

**Fondo de Titularización -Hencorp Valores- FOVIAL
Valores de Titularización FTHVFOV 02**

Comité No. 152/2021	
Informe con Estados Financieros no Auditados al 30 de junio de 2021	Fecha de comité: 27 de octubre de 2021
Periodicidad de actualización: Semestral	Institución Pública, El Salvador
Equipo de Análisis	
Gabriel Marín gmarin@ratingspcr.com	Alexis Figueroa afigueroa@ratingspcr.com (503) 2266-9471

HISTORIAL DE CALIFICACIONES						
Fecha de información	dic-19	mar-20	jun-20	sep-20	dic-20	jun-21
Fecha de comité	30/04/2020	26/06/2020	29/10/2020	13/01/2020	24/04/2021	27/10/2021
Valores de Titularización Hencorp Valores FOVIAL 02						
Tramo 1	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	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. 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.

"La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.

Racionalidad

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

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización derivado del buen desempeño de los flujos provenientes de la contribución vial, la cual resultó beneficiada por la recuperación del consumo de combustibles permitiendo holgados niveles de cobertura de cesión. Adicionalmente se considera el cumplimiento de los resguardos financieros y los apropiados mecanismos operativos y legales de la emisión que dan solidez a la estructura del Fondo de Titularización.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **El Fondo de Titularización posee adecuados respaldos legales y operativos.** La emisión dispone de una cuenta restringida que debe acumular un mínimo de un monto de cesión mensual. También cuenta con una orden irrevocable de retención y transferencia con la Dirección General de Tesorería y una orden irrevocable de pago suscrita con el Banco Davivienda. Además, la emisión considera dos resguardos financieros en los cuales se obliga a no comprometer más del 20% de sus ingresos anuales y a mantener una relación de endeudamiento total a ingresos totales no mayor a 2.4 veces. A la fecha de análisis, el originador cumple satisfactoriamente ambos resguardos.
- **Recuperación de demanda de combustible eleva los ingresos del originador a un máximo histórico.** A la fecha de análisis, la demanda de combustible se ubicó por encima de los niveles previos a la pandemia debido a la reactivación del sector industrial y el sector transporte, los cuales presentaron según el IVAE un crecimiento interanual de +48.9% y 19.78% respectivamente, estimulando el consumo de derivados del petróleo. El comportamiento anterior, incrementó los ingresos percibidos por el originador, los cuales totalizaron en US\$170.58 millones, alcanzando un máximo histórico.
- **Holgadas coberturas de cesión ante crecimiento en los ingresos del Originador.** Considerando la cesión de los tres Fondos de Titularización, equivalentes a un monto de cesión de US\$7.80 millones, esta representa el 4.57% de los ingresos totales del Originador, reflejando una cobertura de 21.87 veces sobre el monto cedido, siendo mayor al 17.11 veces del periodo pasado. A su vez, si solo se consideran los ingresos por conservación vial, la cesión representa el 14.74% de estos, mostrando de igual forma una holgada cobertura de 6.79 veces el monto de cesión.
- **El Originador mantiene adecuados niveles de endeudamiento.** A la fecha de análisis, los activos del Originador totalizaron en US\$ 160.76 millones, creciendo interanualmente en +24.66%, como resultado del crecimiento en los fondos disponibles principalmente por el aumento en las transferencias de capital recibidas. Por su parte, los pasivos presentaron un aumento en menor proporción (+1.35%), producto de un menor endeudamiento tanto interno como externo debido a la amortización de la deuda con el Fondo de Titularización y el pago de capital de la deuda con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE). Lo anterior produjo una disminución en la razón de endeudamiento, ubicándola en 0.78 veces, mejorándola respecto a junio 2020 (0.95 veces) y manteniéndose por debajo del límite permitido (2.4 veces).
- **Niveles de liquidez disminuyen a valores prepandemia debido a un incremento en las cuentas por pagar.** A la fecha de análisis, los acreedores financieros presentan un importante aumento de US\$16.17 millones (+252.72%), producto de mayores compromisos con compañías de servicios de construcción, señalización vial, entre otros, como consecuencia de la reactivación de los proyectos de la entidad. Esta dinámica disminuyó el indicador de liquidez a niveles prepandemia, ubicándose en 6.65 veces frente al 17.75 veces registrado en junio 2020. Por otro lado, el fondo de maniobra del originador se vio incrementado, totalizando US\$135.24 millones (+12.52%), producto de mayores transferencias de capital recibidas (+110.62%), para el financiamiento de distintos proyectos de recuperación de la infraestructura vial del país.

Factores Clave

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación.

- No aplica. El Fondo de Titularización cuenta con la clasificación más alta.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación.

- Deterioro de la calidad crediticia del originador.
- Inestabilidad económica o social que afecte el consumo de combustible y por ende disminuya los ingresos por conservación vial impactando las coberturas del fondo.
- Reformas de ley que impacten los ingresos del Originador.
- Incumplimientos de resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y deuda titulizada (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 29 de noviembre 2019. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Limitaciones potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas. No se encontraron limitaciones respecto a la información presentada por el Originador.

Limitaciones Potenciales. PCR dará seguimiento a la capacidad del fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago en tiempo y forma de sus obligaciones, así como el cumplimiento de los resguardos financieros establecidos en el contrato de cesión.

Hechos de Importancia

- A junio 2021, de acuerdo con el informe de avance del Programa Anual de Inversión Pública 2021, FOVIAL registra un total de 11 programas con un monto ejecutado de US\$ 19.59 millones. Mientras que, a junio 2020 la inversión ejecutada por FOVIAL ascendió a US\$ 25.42 millones. Entre sus principales proyectos de inversión se encuentran el programa de mantenimiento periódico, el programa de mantenimiento rutinario de vías pavimentadas a nivel nacional, programa de mantenimiento de puentes y obras de paso y el programa de señalización y seguridad vial.

Panorama Internacional

De acuerdo con el documento de las "Perspectivas de la Economía Mundial" elaborado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), se prevé una recuperación de la economía global del orden de 6%, lo cual contrasta con la contracción registrada al cierre del año de 2020 (-4.3%) provocada por los efectos económicos y sociales de la pandemia por COVID-19. Sin embargo, el organismo internacional adelanta que la recuperación será diversa entre los países debido al acceso desigual de las vacunas, por lo que el pronóstico de las economías avanzadas se revisó hacia el alza debido al mayor progreso en la población vacunada.

Ante la recuperación de la economía y el precio de los commodities, se prevén presiones a nivel general de los precios, principalmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, forzando a tomar medidas de política monetaria para controlar un efecto inflacionario dentro de las economías.

Las medidas adoptadas por los bancos centrales en materia de política monetaria podrían endurecer las condiciones financieras, lo cual sería un doble golpe para las economías de mercados emergentes y en desarrollo debido al bajo porcentaje de población vacunada y la rigidez de las condiciones financieras externas, lo cual atrasaría gravemente su recuperación y arrastraría el crecimiento mundial por debajo de la línea base estimada.

Para la región latinoamericana, el FMI proyecta una tasa de crecimiento de 5.8%, estando por debajo de lo estimado para la economía global y siendo insuficiente para recuperarse de la contracción del -7% reportada en el año 2020, debido a las afectaciones económicas en todos los países de la región. En cuanto a la región centroamericana, se estima que las economías con mayor dinamismo sean: Guatemala, Honduras y El Salvador, las cuales registrarían una tasa de crecimiento de 4.5%, seguido de Costa Rica (-2.6%) y Nicaragua (0.24%).

Entorno Económico

Luego de la reactivación de la mayor parte de los sectores desde finales del 2020 e inicios del 2021, así como el progreso en el nivel de población vacunada contra el virus, la actividad económica ha mostrado importantes señales de recuperación, donde al quinto mes de 2021 los nueve componentes que integran el Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE) han mostrado variaciones positivas lideradas por el sector Construcción (+81.6%), Comercio Transporte y Almacenamiento (+52.5%) y el Índice de la Producción Industrial (+49.8%). Lo anterior, como efecto rebote luego de la paralización temporal de dichas actividades en el año 2020; sin embargo, es importante destacar que al observar el comportamiento durante los primeros cinco meses de 2021, se identificó un alto repunte únicamente en el primer trimestre del año, pero a medida se estabilizan las demás actividades económicas, la tendencia se acerca rápidamente a los bajos niveles mostrados en los años pre pandémicos.

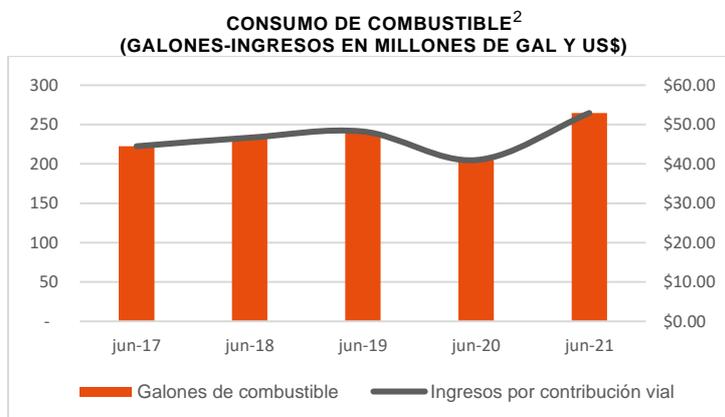
Por su parte, el sistema financiero mostró una tenue recuperación donde la cartera de préstamos colocada reflejó un crecimiento de +2.4%, cerrando en US\$15,306 millones. A nivel de su composición por sectores económicos, más de dos tercios del total fue colocada en los siguientes sectores: Consumo (34.4%), Vivienda (17.6%), Comercio (13.2%) y Servicios (8.6%). Por el lado de los depósitos del público, se mostró similar condición, alcanzando los US\$16,893 millones, equivalente a una variación interanual del 8.8%; no obstante, la alta liquidez del sistema provocó un descenso en el spread financiero al primer semestre de 2021 ubicándose en 2.7%, estando por debajo del 3% reportado a la misma fecha del año previo.

Referente al comportamiento del fiscal de El Salvador, al primer semestre de 2021 el déficit fiscal ascendió a US\$517 millones, equivalente a una disminución del 53.3%, respecto de lo reportado a junio 2020 como resultado de menores erogaciones en el gasto de salud pública, así como una recuperación de la recaudación tributaria. La brecha fiscal acumulada del país ha generado mayores riesgos de insolvencia, amenazando la sostenibilidad de las finanzas del Estado, considerando el alto endeudamiento público que asciende a aproximadamente el 89% del PIB.

Respecto a las variables externas que tienen relación con la economía, se destacan las Remesas Familiares que continuaron siendo un pilar fundamental en el ingreso disponible de los hogares salvadoreños, las cuales provienen en más de un 90% de Estados Unidos. En ese sentido, al cierre de junio de 2021 acumularon un monto de US\$3,658 millones, equivalente a una significativa tasa de crecimiento de 45.3% respecto a junio 2020, y presentando una participación de aproximadamente el 27.8% respecto del PIB. Por su parte, la incertidumbre política y económica originada por diversas leyes y reformas recientemente aprobadas, así como el contexto generado por la pandemia por COVID-19 han presionado hacia el alza el riesgo país. Lo anterior se demuestra en el deterioro que ha experimentado el EMBI, cuyo indicador pasó de 6 puntos básicos en enero 2021 a 7.2 puntos básicos al cierre de junio del mismo año, siendo esta la posición más alta durante el primer semestre.

Adicionalmente, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, se espera que la economía salvadoreña cierre el año con un crecimiento de 4.5%, derivado de la reactivación por completo de todas las actividades económicas y del alto nivel de avance de la población vacunada contra el COVID-19. Por su parte, el BCR proyecta que la economía salvadoreña crecerá alrededor de 9%, agregando el efecto positivo que tendrán los diversos subsidios otorgados por el gobierno para incentivar a las MYPES, y las mejoras de los tiempos en los procesos del comercio exterior que incentivarán el dinamismo de las exportaciones.

Por último, a junio de 2021 la demanda de combustible (diésel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes) ascendió a US\$ 264.61 millones de galones¹, presentando un aumento de 29.16% (US\$59.75 millones) respecto de junio de 2020, y ubicándose por encima de los valores pre-pandemia (junio 2019: 241.14 millones de galones). Esta expansión se debe a la reactivación del sector industrial y el sector transporte los cuales presentaron un crecimiento interanual de +48.9% y 19.8% respectivamente. Lo anterior favoreció el consumo de derivados del petróleo ocasionando que los ingresos por conservación vial se comporten con una tendencia hacia el alza, considerando a su vez, la baja elasticidad de la demanda de gasolina ante los constantes incrementos en los precios del combustible.



Fuente: FOVIAL / Elaborado: PCR

Resumen de Estructura de Titularización – FTHVFOV02

CONCEPTO	DETALLE
Emisor	: Fondo de Titularización – Hencorp Valores – FOVIAL - FTHVFOV 02
Originador	: Fondo de Conservación Vial, FOVIAL
Sociedad de Titularización	: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora
Clase de Valor	: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Hencorp Valores – FOVIAL Cero Dos, cuya abreviación es VTHVFOV 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 FTHVFOV 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 FTHVFOV 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 FTHVFOV 02, administrado por Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, la cual no debe ser menor a la próxima cuota de capital y/o intereses a pagarse a los Tenedores de Valores. Debido al actual periodo de emergencia sanitaria (COVID-19) y con autorización previa por parte de la Superintendencia del Sistema financiero, se celebró junta extraordinaria de Tenedores de Valores en conjunto con la Administradora del Fondo de Titularización FTHVFOV 02, se realizan los siguientes cambios al Contrato de Titularización bajo las siguientes condiciones: Durante el periodo de emergencia, el cual consta de siete meses contados a partir de junio a diciembre 2020, se podrán hacer uso de los fondos de la Cuenta Restringida para la amortización del capital y/o intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, pagos de comisiones y pago de proveedores. El periodo de Emergencia no se trasladarán flujos a la Cuenta Restringida y su periodo de restitución será de hasta dieciocho meses posteriores al periodo de emergencia. De acuerdo con la modificación de Cesión FTHVFOV02 se realizan los siguientes ajustes: Durante el periodo de Emergencia no se realizarán los pagos correspondientes cuota de cesión pactada originalmente, los flujos no cedidos durante el periodo durante el periodo de emergencia serán restituidos en un periodo de hasta veinticuatro meses posteriores a la emergencia. Durante el periodo no se abonarán flujos a la Cuenta Restringida, terminado el PERÍODO DE EMERGENCIA se procederá a restituir el monto de la Cuenta

¹ Cifras reportadas por FOVIAL.

² Cifras reportadas por FOVIAL.

	Restringida según lo establecido en el PERÍODO DE RESTITUCIÓN DE LA CUENTA RESTRINGIDA; una vez finalizado el PERÍODO DE RESTITUCIÓN DE LA CUENTA RESTRINGIDA, se abonará a la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida.
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 FTHVFOV 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: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Detalle de la Emisión

CONCEPTO	DETALLE
Denominación del Tramo	VTHVFOV 02
Monto del Tramo	Hasta US\$50,000,000.00
Saldo de la Emisión³	US\$ 16,851,852
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: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

DETALLE DE TRAMOS EMITIDOS⁴

Estado	Tramo	Monto del Tramo	Monto Vendido US\$	Saldo Vigente US\$	Capital Pagado US\$	Plazo Emisión (meses)	Fecha de colocación	Fecha de Vencimiento	Tasa por Pagar
Emitido	Tramo 1	35,000,000	35,000,000	16,851,852	16,851,552	168	04/11/2013	04/11/2027	6.75%

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Operatividad de la Estructura de Titularización

Se abrieron las siguientes cuentas en el Banco Davivienda, S.A., a nombre del Fondo de Titularización:

- Cuenta Discrecional.
- Cuenta Restringida.
- Cuenta Colectora.

³ Saldo al 30 de junio de 2021, de acuerdo con la información presentada por Hencorp Valores, Ltda, Titularizadora

⁴ Autorizados por la Superintendencia del Sistema Financiero.

FOVIAL instruyó al Ministerio de Hacienda (a través de una 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.

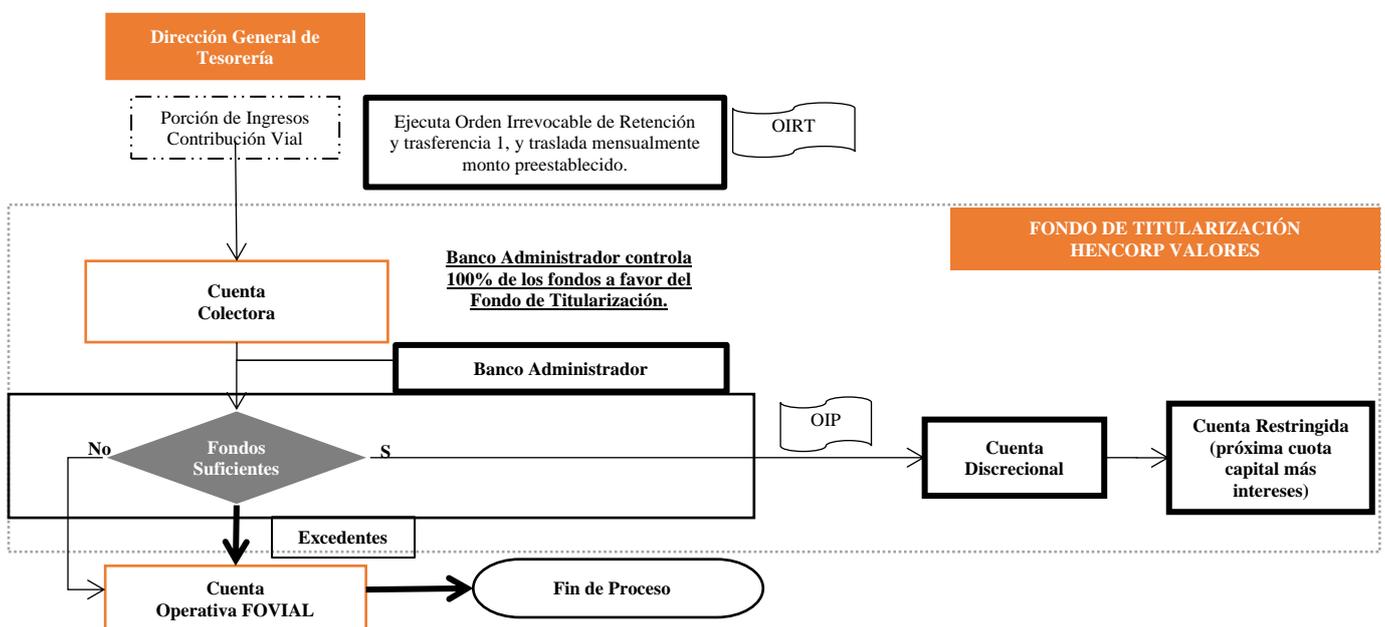
La Cuenta Colectora es administrada por el Banco Administrador de acuerdo con contrato firmado por el Banco, La Titularizadora y FOVIAL, y cuenta con los fondos mencionados anteriormente.

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:

- (i) La Cuenta Discrecional es la utilizada para recibir los fondos del originador, pagar a los inversionistas, cubrir gastos y transferir fondos, y recibir fondos de la Cuenta Restringida.
- (ii) 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.
- (iii) De la Cuenta Discrecional se transfiere mensualmente una cantidad determinada para completar el monto del Depósito Restringido, hasta alcanzar su monto máximo.

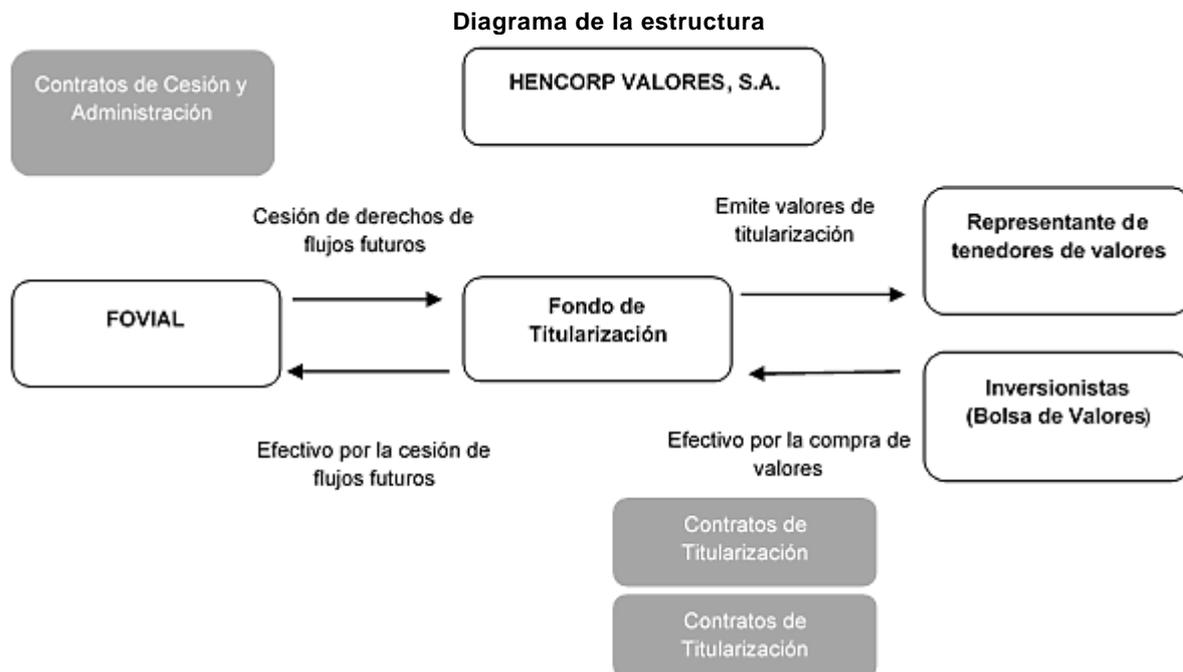
Mecanismo de asignación de flujos



Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Estructura de colocación 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, (Banco Central de Reserva).



Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Factores de riesgo asociados con la titularización	
Riesgo de Mora	Riesgo asociado a una posible disminución en el pago de los servicios que presta FOVIAL, este riesgo se refiere a cualquier evento que redunde a una disminución en los ingresos de la institución.
Riesgo Regulatorio	FOVIAL es una entidad regulada por las Leyes de El Salvador. Cambios regulatorios podrían ocasionar un impacto en la forma y monto de las transferencias de la contribución especial de conservación vial.

Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR

Factores de riesgo asociados con la emisión	
Riesgo de Liquidez	Es el riesgo que un inversionista no pueda obtener liquidez financiera mediante la venta de los Valores de Titularización en el mercado secundario local o mediante la realización de operaciones de reporto a nivel local.
Riesgo de Mercado	Es el riesgo de posibles pérdidas en que podrían incurrir los inversionistas debido a cambios en los precios de los Valores de Titularización por variaciones en las tasas de interés del mercado y otras variables exógenas.
Riesgo de Tasa de Interés	Es el riesgo de cambio en las tasas de interés en el mercado para instrumentos de similar plazo y riesgo que puedan ser más competitivas que la tasa fija de la presente emisión de Valores de Titularización.

Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR

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 permiten 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 o 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

Reseña

El 17 de diciembre de 2007 fue publicada de la Ley de Titularización de Activos, aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. El 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp constituyó una Sociedad Titularizadora en El Salvador, la cual se denomina Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora.

El Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero en sesión No. CD-47/2016, de fecha 29 de diciembre de 2016, autorizó la modificación del Pacto Social de la Sociedad Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, por transformación de la naturaleza jurídica de Sociedad Anónima a Sociedad de Responsabilidad Limitada, denominándose Hencorp Valores, Limitada, Titularizadora.

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora es el brindarles liquidez a activos propiedad del sector corporativo salvadoreño, regional y otras entidades del sector público, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales, introduciendo de esta forma, un mecanismo adicional que provea financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzca nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables.

Accionistas y Consejo de Gerentes

En el siguiente cuadro se detallan los principales Participantes Sociales y Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora:

Participantes Sociales		Concejo de Gerentes	
Participantes Sociales	Participantes Sociales	Cargo	Nombre
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%	Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%	Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Total	100%	Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
		Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
		Gerente Suplente	Felipe Holguín
		Gerente Suplente	Roberto Arturo Valdivieso
		Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
		Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés

Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR

Experiencia y participación de mercado

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora es una empresa autorizada por el regulador local para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. La Ley de Titularización de Activos fue aprobada en noviembre de 2007 y su normativa de aplicación, recién a inicios de 2010. Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales, lo que ha hecho posible que la Titularizadora a la fecha de análisis tenga colocados más de US\$900 MM en el mercado salvadoreño, equivalentes a más de 15 Fondos de Titularización que representan un 70% de participación total del mercado.

Gestión de riesgos

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, para mitigar los riesgos asociados al correcto desempeño de sus actividades económicas y en cumplimiento con lo establecido en las Normas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades Bursátiles (NPR-11), emitidas por el BCR, ha elaborado un Manual de Gestión de Riesgos con el propósito de identificar, medir, controlar, monitorear y comunicar riesgos, metodologías y herramientas que se emplean en los diferentes procesos y líneas de negocio de Hencorp Valores y sus fondos administrados.

Adicional a lo anterior, Hencorp Valores cuenta con una Auditoría Externa, regulada por el Banco Central de Reserva y supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero, para tener una amplia gama de acciones que le permitan el manejo óptimo de los riesgos que pudiesen afectar la estrategia, los procesos, los proyectos o las nuevas inversiones del negocio.

Resultados financieros

Por la naturaleza del negocio de la Titularizadora Hencorp Valores, LTDA., es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía, en ese sentido, a junio de 2021 la Titularizadora presentó un comportamiento estable en su razón corriente, pasando de 4.0 veces en junio 2020 a 3.8 veces a la fecha de análisis, manteniendo una buena capacidad financiera para responder a sus obligaciones de corto plazo.

LIQUIDEZ (VECES)							
Liquidez	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Razón Corriente	3.1	3.2	2.4	3.2	3.3	4.0	3.8

Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR

Por su parte, las utilidades netas reportadas a la fecha de análisis alcanzaron los US\$821 miles (junio 2020: US\$618 miles), mostrando un importante crecimiento del 32.94%. Esto influyó en una mejora en los indicadores de rentabilidad ubicando al ROA en 53.4%, superior al 45.3% del período anterior. Asimismo, el ROE se ubicó en 72.6%, evidenciando un crecimiento del 12.5 p.p. respecto a jun 2020 (60.2%).

ROA Y ROE (%)							
Rentabilidad	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
ROA	34.4%	34.6%	28.8%	34.6%	32.9%	45.3%	53.4%
ROE	50.6%	49.9%	49.1%	50.6%	47.2%	60.2%	72.6%

Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / 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).

Consejo Directivo y Plana Gerencial

Al 30 de junio de 2021, el Consejo Directivo de FOVIAL está integrado por el presidente (Ministro de Obras Públicas), cinco directores propietarios y cinco directores suplentes:

CONSEJO DIRECTIVO DE FOVIAL	
NOMBRE	CARGO
Lic. Edgar Romeo Rodríguez Herrera	Presidente / Ministro de Obras Públicas
Ing. German Alcides Alvarenga Flores	Director Propietario
Ing. José Antonio Velásquez Montoya	Director Propietario
Lic. Rafael Enrique Renderos Cuéllar	Director Propietario
Lic. René Alberto Vásquez Garay	Director Propietario
Ing. Ricardo Salvador Ayala Kreutz	Director Propietario
Lic. Félix Raúl Betancourt Menéndez	Director Suplente
Ing. Herbert Danilo Alvarado	Director Suplente
Lic. José Francisco Menjívar	Director Suplente
Lic. Mónica Altagracia Marín Cruz	Director Suplente
Lic. Rufino Ernesto Henríquez López	Director Suplente

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

PLANA GERENCIAL	
NOMBRE	CARGO
Ing. Álvaro Ernesto O'byrne Cevallos	Director Ejecutivo
Ing. Rodas Aníbal Hernández 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 Valencia	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

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Análisis cuantitativo del originador

Activos

Al período de análisis, los activos de FOVIAL ascendieron a US\$ 160.76 millones, reflejando un crecimiento interanual de 24.66%, como resultado del incremento en los fondos disponibles (+33.04%), impulsados por la expansión registrada en los deudores monetarios (+110.62%), producto de las transferencias de capital recibidas para proyectos de recuperación de la infraestructura vial del país.

En términos de estructura, los fondos disponibles representaron la mayor parte del total de activo de FOVIAL, reflejando una participación de 88.94%, seguido de las inversiones financieras (10.19%), mientras que las inversiones en existencias e inversiones en bienes de uso presentaron una participación de 0.87%.

ESTRUCTURA DEL ACTIVO (MILLONES US\$)

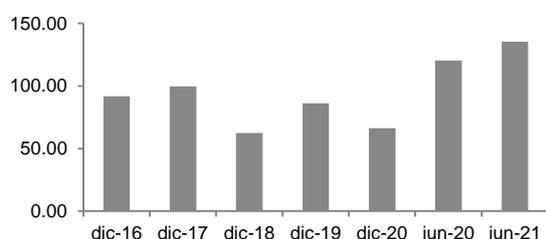
Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Fondos	34.93	58.13	48.06	63.02	43.32	107.48	142.99
Inversiones Financieras	67.27	53.33	27.07	34.21	72.79	20.03	16.38
Inversiones en existencias	0.02	0.00	0.00	0.01	0.03	0.04	0.01
Inversiones en bienes de uso	1.48	1.43	1.39	1.41	1.39	1.42	1.40
Activo Total	103.69	112.90	76.52	98.65	117.53	128.97	160.7

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

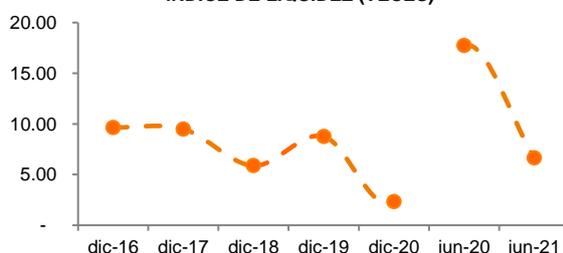
Liquidez

A junio 2021, el fondo de maniobra de FOVIAL se ubicó en US\$ 135.24 millones, mostrando un crecimiento de +12.52% respecto a junio 2020, derivado del incremento en los fondos disponibles en mayor proporción que los depósitos de terceros y los acreedores financieros, que en conjunto presentaron un alza de US\$ 23.94 millones (junio 2020: US\$ 7.18 millones), asociado principalmente al crecimiento de los acreedores financieros (+252.72%) a consecuencia del pago a compañías de servicios de construcción, señalización vial, entre otros. Lo anterior, provocó que el indicador de liquidez general se ubicara en menor posición respecto al período anterior, pasando de 17.75 veces en junio 2020 a 6.65 veces al período de análisis, retornando a los niveles prepandemia. Cabe destacar que el aumento reflejando en la liquidez a junio 2020 se debe a que no se ejecutaron los proyectos presupuestados debido al cierre por COVID-19.

CAPITAL DE TRABAJO (MILLONES US\$)



ÍNDICE DE LIQUIDEZ (VECES)



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Pasivos y Patrimonio

A junio 2021, el pasivo total registrado por FOVIAL ascendió a US\$124.73 millones, reportando un leve incremento de 1.35% respecto junio 2020, derivado del aumento de los deudores financieros en +US\$16.17 millones (252.72%), a consecuencia de los compromisos de corto plazo adquiridos por la institución con compañías de servicios de construcción y señalización. Por su parte, el endeudamiento interno mostró una disminución interanual de 18.77% (-US\$10.88 millones), producto de la amortización de deuda con el fondo de titularización. Asimismo, el endeudamiento externo presentó una reducción de 7.49% (-US\$4.28 millones) como resultado del pago a capital de la deuda contratada con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE).

A la fecha de análisis, los pasivos de FOVIAL se encuentran conformados por cuatro principales fuentes de financiamiento: Endeudamiento interno con una participación del 37.75% del total de los pasivos, dicha cuenta es originada por las obligaciones a los fondos de titularización; seguido del endeudamiento externo con una participación de 42.38%, producto del préstamo contratado con el BCIE; en cuanto a los acreedores financieros, estos componen el 18.09%, los cuales comprenden las cuentas por pagos provisionales por normas legales, incluidas las provisiones de mantenimiento periódico y rutinario, señalización vial, obras de paso y mantenimiento de caminos rurales representados por contratos. En cuanto a los depósitos de terceros, estos representan el 1.11% de los pasivos y corresponden a retenciones del 1% sobre el precio de bienes o servicios que adquiere FOVIAL.

ESTRUCTURA DEL PASIVO (MILLONES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Depósitos de terceros	0.69	0.71	0.77	0.89	1.38	0.78	1.38
Acreedores monetarios	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.81	0.85
Endeudamiento Interno	97.94	87.48	74.90	63.60	52.45	57.95	47.08
Endeudamiento Externo	72.71	68.43	64.15	59.27	55.00	57.13	52.86
Acreedores financieros	9.90	11.03	12.01	10.20	48.44	6.40	22.56
Pasivo Total	181.23	167.65	151.83	133.97	157.26	123.07	124.73

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

A la fecha de análisis, el patrimonio total fue de US\$36.05 millones, superior al reportado en junio 2020 (US\$5.89 millones), producto de la mejora en el resultado del ejercicio actual, pasando de US\$41.21 millones a US\$75.78 millones a la fecha de análisis, como efecto del incremento en los ingresos de gestión en +51.45%, en mayor medida que el crecimiento en los gastos de gestión (+32.75%). Cabe destacar que FOVIAL invierte la mayor parte de sus ingresos en la reparación y mantenimiento de la red vial, de propiedad pública, por lo que éste solo puede ser considerado como gasto y no en inversiones de activo.

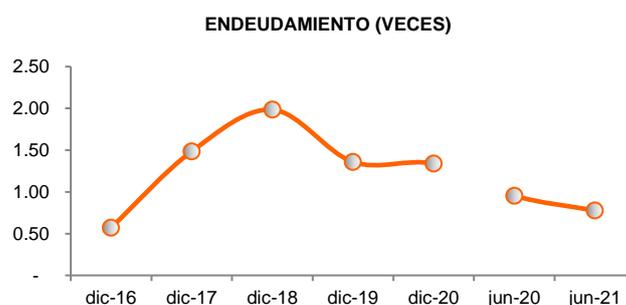
ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO (MILLONES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Patrimonio	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81
Resultado de ejercicios anteriores	-113.54	-100.35	-77.57	-98.13	-58.13	-58.13	-62.55
Resultado del ejercicio actual	13.19	22.78	-20.56	40.00	-4.42	41.21	75.78
Detrimento patrimonial	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Patrimonio Total	-77.54	-54.76	-75.32	-35.32	-39.74	5.89	36.04

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Endeudamiento y Solvencia

A junio de 2021, la razón de endeudamiento⁵ de FOVIAL fue de 0.78 veces, inferior a la reportada en junio 2020 (0.95 veces), como resultado del incremento de los activos (+24.66%), los cuales crecieron en mayor proporción que los pasivos totales (+1.35%).



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Análisis de resultados

A junio 2021, los ingresos totales de FOVIAL fueron de US\$170.58 millones, presentando un importante crecimiento de (+51.45%) respecto a junio 2020, derivado de mayores transferencias de capital recibidas (+46.13%) que corresponden a las transferencias de fondos que recibe el FOVIAL de la Dirección General de Tesorería a través del Ministerio de Obras Públicas, Transporte, Vivienda y Desarrollo Urbano. La principal fuente de ingresos se origina por las contribuciones obligatorias que realizan los importadores o refinadores por la venta de diesel, gasolina o mezclas de carburantes⁶.

COMPOSICIÓN DE INGRESOS (MILLONES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Financieros y Otros	3.36	2.34	1.25	1.75	2.36	1.17	0.69
Por Transferencias Corrientes Recibidas	0.13	0.06	0.06	0.04	0.19	36.65	59.47
Por Transferencias de Capital Recibidas	110.03	113.09	124.49	145.55	144.22	74.80	109.31
Por Derechos y Multas	-	-	-	-	-	-	-
Por Venta de Bienes y Servicios	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
Por Actualizaciones y Ajustes	3.53	0.10	1.03	0.81	0.49	0.01	1.11
INGRESOS TOTALES	117.05	115.59	126.83	148.14	147.27	112.63	170.58

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

En relación con los gastos de gestión, la principal cuenta de FOVIAL es la inversión pública, la cual se comporta de manera volátil dependiendo de las necesidades particulares de 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.

A la fecha de análisis, los gastos totales se ubicaron en US\$94.60 millones, equivalente a un incremento del 32.75% respecto a junio 2020, como resultado del aumento de los gastos por transferencias otorgadas los cuales se registraron en US\$59.45 millones, presentando una variación interanual de (+62.27%), esta cuenta se compone de gastos por subvenciones y subsidios a los diferentes sectores del país e inclusive el exterior.

⁵ Pasivo total / Activo total

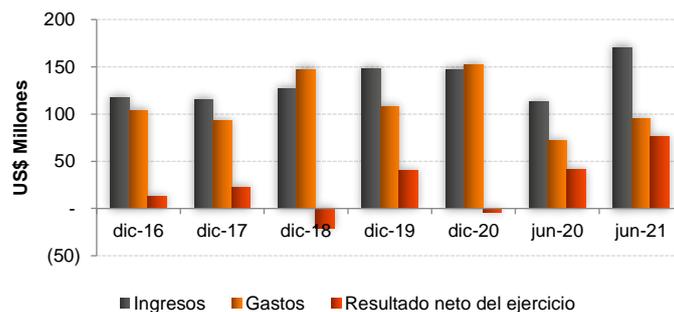
⁶ Contribución equivalente a US\$0.20 por cada galón de gasolina.

GASTOS DE GESTIÓN (MILLONES US\$)							
Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Inversión Pública	85.55	78.61	133.12	95.69	140.40	29.58	27.19
Personal	2.43	2.48	2.49	2.88	3.04	1.40	1.44
Bienes de consumo y servicios	0.85	0.74	0.93	1.01	0.93	0.32	0.33
Bienes capitalizables	0.01	0.00	0.04	0.02	0.06	0.00	0.01
Financieros y otros	14.73	10.65	9.95	8.14	6.62	3.12	3.50
Por transferencias otorgadas	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	36.63	59.45
Costos de ventas y cargos calculados	0.26	0.29	0.37	0.40	0.46	0.19	0.19
Por actualizaciones y ajustes	0.00	0.05	0.49	0.00	0.17	0.17	2.58
GASTOS TOTALES	103.86	92.81	147.39	108.14	151.68	71.42	94.80

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Por su parte, los gastos financieros se ubicaron en US\$ 3.02 millones, equivalente a un aumento del 18.09% (US\$0.38 millones) respecto a junio 2020, como resultado de los pagos de intereses de préstamos contratados con el BCIE y los valores de titularización emitidos.

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 las cesiones de los tres fondos de titularización no sobrepase el 20% de sus ingresos, tal como lo dicta el Decreto N°110 aprobado por la Asamblea Legislativa de la Republica de El Salvador.

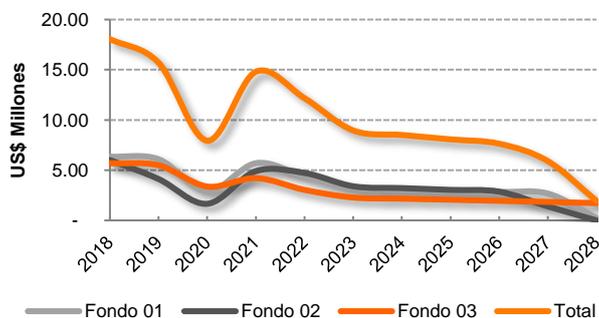
En conjunto, a la fecha de análisis la cesión a los fondos de titularización representa el 4.57% de los ingresos totales del FOVIAL, equivalentes a un monto cedido de US\$7.80 millones.

CESIÓN DE FONDOS PROYECTADOS (MILLONES US\$)

Escenario	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Fondo 01	6.09	2.91	5.70	4.40	3.28	3.13	2.97	2.83	2.67	0.22
Fondo 02	6.18	1.65	4.90	4.72	3.40	3.22	3.04	2.86	1.39	-
Fondo 03	5.62	3.37	4.21	3.04	2.28	2.16	2.06	1.95	1.84	1.72
Total	17.89	7.93	14.81	12.16	8.95	8.51	8.07	7.64	5.90	1.94

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

CESIÓN DE INGRESOS



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Niveles de cobertura de los ingresos percibidos por FOVIAL:

Luego del comportamiento positivo en la demanda de combustible, el cual a junio 2021 evidenció uno de los niveles más altos en los últimos 5 años; los niveles de recaudación por contribución vial han mejorado, registrando a la fecha de análisis US\$ 52.9 millones, reflejando un aumento de 29.16% respecto a junio 2020 (US\$ 41.0 millones).

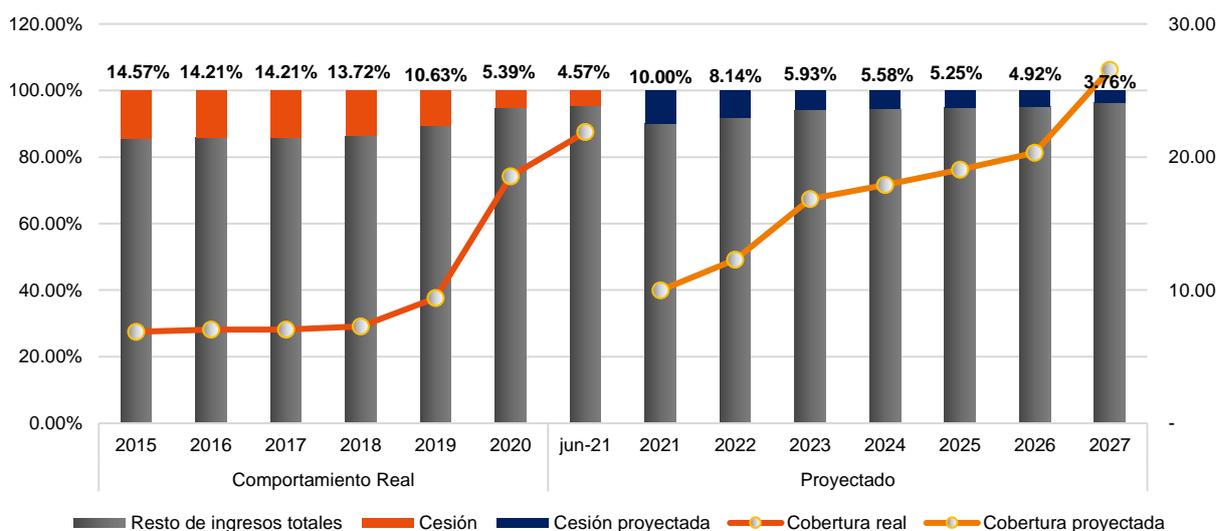
COBERTURA DE LA CESIÓN (MILLONES US\$)

Componente	Comportamiento real					
	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Ingresos Totales (US\$ MM)	115.59	126.83	148.14	147.27	112.63	170.58
Ingresos por contribución vial (US\$ MM)	89.00	92.51	96.09	83.48	41.0	52.9
Cesión total (US\$ MM)	16.42	17.40	15.74	7.93	6.58	7.80
Cobertura por Ingresos Totales (veces)	7.0	7.3	9.4	18.6	17.11	21.87
Cobertura por Contribución Vial (veces)	5.4	5.3	6.1	10.5	6.22	6.79
Cesión/Ingresos Totales (%)	14.21	13.72	10.63	5.39	5.85	4.57
Cesión/Contribución vial (%)	18.45	18.81	16.38	9.50	16.07	14.74

Fuente: FOVIAL - Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Finalmente, se destaca el comportamiento de los ingresos de FOVIAL los cuales han permitido holgados niveles de cobertura sobre ingresos por contribución vial de 6.79 y sobre los ingresos totales de 21.87 veces, posicionándose por encima del promedio de los últimos 5 años. A la fecha de análisis, la cesión total fue de US\$ 7.8 millones, evidenciando un aumento del 18.54% respecto a la cesión total a junio 2020, considerando que a esta fecha la estructura de cesión se encontraba ajustada por las medidas COVID-19.

PARTICIPACIÓN DE CESIÓN ANUAL SOBRE INGRESOS Y COBERTURAS (PORCENTAJE / VECES)



Fuente: FOVIAL - Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Cumplimiento de resguardos financieros

- Razón de cesión de flujos a ingresos totales de FOVIAL.** 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. A la fecha de análisis, la cesión de las titularizaciones representó el 4.57% de los ingresos totales, ubicándose por debajo del presentado a junio 2020 (5.85%), derivado del favorable comportamiento de los ingresos, permitiendo tener superiores niveles de cobertura que amparan la emisión. Cabe destacar que a junio 2020 el fondo se encontraba en un periodo de reestructuración que redujo las cuotas de cesión para ese periodo.
- Razón de endeudamiento del FOVIAL.** De acuerdo con lo establecido en el prospecto de la emisión, se considera la relación endeudamiento total a ingresos totales anuales de FOVIAL, la cual 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.

Durante la vigencia de las emisiones se obtiene un nivel promedio de 0.99 veces. Sin embargo, en lo que va de la emisión, este nivel no ha superado dicho límite y a junio 2021, el indicador resultó de 0.56 veces.

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

Anexos

Resumen de los Estados Financieros

ESTADOS FINANCIEROS NO AUDITADOS FOVIAL

BALANCE GENERAL (EN MILLONES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
ACTIVOS							
Fondos	34.93	58.13	48.06	63.02	43.32	107.48	142.99
Inversiones Financieras	67.27	53.33	27.07	34.21	72.79	20.03	16.38
Inversiones en existencias	0.02	0.00	0.00	0.01	0.03	0.04	0.01
Inversiones en bienes de uso	1.48	1.43	1.39	1.41	1.39	1.42	1.40
TOTAL	103.69	112.90	76.52	98.65	117.53	128.97	160.78
PASIVOS							
Depósitos de terceros	0.69	0.71	0.77	0.89	1.38	0.78	1.38
Acreedores monetarios	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.81	0.85
Endeudamiento Interno	97.94	87.48	74.90	63.60	52.45	57.95	47.08
Endeudamiento Externo	72.71	68.43	64.15	59.27	55.00	57.13	52.86
Acreedores financieros	9.90	11.03	12.01	10.20	48.44	6.40	22.56
TOTAL	181.23	167.65	151.83	133.97	157.26	123.07	124.73
PATRIMONIO							
Patrimonio	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81
Resultado de ejercicios anteriores	-113.54	-100.35	-77.57	-98.13	-58.13	-58.13	-62.55
Resultado del ejercicio actual	13.19	22.78	-20.56	40.00	-4.42	41.21	75.78
Detrimento patrimonial	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Patrimonio Total	-77.54	-54.76	-75.32	-35.32	-39.74	5.89	36.04
Total pasivo + Patrimonio	103.69	112.90	76.52	98.65	117.52	128.97	160.78

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (EN MILLONES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Financieros y Otros	3.36	2.34	1.25	1.75	2.36	1.17	0.69
Por Transferencias Corrientes Recibidas	0.13	0.06	0.06	0.04	0.19	36.65	59.47
Por Transferencias de Capital Recibidas	110.03	113.09	124.49	145.55	144.22	74.80	109.31
Por Derechos y Multas	0.00	0.00	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	0.00	0.00
Por Actualizaciones y Ajustes	3.53	0.10	1.03	0.81	0.49	0.01	1.11
INGRESOS TOTALES	117.05	115.59	126.83	148.14	147.27	112.63	170.58
Inversión Pública	85.55	78.61	133.12	95.69	140.40	29.58	27.19
Personal	2.43	2.48	2.49	2.88	3.04	1.40	1.44
Bienes de consumo y servicios	0.85	0.74	0.93	1.01	0.93	0.32	0.33
Bienes capitalizables	0.01	0.00	0.04	0.02	0.06	0.00	0.01
Financieros y otros	14.73	10.65	9.95	8.14	6.62	3.12	3.50
Por transferencias otorgadas	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	36.63	59.45
Costos de ventas y cargos calculados	0.26	0.29	0.37	0.40	0.46	0.19	0.19
Por actualizaciones y ajustes	0.00	0.05	0.49	0.00	0.17	0.17	2.68
GASTOS TOTALES	103.86	92.81	147.39	108.14	151.68	71.42	94.80
Resultado neto del ejercicio	13.19	22.78	-20.56	40.00	-4.42	41.21	75.78

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

ESTADOS FINANCIEROS AUDITADOS FONDO DE TITULARIZACIÓN

BALANCE GENERAL (EN MILLONES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Bancos	2.52	2.60	1.82	1.87	0.57	0.86
Cartera de inversiones	2.07	1.97	1.05	1.00	-	-
Activos en titularización	8.07	6.02	4.12	3.94	4.90	5.05
Rendimientos por cobrar	0.01	0.00	0.00	0.00	-	-
Activo corriente	12.66	10.59	6.99	6.81	5.47	5.91
Activos en titularización largo plazo	35.32	29.30	25.18	21.24	18.62	16.25
Activo no corriente	35.32	29.30	25.18	21.24	18.62	16.25

TOTAL ACTIVO	47.98	39.89	32.17	28.05	24.09	22.16
Comisiones por pagar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Otras cuentas por pagar	-	-	-	-	-	0.10
Obligaciones por titularización de activos	6.29	6.23	2.84	2.81	2.87	2.77
Pasivo corriente	6.29	6.23	2.84	2.81	2.87	2.77
Obligaciones por titularización de activos	29.26	23.33	20.74	18.15	15.56	14.26
Ingresos diferidos	11.93	9.66	7.79	6.20	4.84	4.49
Pasivo no corriente	41.19	33.00	28.53	24.35	20.40	18.75
Reservas de excedentes anteriores	0.34	0.50	0.66	0.80	0.89	0.64
Excedentes del ejercicio	0.16	0.16	0.14	0.09	(0.06)	0.82
Excedente acumulado del fondo de titularización	0.50	0.66	0.80	0.89	0.82	-0.19
TOTAL PASIVO	47.98	39.89	32.17	28.05	24.09	22.16

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (EN MILLONES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Ingresos de operación y administración	2.66	2.27	1.88	1.59	1.36	0.71	0.35
ingresos por inversiones	0.09	0.09	0.07	0.04	0.03	0.02	0.00
Otros ingresos	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.01	0.00
TOTAL INGRESOS	2.78	2.39	1.98	1.65	1.41	0.75	0.35
Por administración y custodia	0.01	0.01	0.01	0.01	0.05	0.00	0.02
Por clasificación de riesgo	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
Por auditoría externa y fiscal	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Por pago de servicio de la deuda	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Por servicio de la evaluación	-	0.00	-	0.00	0.02	0.00	0.00
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	0.02	0.02	0.02	0.02	0.08	0.00	0.00
Intereses valores titularización	2.50	2.13	1.75	1.48	1.39	0.02	0.04
GASTOS FINANCIEROS	2.50	2.13	1.75	1.48	1.39	0.67	0.50
Otros gastos	0.09	0.08	0.06	0.06	0.00	0.67	0.50
TOTAL GASTO	2.61	2.22	1.84	1.56	1.48	0.02	0.00
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	0.16	0.16	0.14	0.09	(0.06)	0.72	0.54

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

ESTADOS FINANCIEROS AUDITADOS DE HENCORP VALORES

BALANCE GENERAL HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA (US\$ MILES)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	Jun-20	Jun-21
ACTIVO							
Efectivo y sus equivalentes							
Bancos e intermediarios financieros no bancarios	354	143	1,430	666	2,543	1,535	1,748
Inversiones financieras	2,855	2,987	2,395	2,493	143	143	143
Cuentas y documentos por cobrar	766	726	760	879	1,045	933	1,071
Cuentas y documentos por cobrar relacionadas.	103	108	91	90	92	85	70
Rendimientos por cobrar	6	2	3	2	19	3	-
Impuestos	67	57	60	62	54	19	30
Activo corriente	4,151	4,023	4,740	4,192	3,897	2,719	3,063
Muebles	45	22	9	8	10	7	10
Activo no corriente	45	22	9	8	10	7	10
Total activo	4,196	4,045	4,750	4,199	3,907	2,726	3,073
PASIVO							
Cuentas por pagar	721	486	486	568	497	279	339
Cuentas por pagar relacionadas	-	-	150	130	147	130	121
Impuestos por pagar	620	603	590	631	544	264	352
Dividendos por pagar	-	150	741	-	-	-	-
Pasivo corriente	1,341	1,239	1,967	1,329	1,188	673	811
Pasivo no corriente	-	-	-	-	-	-	-
Total pasivo	1,341	1,239	1,967	1,329	1,188	673	811
PATRIMONIO							
Capital	1,165	1,165	1,177	1,177	1,200	1,177	1,200

Reservas de capital	233	233	233	235	235	235	240
Resultados	1,457	1,408	1,372	1,458	1,284	641	821
Resultados acumulados de ejercicios anteriores	13	7	5	5	0	23	-
Resultados del presente período	1,444	1,401	1,367	1,453	1,283	618	821
Total patrimonio	2,855	2,806	2,782	2,871	2,719	2,053	2,261
Total pasivo más patrimonio	4,196	4,045	4,750	4,199	3,907	2,726	3,073
Cuentas contingentes de compromiso y control propias							
Cuentas contingentes de compromiso deudoras	518,884	633,428	607,068	628,854	654,915	613,634	669,968
Otras contingencias y compromisos	518,884	633,428	607,068	628,854	654,915	613,634	669,968
Total	518,884	633,428	607,068	628,854	654,915	613,634	669,968
Contingentes de compromiso y control acreedoras							
Cuentas contingentes y de compromisos	518,884	633,428	607,068	628,854	654,915	613,634	669,968
Responsabilidad por otras contingencias y compromisos	518,884	633,428	607,068	628,854	654,915	613,634	669,968
Total	518,884	633,428	607,068	628,854	654,915	613,634	669,968

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

**ESTADO DE RESULTADOS
HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA
(US\$ MILES)**

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Ingresos de explotación	3,427	3,280	3,343	3,501	3,055	1,479	1,845
Ingresos por titularización de activos	3,427	3,280	3,343	3,501	3,055	1,479	1,845
Costos de explotación	1,384	1,290	1,394	1,432	1,290	612	699
Gastos de operación por titularización de activos	2	12	93	80	15	9	1
Gastos generales de administración y de personal de operaciones de titularización	1,358	1,254	1,285	1,348	1,272	602	696
Gastos por depreciación, amortización y deterioro por operaciones corrientes	24	25	16	4	3	1	2
Resultados de operación	2,043	1,990	1,949	2,069	1,765	867	1,146
Ingresos financieros	74	41	40	17	65	15	27
Ingresos por inversiones financieras	73	36	37	13	24	5	2
Ingresos por cuentas y documentos por cobrar	1	1	3	5	41	10	25
Otros ingresos financieros	-	4	-	-	-	-	-
Gastos financieros	53	27	36	10	7	0	0
Gastos por obligaciones con instituciones financieras	-	1	1	-	-	-	-
Gastos por cuentas y documentos por pagar	53	24	3	1	0	0	0
Otros gastos financieros	-	-	5	9	7	-	-
Pérdidas en venta de activos	-	2	27	-	-	-	-
Resultados antes de impuestos	2,064	2,004	1,953	2,076	1,823	882	1,173
Impuesto sobre la renta	620	603	586	625	540	264	352
Resultados después de impuestos	1,444	1,401	1,367	1,451	1,283	618	821
Ingresos extraordinarios	-	0	-	2	-	-	-
Resultados netos del período	1,444	1,401	1,367	1,453	1,283	618	821

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

CESIONES DE FLUJO (US\$)

Período	Cesión	Período	Cesión	Período	Cesión	Período	Cesión
1	716,519.58	46	674,453.46	91	337,999.53	136	257,066.29
2	716,519.58	47	674,453.46	92	447,999.53	137	257,066.29
3	736,514.55	48	657,822.09	93	452,954.57	138	252,562.97
4	736,514.55	49	657,822.09	94	452,954.57	139	252,562.97
5	736,514.55	50	657,822.09	95	452,954.57	140	252,562.97
6	744,492.15	51	650,537.18	96	440,481.31	141	257,791.37
7	744,492.15	52	650,537.18	97	440,481.31	142	257,791.37
8	744,492.15	53	650,537.18	98	440,481.31	143	257,791.37
9	731,620.77	54	641,602.43	99	397,522.01	144	245,256.45
10	731,620.77	55	641,602.43	100	397,522.01	145	245,256.45
11	731,620.77	56	641,602.43	101	397,522.01	146	245,256.45
12	724,989.40	57	362,897.70	102	392,912.84	147	242,403.00
13	724,989.40	58	362,897.70	103	392,912.84	148	242,403.00
14	724,989.40	59	362,897.70	104	392,912.84	149	242,403.00
15	737,704.50	60	350,453.82	105	397,867.89	150	237,899.68
16	737,704.50	61	350,453.82	106	397,867.89	151	237,899.68
17	737,704.50	62	350,453.82	107	397,867.89	152	237,899.68
18	738,769.72	63	347,494.52	108	385,394.62	153	243,128.09
19	738,769.72	64	347,494.52	109	385,394.62	154	243,128.09
20	738,769.72	65	347,494.52	110	385,394.62	155	243,128.09
21	732,565.00	66	342,885.35	111	287,147.77	156	230,593.16
22	732,565.00	67	342,885.35	112	287,147.77	157	230,593.16
23	732,565.00	68	342,885.35	113	287,147.77	158	230,593.16
24	719,266.96	69	347,840.39	114	282,538.59	159	227,739.72
25	719,266.96	70	347,840.39	115	282,538.59	160	227,739.72
26	719,266.96	71	347,840.39	116	282,538.59	161	227,739.72
27	715,315.38	72	335,367.13	117	287,493.65	162	223,236.37
28	715,315.38	73	335,367.13	118	287,493.65	163	223,236.37

29	715,315.38	74	335,367.13	119	287,493.65	164	223,236.37
30	706,380.61	75	332,407.84	120	275,020.38	165	12,522.26
31	706,380.61	76	332,407.84	121	275,020.38	166	12,522.26
32	706,380.61	77	332,407.84	122	275,020.38	167	12,522.26
33	706,842.56	78	327,798.66	123	272,061.08	168	-
34	706,842.56	79	327,798.66	124	272,061.08	169	-
35	706,842.56	80	-	125	272,061.08	170	-
36	690,211.19	81	-	126	267,451.91	171	-
37	690,211.19	82	-	127	267,451.91	172	-
38	690,211.19	83	-	128	267,451.91	173	-
39	682,926.29	84	-	129	272,574.46	174	-
40	682,926.29	85	-	130	272,574.46	175	-
41	682,926.29	86	-	131	272,574.46	176	-
42	673,991.51	87	412,608.69	132	259,933.69	177	-
43	673,991.51	88	342,608.69	133	259,933.69	178	-
44	673,991.51	89	342,608.69	134	259,933.69	179	-
45	674,453.46	90	337,999.53	135	257,066.29	180	-

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.