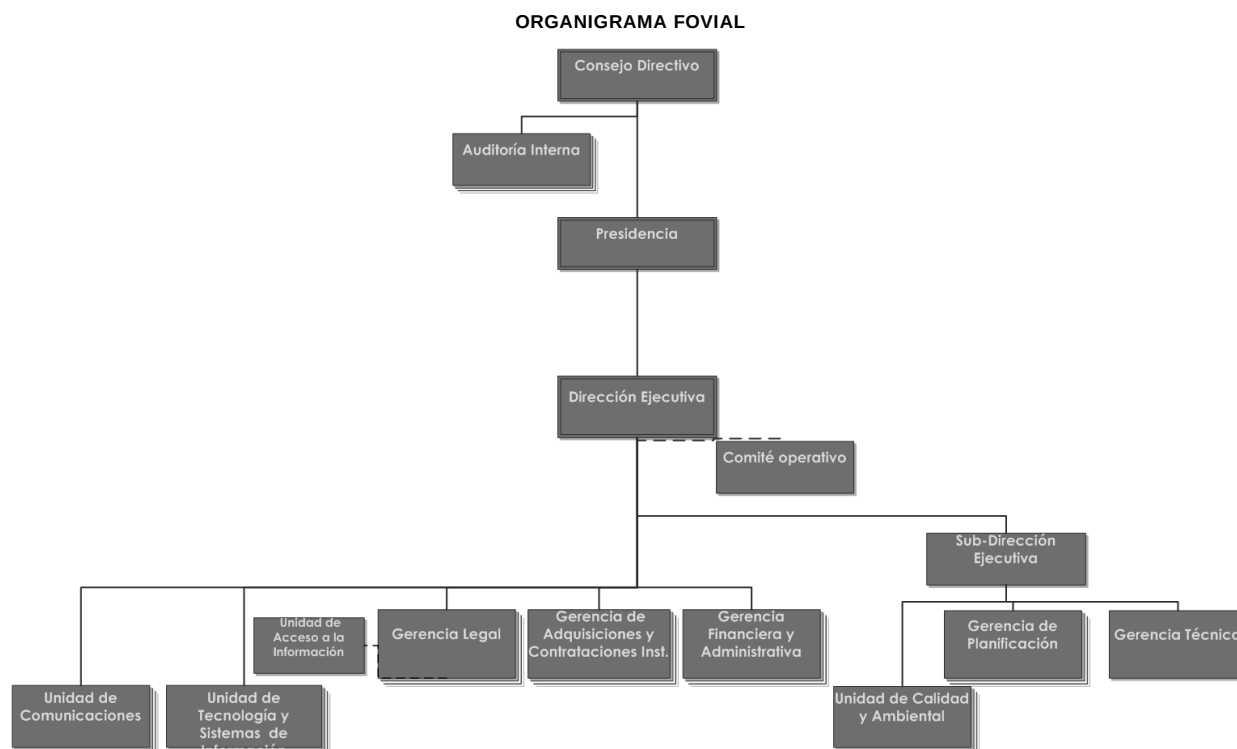
Asimismo, la plana gerencial quedó conformada de la siguiente manera:

PLANA GERENCIAL	
NOMBRE	CARGO
Ing. Álvaro Ernesto O'byrne Cevallos	Director Ejecutivo
Ing. Rodas Aníbal Hernandez Villatoro	Sub Director Ejecutivo
Lic. María Ana Margarita Salinas	Gerente de Adquisiciones y Contrataciones
Lic. María Alicia Andino	Gerente Legal
Ing. Miguel Napoleón Mendoza Ramírez	Gerente de Planificación
Lic. Maira Lisseth Morán Lemus	Jefe Unidad de Comunicaciones
Ing. Marlon Ruiz	Gerente Técnico
Lic. Filiberto Vargas	Jefe Unidad de Tecnología y Sistemas de Información
Lic. Juan José Tobar	Auditor Interno
Lic. Jaime Roberto Escobar Silva	Gerente Financiero y administrativo
Ing. José Herbert Iraheta Campos	Jefe de la Unidad de Calidad Ambiental, Ad Honorem Interino

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Organigrama de FOVIAL

FOVIAL ha adoptado la siguiente estructura organizativa para gestionar los riesgos:



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Análisis cuantitativo del originador

Activos

Al primer semestre de 2019, los activos de FOVIAL se ubicaron en US\$100.89 millones, reflejando una disminución interanual de 7.97%, como resultado de la disminución de pagos anticipados (-27.34%), específicamente en anticipos a contratistas (Constructoras, Servicios de señalización, etc.), asimismo se registró una disminución en los deudores monetarios (-4.52%), derivado de una mayor recuperación de derechos de tasas y multas reportados al primer semestre del año. Por su parte, las inversiones financieras también reflejaron una reducción (-9.57%), como resultado de la disminución de los depósitos a plazo.

En términos de la estructura, los fondos representaron la mayoría del total de activo del FOVIAL, reflejando el 93.8%, seguido por las inversiones financieras que representaron el 4.60%, mientras que las inversiones en bienes de uso tienen una participación de 1.39%.

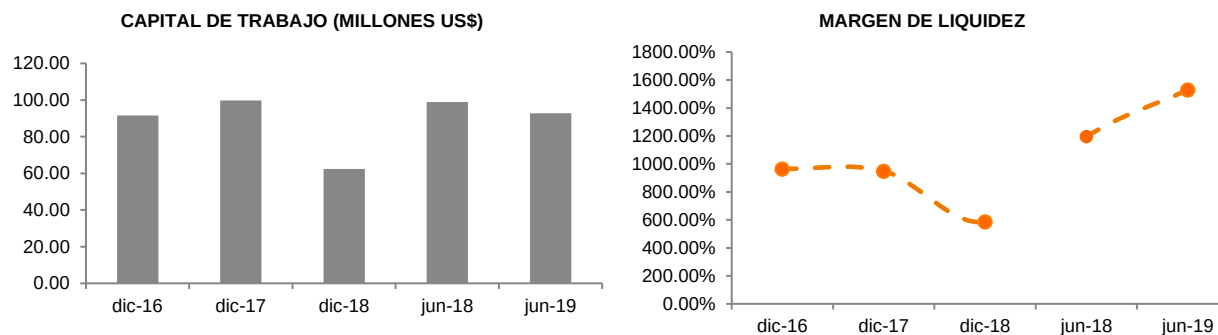
ESTRUCTURA DEL ACTIVO (MILLONES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Fondos	34.93	58.13	48.06	103.01	94.82
Inversiones Financieras	67.27	53.33	27.07	5.13	4.64
Inversiones en existencias	0.02	0.00	0.00	0.03	0.03
Inversiones en bienes de uso	1.48	1.43	1.39	1.45	1.40
Activo Total	103.69	112.90	76.52	109.62	100.89

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Liquidez

Al primer semestre de 2019, el fondo de maniobra del FOVIAL se ubicó en US\$92.83 millones, mostrando una moderada disminución de 6.20%, derivado de la reducción de los anticipos de fondos (-27.34%), especialmente de los prepagos que FOVIAL realiza a los diferentes contratistas para desarrollar proyectos de mantenimiento vial, servicios de señalización, etc. No obstante, a pesar de este decremento, el margen de liquidez se ubicó en 1,529.23%, registrando un incremento de 335.63 puntos porcentuales respecto de junio 2018 (1,193.61%). Este comportamiento se debe a la mayor disminución de los pasivos de corto plazo respecto de los activos líquidos de FOVIAL. En este sentido las obligaciones de corto plazo que reflejaron una mayor disminución, se encuentran los depósitos a terceros que observaron una reducción del 70.74%, como resultado del pago de seguros y fianzas contratados por FOVIAL. Asimismo, los acreedores financieros reflejaron una disminución del 11.46% a consecuencia del pago a compañías de servicios de construcción, ingeniería, señalización vial, etc.



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Pasivos y Patrimonio

A junio de 2019, el pasivo registrado por FOVIAL fue de US\$137.76 millones, registrando variación interanual de -12.56% respecto de junio 2018, derivado de la disminución de todas las cuentas del pasivo, especialmente de la reducción en los niveles de endeudamiento. En este sentido, el endeudamiento interno mostró una reducción de US\$12.96 millones (-15.77%) como resultado del pago del cumplimiento de sus obligaciones con el fondo de titularización. En cuanto al endeudamiento externo, este presentó una reducción de US\$4.28 millones (-6.45%) como resultado de la amortización de la deuda y la no incorporación de nuevos créditos con organismos internacionales.

Al primer semestre de 2019, los pasivos de FOVIAL se encuentran conformados por cuatro fuentes principales de financiamiento: endeudamiento interno que posee una participación del 50.27% y que corresponde a las obligaciones por operaciones de titularización, el endeudamiento externo (45.02%), que se refiere al crédito contratado con el BCIE; ; acreedores financieros (4.15%), que comprende las cuentas por pagos provisionales dispuestos por normas legales, incluidas las provisiones de mantenimiento periódico y rutinario, señalización vial y obras de paso y mantenimiento de caminos rurales representados por contratos que una vez ejecutados son disminuidos de dicha cuenta depósitos de terceros (0.56%), que son las obligaciones por fondos a rendir cuenta, recibidos de terceros, a cuenta de bienes o servicios futuros a suministrar.

ESTRUCTURA DEL PASIVO (MILLONES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Depósitos de terceros	0.69	0.71	0.77	2.64	0.77
Endeudamiento Interno	97.94	87.48	74.90	82.21	69.25
Endeudamiento Externo	72.71	68.43	64.15	66.29	62.02
Acreedores	9.90	11.03	12.01	6.41	5.72
Pasivo Total	181.23	167.65	151.83	157.55	137.76

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Con relación al patrimonio del FOVIAL, este se compone esencialmente por la participación del Estado en la institución y totaliza los US\$ 22.81 millones, luego que a diciembre de 2015 experimentara una variación interanual en 3.91% que resultó de la incorporación del bien inmueble trasferidos por el Ministerio de Ley al dominio de FOVIAL de conformidad al artículo 27, numeral 7) de la Ley del Fondo de Conservación Vial. Por su parte los resultados acumulados y del presente ejercicio, en conjunto continúan reflejando saldos negativos que obedecen principalmente a bienes de uso público que el FOVIAL tiene como principal actividad el mantenimiento y conservación de la red vial, con lo anterior las inversiones en los proyectos se reconocerse como gastos de gestión.

Dentro del Patrimonio, la cuenta de detrimento patrimonial constituye todas las disminuciones en los recursos, por pérdidas o daños, que no pueden ser asignadas por responsabilidad administrativa o legal que al primer semestre de 2019 no existieron deterioros por daños.

Al 30 de junio de 2019, el patrimonio total mostró un resultado negativo de US\$15.8 millones, a consecuencia de las pérdidas acumuladas como producto de la naturaleza de las actividades de la institución; ya que FOVIAL invierte la mayor parte de sus ingresos en la reparación y mantenimiento de la red vial, de propiedad pública, por lo que este solo puede ser considerado como gasto y no en inversiones de activo.

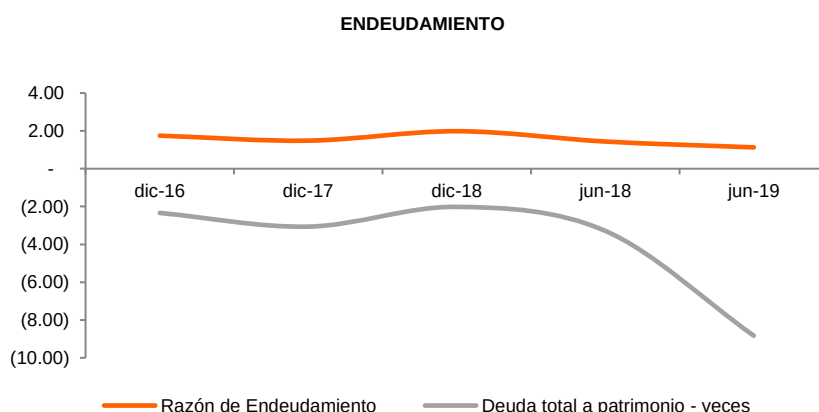
ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO (MILLONES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Patrimonio	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81
Resultado de ejercicios anteriores	-113.54	-100.35	-77.57	-77.57	-75.31
Resultado del ejercicio actual	13.19	22.78	-20.56	6.82	36.70
Detrimento patrimonial	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Patrimonio Total	-77.54	-54.76	-75.32	-47.94	-15.80

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Endeudamiento y Solvencia

El patrimonio del FOVIAL a junio 2019 cuenta con un saldo negativo de US\$ 15.80 millones originado por las pérdidas del ejercicio acumuladas, dado a la naturaleza de la institución, que conlleva a generar resultados de los ejercicios negativos por hacer uso total de los ingresos. En relación con lo anterior los pasivos del FOVIAL son los que financian mayormente a los activos de la institución. En este sentido, a junio de 2019 los pasivos de FOVIAL cubren en 1.13 veces los activos.



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Análisis de resultados

Al primer semestre de 2019, los ingresos totales de FOVIAL fueron de US\$ 120.54 millones, registrando una disminución respecto de junio 2018 (-3.74%), derivado de la disminución de transferencias corrientes recibidas (-20.52%), las cuales corresponden a transacciones entre instituciones públicas que contratan la ejecución de proyectos en la infraestructura vial en las municipalidades.

Por otra parte, el descenso en las transferencias corrientes fue amortiguado por el moderado aumento registrado en las transferencias de capital recibidas (+8.3%), como resultado del incremento en los ingresos provenientes de la contribución de conservación vial (+3.59%) y las Tasas y Multas (+16.53%).

COMPOSICIÓN DE INGRESOS (MILLONES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Financieros y Otros	3.36	2.34	1.25	0.59	0.70
Por Transferencias Corrientes Recibidas	0.13	0.06	0.06	53.40	42.45
Por Transferencias de Capital Recibidas	110.03	113.09	124.49	71.23	77.17
Por Derechos y Multas	-	-	-	-	-
Por Venta de Bienes y Servicios	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Por Actualizaciones y Ajustes	3.53	0.10	1.03	0.00	0.23
INGRESOS TOTALES	117.05	115.59	126.83	125.22	120.54

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Con relación al costo y gasto, la principal cuenta de FOVIAL es la inversión pública, la cual se comporta de manera irregular, dependiendo de las necesidades particulares que cada año o de proyectos especiales que deban realizarse. Es importante destacar que la volatilidad de este gasto depende también de la actividad política y eventos fortuitos, como tormentas tropicales y terremotos, que pueden crear la necesidad de aumentar el gasto de inversión pública sin previa planeación.

Al primer semestre de 2019, los gastos de inversión reflejados por la entidad se ubicaron en US\$35.27 millones, reflejando una variación interanual de (-39.65%), derivado de una menor ejecución de proyectos relacionados a programas de señalización y seguridad viales, programa de puentes y obras de paso, programa de mantenimiento rutinario inversiones adicionales. Este comportamiento en la inversión estaría relacionado la mayor inversión realizada durante el primer semestre de 2018 debido a que el país estuvo bajo un periodo preelectoral, lo que generó una fuerte inversión en diferentes obras de infraestructura. Asimismo, la inversión pública representó el 42.1% del total de gastos de gestión de FOVIAL, menor a lo reportado en junio 2018 (49.4%).

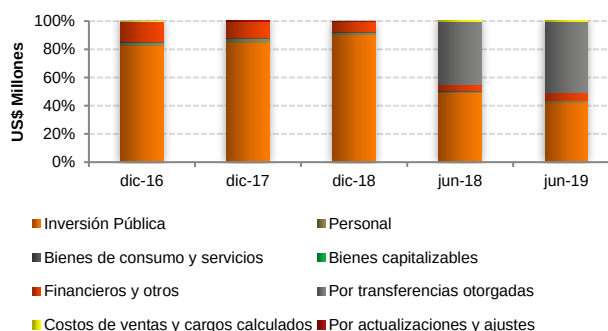
Por su parte, los gastos financieros, se ubicaron en 5.18% del total de los costos y gastos, que corresponden a los intereses pagados por la línea de crédito con el BCIE y los valores de titularización emitidos. Cabe destacar que, a junio de 2019, dichos gastos presentaron una disminución de 13.63%.

GASTOS DE GESTIÓN (MILLONES US\$)

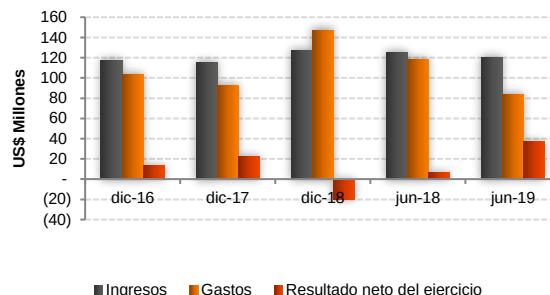
Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Inversión Pública	85.55	78.61	133.12	58.44	35.27
Personal	2.43	2.48	2.49	1.15	1.30
Bienes de consumo y servicios	0.85	0.74	0.93	0.27	0.34
Bienes capitalizables	0.01	0.00	0.04	0.01	0.00
Financieros y otros	14.73	10.65	9.95	5.03	4.35
Por transferencias otorgadas	0.01	0.00	0.01	53.36	42.44
Costos de ventas y cargos calculados	0.26	0.29	0.37	0.14	0.15
Por actualizaciones y ajustes	0.00	0.05	0.49	0.00	0.00
GASTOS TOTALES	103.86	92.81	147.39	118.41	83.84

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

ESTRUCTURA DE GASTOS (MILLONES US\$)



INGRESOS VS. GASTOS (MILLONES US\$)



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Cobertura de la titularización

La estructura de la titularización de los ingresos futuros de FOVIAL se ha dividido en tres fondos de titularización independiente uno de los otros. Los primeros dos fondos podrán emitir hasta US\$50 millones y el tercero hasta US\$25 millones, respetando que la acumulación de ambas cesiones no sobrepase el 20% de sus ingresos, tal como lo dicta el Decreto N°110 de la Asamblea Legislativa de la Republica de El Salvador.

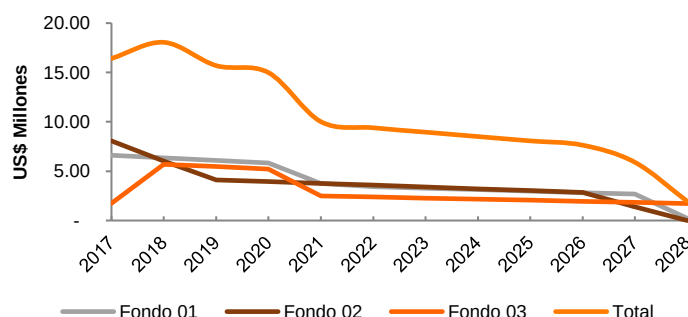
Al 30 de junio de 2019, se han pagado 74 cuotas del VTRTFOV 01, 68 cuotas del VTRTFOV 02 y 48 cuotas del VTRTFOV 03. En conjunto, a la fecha de análisis, representan el 6.61% de los ingresos recibidos y destinados por FOVIAL al fondo de titularización equivalentes a US\$ 7.97 millones. Cabe señalar que, según el modelo establecido para el Fondo, el porcentaje de cesión no logra sobrepasar el límite establecido por el Decreto antes mencionado.

CESIÓN DE FONDOS PROYECTADOS (MILLONES US\$)

Escenario	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Fondo 01	6.35	6.09	5.83	3.76	3.43	3.28	3.13	2.97	2.83	2.67	0.22
Fondo 02	6.02	4.12	3.94	3.76	3.58	3.40	3.22	3.04	2.86	1.39	-
Fondo 03	5.69	5.49	5.22	2.50	2.39	2.28	2.16	2.06	1.95	1.84	1.72
Total	18.06	15.70	14.99	10.02	9.40	8.95	8.51	8.07	7.64	5.90	1.94

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

CESIÓN DE INGRESOS



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Los ingresos totales proyectados de FOVIAL, se han estimado en base a:

- El crecimiento de los ingresos por parte de la contribución vial en 0.5% anual y que son en base al crecimiento del 2014.

- Los ingresos por derechos y multas consideran las estadísticas mensuales de los años 2010, 2011 y 2012, (excluyendo el efecto del cambio de placas del 2012).
- A partir de junio 2012, FOVIAL también cuenta con los ingresos percibidos por las tasas de renovación de matrículas vehiculares, y multas. El 2012 fue un año con el que se incorpora el ingreso por cambios de placa en vehículos particulares.

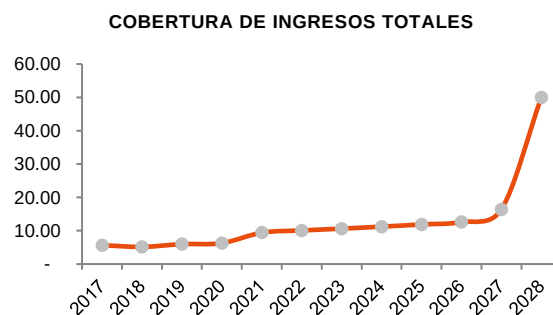
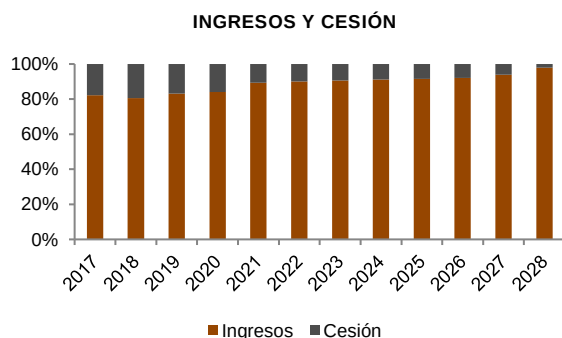
Teniendo en cuenta las premisas mencionadas anteriormente, se presentan los ingresos proyectados para los años 2017 a 2028, así de las coberturas proyectadas para dichos períodos:

COBERTURA DE LA CESIÓN (MILLONES US\$)

Escenario	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos Totales	92.76	93.14	93.52	93.91	94.29	94.67	95.06	95.45	95.84	96.24	96.63	97.03
Ingresos por contribución vial	74.66	75.04	75.41	75.79	76.17	76.55	76.93	77.32	77.70	78.09	78.48	78.88
Cesión total	16.42	18.06	15.70	14.99	10.02	9.40	8.95	8.51	8.07	7.64	5.90	1.94
Cobertura por Contribución Vial (veces)	4.55	4.16	4.80	5.06	7.60	8.15	8.59	9.09	9.63	10.23	13.30	40.61
Cobertura por Ingresos Totales (veces)	5.65	5.16	5.96	6.27	9.41	10.07	10.62	11.22	11.88	12.60	16.38	49.96

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

A junio de 2019, se observó una adecuada cobertura en el modelo presentado, resultando en una cobertura por contribución vial de 6.05 veces y 15.13 veces por ingresos totales, versus 5.01 veces y 13.48 veces que lo reportado en junio 2018. Asimismo, de conformidad a lo establecido en el Decreto Legislativo N°110, FOVIAL podrá comprometer hasta el veinte por ciento (20%) de sus ingresos anuales, para garantizar el pago del servicio de la deuda.



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Tomando en cuenta la utilidad previa a gastos de inversión pública y financieros, (que incluye únicamente costos de venta y administrativos, que representan históricamente el 0.13% y el 1.47% de los ingresos respectivamente), como una medida para determinar el desempeño del FOVIAL. Esta utilidad muestra una cobertura promedio de 11.02 veces, obteniendo un máximo en el último año de 47.55 veces y una cobertura mínima de 4.59 veces para el 2018; año en que el porcentaje de los ingresos comprometidos de la institución es el más alto y ajustado durante la vida de la emisión (19.39%). A junio de 2019, la cobertura resultó en 9.58 veces versus 7.57 veces que lo reportado en junio 2018, como resultado de una mayor utilidad antes de inversión pública.

COBERTURA DE LA CESIÓN

Escenario	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Utilidad previa a gastos de inversión pública (MM US\$)	81.93	82.80	84.11	85.32	87.19	86.99	87.79	88.59	89.38	90.17	91.61	92.34
Cobertura previa a gastos de inversión pública (veces)	4.99	4.59	5.36	5.69	8.71	9.26	9.81	10.41	11.08	11.81	15.53	47.55

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

El nivel de endeudamiento establecido para los fondos no deberá ser mayor a 2.40 veces. Durante la vigencia de la emisión se obtiene un nivel promedio de 0.99 veces y un endeudamiento máximo de 1.96 veces que fue resultado en el 2015, como producto de la mayor contribución de los flujos cedidos al fondo de titularización y con las obligaciones al incremento con el financiamiento de la tercera emisión. Sin embargo, en lo que va de la emisión no ha superado dicho límite y a junio de 2019, el indicador resultó de 1.13 veces versus 1.28 veces que lo proyectado.

COBERTURA DE LA CESIÓN

Escenario	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Endeudamiento total (US\$ MM)	151.59	135.00	119.70	104.54	91.82	81.13	70.44	59.75	49.06	38.37	27.68	20.83
Nivel de endeudamiento (veces)	1.63	1.45	1.28	1.11	0.97	0.86	0.74	0.63	0.51	0.40	0.29	0.21

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

CESIONES DE FLUJO (US\$)							
Período	Cesión	Período	Cesión	Período	Cesión	Período	Cesión
1	413,073.17	46	554,933.13	91	478,311.60	136	255,459.41
2	413,073.17	47	554,933.13	92	478,311.60	137	255,459.41
3	482,044.61	48	553,743.97	93	300,200.56	138	257,426.57
4	482,044.61	49	553,743.97	94	300,200.56	139	257,426.57
5	482,044.61	50	553,743.97	95	300,200.56	140	257,426.57
6	516,665.56	51	544,029.06	96	301,383.62	141	249,086.21
7	516,665.56	52	544,029.06	97	301,383.62	142	249,086.21
8	516,665.56	53	544,029.06	98	301,383.62	143	249,086.21
9	595,288.03	54	543,736.02	99	293,761.41	144	250,547.21
10	595,288.03	55	543,736.02	100	293,761.41	145	250,547.21
11	595,288.03	56	543,736.02	101	293,761.41	146	250,547.21
12	569,168.39	57	533,124.99	102	295,728.58	147	242,859.57
13	569,168.39	58	533,124.99	103	295,728.58	148	242,859.57
14	569,168.39	59	533,124.99	104	295,728.58	149	242,859.57
15	576,120.15	60	532,103.33	105	287,377.75	150	244,928.81
16	576,120.15	61	532,103.33	106	287,377.75	151	244,928.81
17	576,120.15	62	532,103.33	107	287,377.75	152	244,928.81
18	592,493.78	63	522,220.92	108	288,616.29	153	236,680.04
19	592,493.78	64	522,220.92	109	288,616.29	154	236,680.04
20	592,493.78	65	522,220.92	110	288,616.29	155	236,680.04
21	581,882.75	66	521,927.88	111	280,994.08	156	238,188.15
22	581,882.75	67	521,927.88	112	280,994.08	157	238,188.15
23	581,882.75	68	521,927.88	113	280,994.08	158	238,188.15
24	572,360.25	69	511,316.85	114	282,961.24	159	230,500.52
25	572,360.25	70	511,316.85	115	282,961.24	160	230,500.52
26	572,360.25	71	511,316.85	116	282,961.24	161	230,500.52
27	587,645.34	72	510,295.19	117	274,610.41	162	232,569.75
28	587,645.34	73	510,295.19	118	274,610.41	163	232,569.75
29	587,645.34	74	510,295.19	119	274,610.41	164	232,569.75
30	564,018.97	75	500,412.78	120	276,016.45	165	224,320.99
31	564,018.97	76	500,412.78	121	276,016.45	166	224,320.99
32	564,018.97	77	500,412.78	122	276,016.45	167	224,320.99
33	576,741.27	78	500,119.74	123	268,226.74	168	225,829.10
34	576,741.27	79	500,119.74	124	268,226.74	169	225,829.10
35	576,741.27	80	500,119.74	125	268,226.74	170	225,829.10
36	575,552.11	81	489,508.71	126	270,193.91	171	218,141.46
37	575,552.11	82	489,508.71	127	270,193.91	172	218,141.46
38	575,552.11	83	489,508.71	128	270,193.91	173	218,141.46
39	565,837.20	84	488,487.05	129	261,843.07	174	215,889.20
40	565,837.20	85	488,487.05	130	261,843.07	175	215,889.20
41	565,837.20	86	488,487.05	131	261,843.07	176	215,889.20
42	565,544.17	87	478,604.63	132	263,249.12	177	2,112.67
43	565,544.17	88	478,604.63	133	263,249.12	178	2,112.67
44	565,544.17	89	478,604.63	134	263,249.12	179	2,112.67
45	554,933.13	90	478,311.60	135	255,459.41	180	-
						Total	71,187,970.30

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Análisis de sensibilidad de la demanda de combustible

PCR con el objetivo de analizar cómo se comportaría la cobertura de la cesión del fondo ante escenarios complejos de principales indicadores, realizó análisis de sensibilidad ajustando las variaciones de la demanda de combustible, principal fuente de ingresos de la Conservación Vial.

Para tal efecto se ha considerado que la demanda de combustible estimada en el escenario base se reduzca un 10%, manteniendo los demás factores constantes.

COBERTURA DE LA CESIÓN SENSIBILIZADA (MILLONES US\$)										
Escenario	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos Totales	86.0	86.3	86.7	87.0	87.4	87.7	88.1	88.4	88.8	89.14
Ingresos por contribución vial	67.9	68.2	68.6	68.9	69.2	69.6	69.9	70.3	70.6	71.0
Cesión total	15.7	14.99	10.02	9.4	8.95	8.51	8.07	7.64	5.9	1.94
Cobertura por Contribución Vial (veces)	4.32	4.55	6.84	7.33	7.74	8.18	8.67	9.20	11.97	36.59
Cobertura por Ingresos Totales (veces)	5.48	5.76	8.65	9.26	9.76	10.31	10.91	11.57	15.05	45.95

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

En base a los resultados reflejados en el ejercicio de sensibilidad, se puede observar que el fondo cuenta con adecuados niveles de cobertura.

Resumen de los estados financieros No Auditados

BALANCE GENERAL					
Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
ACTIVOS					
Fondos	34.93	58.13	48.06	103.01	94.82
Inversiones Financieras	67.27	53.33	27.07	5.13	4.64
Inversiones en existencias	0.02	0.00	0.00	0.03	0.03
Inversiones en bienes de uso	1.48	1.43	1.39	1.45	1.40
TOTAL	103.69	112.90	76.52	109.62	100.89
PASIVOS					
Depósitos de terceros	0.69	0.71	0.77	2.64	0.77
Endeudamiento Interno	97.94	87.48	74.90	82.21	69.25
Endeudamiento Externo	72.71	68.43	64.15	66.29	62.02
Acreedores	9.90	11.03	12.01	6.41	5.72
TOTAL	181.23	167.65	151.83	157.55	137.76
PATRIMONIO					
Patrimonio	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81
Resultado de ejercicios anteriores	-113.54	-100.35	-77.57	-77.57	-75.31
Resultado del ejercicio actual	13.19	22.78	-20.56	6.82	36.70
Detrimento patrimonial	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Patrimonio Total	-77.54	-54.76	-75.32	-47.94	-15.80
Total pasivo + Patrimonio	103.69	112.90	76.52	109.62	121.96

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO					
Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Financieros y Otros	3.36	2.34	1.25	0.59	0.70
Por Transferencias Corrientes Recibidas	0.13	0.06	0.06	53.40	42.45
Por Transferencias de Capital Recibidas	110.03	113.09	124.49	71.23	77.17
Por Derechos y Multas	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Por Venta de Bienes y Servicios	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Por Actualizaciones y Ajustes	3.53	0.10	1.03	0.00	0.23
INGRESOS TOTALES	117.05	115.59	126.83	125.22	120.54
Inversión Publica	85.55	78.61	133.12	58.44	35.27
Personal	2.43	2.48	2.49	1.15	1.30
Bienes de consumo y servicios	0.85	0.74	0.93	0.27	0.34
Inversión Publica	0.01	0.00	0.04	0.01	0.00
Financieros y otros	14.73	10.65	9.95	5.03	4.35
Por transferencias otorgadas	0.01	0.00	0.01	53.36	42.44
Costos de ventas y cargos calculados	0.26	0.29	0.37	0.14	0.15
Por actualizaciones y ajustes	0.00	0.05	0.49	0.00	0.00
GASTOS TOTALES	103.86	92.81	147.39	118.41	83.84
Resultado neto del ejercicio	13.19	22.78	-20.56	6.82	36.70

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de la misma le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

Con este antecedente y acorde a lo dispuesto en la normativa vigente, PCR es responsable de la opinión emitida en su calificación de riesgo, considerando que en dicha opinión PCR se pronuncia sobre la información utilizada para el análisis, indicando si esta es suficiente o no para emitir una opinión de riesgo, así como también, en el caso de evidenciarse cualquier acción que contradiga las leyes y regulaciones en donde PCR cuenta con mecanismos para pronunciarse al respecto. PCR, sigue y cumple en todos los casos, con procesos internos de debida diligencia para la revisión de la información recibida.