

**FONDO DE TITULARIZACIÓN – HENCORP VALORES - FOVIAL
VALORES DE TITULARIZACIÓN FTHVFOV 04**

Comité No.169/2023	
Informe con EEFF no Auditados al 30 de junio de 2023	Fecha de comité: 9 de octubre de 2023
Periodicidad de actualización: Semestral	Institución Pública, El Salvador
Equipo de Análisis	
Emerson Rodríguez erodriguez@ratingspcr.com	Adrian Perez aperez@ratingspcr.com (503) 2266-9471

HISTORIAL DE CALIFICACIONES					
Fecha de información	dic-21	jun-22	sep-22	dic-22	jun-23
Fecha de comité	24/04/2022	14/10/2022	13/12/2022	12/04/2023	9/10/2023
Valores de Titularización Hencorp Valores FOVIAL 04					
Tramos por US\$118,205,000	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 menos "-" 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 de Clasificación de Riesgo, PCR decidió mantener la clasificación de **"AAA"** a todos los tramos de los **Valores de Titularización Hencorp Valores FOVIAL04**, con perspectiva **"Estable"**, con información auditada al 30 de junio 2023. La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización derivado del desempeño de los flujos de ingresos provenientes de la contribución vial, los cuales resultaron beneficiados por la demanda de combustible. No obstante, se toma en cuenta la ajustada solvencia del originador. Finalmente, se considera el cumplimiento de los resguardos financieros y los mecanismos operativos y legales de la emisión que dan solidez a la estructura del Fondo.

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 del Ministerio de Hacienda, y una orden irrevocable de pago suscrita con el Banco Hipotecario. Además, la emisión considera dos resguardos financieros en los cuales se obliga a no comprometer más del 50% de sus ingresos anuales y a mantener una relación de endeudamiento total a ingresos totales anuales no mayor a 4.20 veces. A la fecha de análisis, el Originador cumple satisfactoriamente ambos resguardos.
- **Originador percibió mayores ingresos provenientes del Sector Público.** A junio de 2023, los ingresos totales de FOVIAL ascendieron a US\$345.81 millones, mostrando un importante crecimiento de +US\$168.90 millones (+95.47%) respecto al periodo anterior. Este aumento fue principalmente impulsado por mayores transferencias corrientes del Sector Público, que crecieron en +US\$146.60 millones (+2.34 veces), seguido de las transferencias de capital que aumentaron en +US\$12.19 millones (+10.76%). Además, los ingresos financieros aumentaron en +US\$3.60 millones (4.99 veces) debido a las inversiones en Títulos de Valor. Por último, los ingresos por actualizaciones y ajustes aportaron +US\$6.50 millones al total. Cabe destacar que la cuota de cesión del Fondo representó el 2.37% de los ingresos totales del FOVIAL, cumpliendo con el resguardo financiero.
- **Estabilidad en la demanda de combustibles, mantiene adecuadas coberturas de cesión:** Durante el período examinado, la demanda de combustible compuesta por diésel, gasolinas y sus diversas combinaciones, alcanzó un volumen total de 275 millones de galones, experimentando un leve incremento anual del 3.15% en comparación con los 266 millones de galones registrados en junio de 2022. En este contexto, hasta junio de 2023, los ingresos por concepto de contribución vial de FOVIAL se ubicaron en US\$54.97 millones, presentando un incremento de +US\$1.68 millones (+3.15%) (Junio 2022: US\$53.29 millones). Dichos ingresos permitieron una cobertura por ingresos por contribución vial y multas de 8.80 veces al período de análisis.
- **Solvencia del Originador presionada ante mayores compromisos financieros adquiridos:** A la fecha de análisis, la razón de endeudamiento¹ se ubicó en 1.45 veces (junio 2022: 0.87 veces); como consecuencia del crecimiento en el pasivo de 1.43 veces (+US\$295.93 millones); lo anterior es producto de la deuda contraída con el BCIE por un monto de US\$100.00 millones, y de la emisión de tramos adicionales del Fondo 04 por +US\$34.92 millones (+34.83%). Cabe destacar que, a la fecha del presente informe se considera la redención anticipada de los fondos 01, 02 y 03.

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 a la ley de creación de la entidad, que estén orientadas a una disminución en 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 titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 25 de noviembre de 2021. 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. A partir de reciente Decreto No. 728², se ha establecido un cambio significativo en el proceso de recaudación de fondos, en el cual, los importadores y refinadores locales están ahora obligados a transferir contribuciones acumuladas a una cuenta bancaria designada por la entidad correspondiente. Sin embargo, este cambio ha presentado desafíos, ya que la entidad no dispone de información detallada sobre estas cuentas bancarias, lo que dificulta la validación de los ingresos.

Limitaciones Potenciales. Se 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

- El 26 de abril de 2023, la Asamblea Legislativa aprobó el Decreto No. 728, el cual establece que los importadores o refinadores locales tienen la responsabilidad de realizar transferencias a una cuenta bancaria designada por el FOVIAL. Estas transferencias corresponden a las contribuciones acumuladas del mes anterior. Además, se les requiere proporcionar al FOVIAL una declaración jurada del volumen facturado y/o

¹ Pasivo total / Activo total

² Hace referencia al Decreto que reforma la Ley del FOVIAL: estas reformas, especificadas en los artículos 1 y 2 del decreto, modifican las obligaciones de los importadores y refinadores locales, requiriéndoles transferir contribuciones acumuladas a una cuenta bancaria designada por el FOVIAL durante los primeros cinco días hábiles de cada mes. Asimismo, se les exige informar al FOVIAL, dentro del mes siguiente al período de recaudación, sobre las cantidades transferidas, acompañadas de una declaración jurada del volumen facturado y/o transferido.

transferido dentro del mes siguiente al período de recaudación. Estas medidas tienen como objetivo principal garantizar una recaudación eficiente de fondos que serán utilizados para mejorar la infraestructura vial.

- El 24 de marzo 2023, por medio de CEDEVAL, S.A de C.V, las emisiones FTHVFOV 01, FTHVFOV 02 y FTHVFOV 03 fueron redimidas en su totalidad con anticipación.

Panorama Internacional

Según las *Perspectivas económicas mundiales* del Banco Mundial, en su edición más reciente a enero de 2023, se pronostica una desaceleración del crecimiento global desde el 3.0% proyectado hace 6 meses, hasta un 1.7%, producto de la elevada inflación, el aumento de las tasas de interés, la reducción en las inversiones y por las perturbaciones de la invasión de Rusia a Ucrania; mientras que para 2024 se prevé una ligera recuperación, alcanzando una tasa de crecimiento de 2.7%. En ese sentido, para 2023 se espera una desaceleración generalizada con correcciones de pronósticos a la baja en el 95% de las economías avanzadas y para aproximadamente el 70% de las economías emergentes y en desarrollo.

En 2022, la inflación presionó a la mayoría de las economías del mundo, donde la mediana de la inflación global superó el 9% en la segunda mitad del año, alcanzando su nivel más alto desde 1995. En las economías emergentes y en desarrollo (EMDEs), ésta alcanzó casi el 10%, el nivel más alto desde 2008; mientras que en las economías avanzadas un poco más del 9.0%, la más alta desde 1982; la alta inflación es producto de factores tanto de oferta como de demanda. Por parte de la demanda, se encuentran el crecimiento acelerado por el efecto rebote posterior a la crisis de 2020 por la pandemia, así como los impactos retardados de las políticas macroeconómicas aplicadas. Mientras que, por el lado de la oferta, la escasez de productos básicos profundizada por la invasión de Rusia a Ucrania contribuyó sustancialmente al incremento del precio de la energía y los alimentos. Adicionalmente, en algunos países, condiciones más estrictas y desajustes en los mercados laborales propiciaron un aumento de los salarios y costos de insumos de producción.

En ese sentido, se espera que para 2023 la inflación se modere, pero aún será un factor determinante que sumado a las demás condiciones adversas que enfrenta la economía global, provocarán una ralentización del crecimiento económico, donde las economías avanzadas podrían experimentar desaceleraciones de su crecimiento desde 2.5% en 2022 a 0.5% en 2023, lo que podría elevar las alertas, dado que estas magnitudes han sido la antesala de una recesión mundial en las dos últimas décadas, según datos del Banco Mundial. En Estados Unidos se espera que el crecimiento se reduzca en 1.9 p.p. hasta ubicarse en 0.5% en 2023, comparado con las proyecciones previas y alcanzando una de las peores tasas de crecimiento desde las recesiones oficiales en la década de 1970. Por su parte, se espera que la zona euro no registre avances y China prevé un crecimiento de 4.3%, 0.9 p.p. por debajo de los pronósticos anteriores.

Para la región de América Latina y el Caribe, se estimó un crecimiento económico de 3.6% para el 2022; sin embargo, para 2023 se pronostica una desaceleración marcada con un crecimiento económico de 1.3%, mientras que para 2024 se esperaría una ligera recuperación ubicándose en 2.4%. Se estima que las condiciones económicas globales, en conjunto con el lento crecimiento de las economías desarrolladas como Estados Unidos y China reduzcan las exportaciones a la vez que se sigan manteniendo las condiciones financieras restrictivas por el aumento de las tasas de interés de Estados Unidos. Adicionalmente, según el Banco Mundial, la inversión regional disminuirá debido al costo del financiamiento, escasa confianza empresarial e incertidumbre normativa. De igual forma, para Centroamérica se estima un crecimiento de 3.2% en 2023, afectado por el efecto de la desaceleración de la economía estadounidense sobre las exportaciones en la región y menor ingreso de remesas.

Adicionalmente, las condiciones de endeudamiento de muchas economías emergentes y en desarrollo ya se dirigen hacia un camino de vulnerabilidad y dadas las presiones económicas globales es probable que la sostenibilidad fiscal se erosione aún más debido a las perspectivas de crecimiento menores y al aumento de los costos de la deuda. El escenario de bajo crecimiento, sumado a las medidas de los gobiernos para proteger a las poblaciones más vulnerables por medio de subsidios y recortes a los impuestos de consumo han tensado aún más los presupuestos fiscales de muchos países que ya cuentan con elevados niveles de deuda pública, que les restringe aún más el acceso a los mercados financieros internacionales.

Desempeño Económico

Según datos del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), la actividad económica se ha moderado pero aún muestra un comportamiento ligeramente por encima de niveles prepandemia. A junio de 2023, el Producto Interno Bruto (PIB), en términos reales, registra un crecimiento interanual de 3.0%. La actividad económica se ha visto presionada por las condiciones inflacionarias globales por el aumento de precios de alimentos y energía, y la subida en los tipos de interés por parte de la FED. Los sectores que muestran un mayor dinamismo son Construcción con 22.8%, Electricidad (16.8%), Servicio profesionales, técnicos y científicos (11.4%), Minas y canteras (9.4%), Esparcimiento (8.4%), Servicios del Gobierno (6.7%) y Servicios financieros (6.2%). Por su parte, al analizar el comportamiento del PIB por el enfoque del gasto, a junio de 2023, se observa un aumento del consumo privado de 1.4%; mientras que el consumo público registró un incremento de 5.3%.

Por su parte, los niveles de inflación se han moderado, pero aún se mantienen altos, dado que el Índice de Precios al Consumidor (IPC) a junio de 2023 experimentó una variación de 3.8%, marcando una tendencia a la baja desde su máximo alcanzado en junio de 2022, donde se situó en 7.76%. Dicho comportamiento está asociado con los elevados niveles de inflación global que se registraron en 2022, sumado a la alta dependencia de productos de consumo importados, en su mayoría relacionados con alimentos que provienen de Estados Unidos. A pesar de la reducción, la inflación aún se mantiene elevada, afectando principalmente al sector de alimentos y bebidas no

alcohólicas (6.9%). Otros de los sectores que mantienen un aumento considerable son Restaurantes y Hoteles con 7.0%, Bienes y Servicios diversos con 5.9% y el de Bebidas alcohólicas y tabaco con 5.1%.

Respecto al Sistema financiero, este ha registrado un crecimiento moderado en un contexto de desaceleración de la economía. En ese orden, la cartera neta del sistema reportó un crecimiento de 4.7%, alcanzando los US\$17,560 millones, pero ralentizada respecto al crecimiento observado al cierre de 2022 (7.5%). En cuanto a depósitos, estos alcanzaron los US\$18,253 millones con una tasa de crecimiento interanual de 4.27%. Por otra parte, bajo el contexto internacional de subida en las tasas de interés por parte de la FED, las tasas de interés locales han experimentado aumentos que han elevado el spread financiero el cual se ubicó en 2.2%, mayor en 0.5 p.p., respecto a junio de 2022 (1.7%). Este comportamiento responde al aumento de la tasa de interés activa para préstamos hasta un año plazo que se situó en 7.6% (jun 2022: 6.2%), mientras que la tasa de interés pasiva para depósitos de 180 días se fijó en 5.4%, evidenciando un incremento desde junio de 2022 (4.5%).

Al analizar la situación fiscal del país, los niveles de endeudamiento se mantienen altos, a pesar de una reducción en el déficit fiscal. El Sector Público No Financiero (SPNF) a junio de 2022 presenta un superávit global¹ de US\$18.7 millones, menor al superávit obtenido en junio de 2022 de US\$78.7 millones. Este comportamiento se debe a un incremento en los gastos y concesión de préstamos que crecieron en 3.10% (+US\$129.2 millones), principalmente por gastos de capital en inversión bruta (+US\$205.8 millones). Por su parte, los ingresos corrientes registraron un crecimiento de 1.79%, motivados por aumentos en las transferencias de financieras públicas (+US\$52.1), Ingresos no tributarios (+US\$46.8 millones) y Contribuciones a la seguridad social (+US\$27.4 millones). Al cierre de 2022, el déficit fiscal cerró en 2.5% respecto al PIB, denotando una mejora respecto al año anterior (5.6%); mientras que para 2023 se estima que representará un 2.7% del PIB proyectado. Al cierre de 2022, el nivel de endeudamiento se situó en 78% del PIB según las cifras del BCR, denotando una mejora respecto al cierre de 2021 (83.9%).

En cuanto a Comercio Exterior, el panorama económico global ha afectado los niveles de mercancías transadas, dado que en el primer semestre de 2023 El Salvador realizó un total de exportaciones FOB por US\$3,439 millones, que representa una disminución interanual de 7.2% (US\$268 millones) debido a reducciones en la Industria de manufactura de maquila (-US\$123 millones) e Industrias manufactureras (-US\$160 millones). Respecto a las importaciones, estas alcanzaron un monto de US\$7,786 millones a junio de 2023, correspondiente a una disminución interanual de 10.1% (US\$872 millones), principalmente por la reducción en industrias manufactureras por US\$822 millones y de maquilas en US\$81.5 millones. En ese sentido, debido a la mayor reducción en las importaciones con respecto a las exportaciones, se reportó un menor déficit de la balanza comercial que se ubicó en US\$4,347 millones, menor en 12.2% (US\$604 millones) al reportado en junio de 2022.

Las condiciones económicas globales ajustan las expectativas de crecimiento económico, dado que para el año 2023 el Banco Mundial proyecta una tasa de crecimiento de 2.3% para El Salvador, por debajo de lo reportado en 2022 de 2.6%. El crecimiento económico estará soportado por el consumo privado, la inversión pública y el turismo. Adicionalmente, el flujo de remesas ha tenido también una desaceleración respecto a años anteriores, pero sigue siendo un factor determinante para la actividad económica. A pesar del contexto económico global complejo y las afectaciones en materia climática, los esfuerzos en materia de seguridad, la inversión en turismo y el flujo de remesas podrían ser factores importantes para impulsar el crecimiento económico del país.

Finalmente, en cuanto a aspectos sociales, a abril de 2023 El Salvador registra una buena dinámica de colocación de empleos (+6.4%), comparada con 2022, como consecuencia de la estabilidad en la actividad económica. Adicionalmente, es de destacar la reducción en la tasa de homicidios en el país, que desde 2015 ha pasado de 103 homicidios por cada 100 mil habitantes a 2022 con 7.8. La tendencia esperada para 2023, a espera de cifras oficiales, se proyecta a la baja. Por otra parte, se han tenido algunos retrocesos en aspectos políticos y de gobernanza, ya que se muestra un leve deterioro en cuanto a la percepción de la transparencia con datos a 2022, donde el Índice de Percepción de la corrupción ubica al país en el ranking 116 de 180 países con un puntaje de 33/100; siendo 0 el nivel de mayor corrupción y 100 el de menor corrupción (Ranking 115 en 2021).

Análisis del Originador - FOVIAL

Análisis cualitativo

Reseña

El Fondo de Conservación Vial (FOVIAL), se creó mediante Decreto Legislativo No. 208 con fecha del 30 de noviembre del año 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 Mantenable* y en la *Red Vial Urbana Prioritaria Mantenable*; 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 consignen 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

A junio 2023, el Consejo Directivo de FOVIAL está integrado por el presidente (Ministro de Obras Públicas y de Transporte), cinco directores propietarios y cinco directores suplentes. Asimismo, la plana gerencial está conformada de la siguiente manera:

CONSEJO DIRECTIVO DE FOVIAL		PLANA GERENCIAL	
NOMBRE	CARGO	NOMBRE	CARGO
Lic. Edgar Romeo Rodríguez Herrera	Presidente / M. de Obras P.	Ing. Alexander Ernesto Beltrán	Director Ejecutivo
Ing. Edgar Alejandro Rodríguez	Director Propietario	Ing. Rodas Aníbal Hernández	Sub Director Ejecutivo
Ing. José Antonio Velásquez	Director Propietario	Lic. María Ana Margarita Salinas	Gerente de Adquisiciones y C,
Lic. René Alberto Raúl Vásquez	Director Propietario	Lic. Clarissa Margarita Valdebran	Gerente Legal
Ing. Ricardo Salvador Ayala	Director Propietario	Ing. Miguel Napoleón Mendoza	Gerente de Planificación
Lic. Rafael Enrique Renderos	Director Propietario	Lic. Maira Lisseth Morán Lemus	Jefe U. de Comunicaciones
Licda. Andrea Magali Hernández	Director Suplente	Ing. Gerardo Moreno Gutierrez	Gerente Técnico
Ing. German Alcides Alvarenga	Director Suplente	Lic. Filiberto Vargas	Jefe Unidad de Tecnología y Sistemas de Información
Ing. Herbert Danilo Alvarado	Director Suplente	Lic. Juan José Tobar	Auditor Interno
Dr. Félix Raúl Betancourt Menéndez	Director Suplente	Lic. Jaime Roberto Escobar Silva	Gerente Financiero y Admin.
		Ing. Filiberto Antonio Vargas	Jefe de la Unidad de Calidad Ambiental

Fuente: Portal de Transparencia de El Salvador / **Elaboración:** PCR

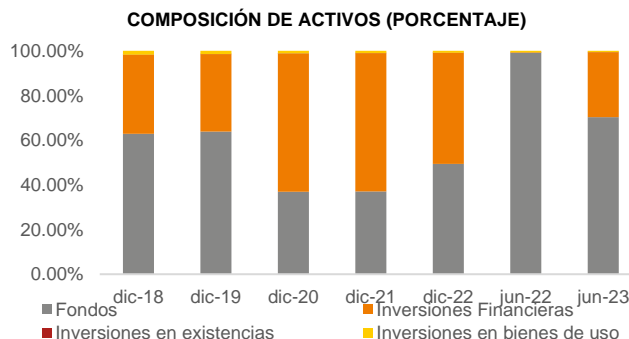
Análisis cuantitativo del Originador

El análisis financiero se ha realizado sobre la base de los Estados Financieros no Auditados del período de junio de 2023, preparados en conformidad a los Principios de Contabilidad Gubernamental, dependencia del Ministerio de Hacienda de El Salvador.

Activos

A fecha de análisis, los activos totales de FOVIAL ascendieron a US\$347.75 millones, reflejando un incremento interanual del 46.65% (+US\$110.62 millones) en comparación a junio 2022, producto de la expansión observada en las Inversiones financieras³ (+US\$100.77 millones), explicada por la adquisición de Títulos Valores por un monto de US\$99.70 millones. Además, los Fondos Propios registraron un aumento de +US\$9.46 millones (+4.02%), derivado de mayores anticipos de fondos a contratistas, servicios y deudores monetarios; los cuales son empleados para la ejecución de proyectos de gran magnitud por parte de la institución.

En términos de estructura, los fondos propios representaron el 70.32% del total de los activos, compuestos principalmente por los activos más líquidos de la institución; seguido por las inversiones financieras con un 29.04%. En menor medida, se encuentran las inversiones en bienes de uso (0.62%) e inversiones en existencias (0.01%).



Fuente: FOVIAL / **Elaboración:** PCR

Pasivos y Patrimonio

A junio de 2023, los pasivos totales alcanzaron la cifra de US\$502.84 millones, lo que representa un aumento sustancial de +1.43 veces (+US\$295.93 millones) en comparación con el período anterior. Este incremento se

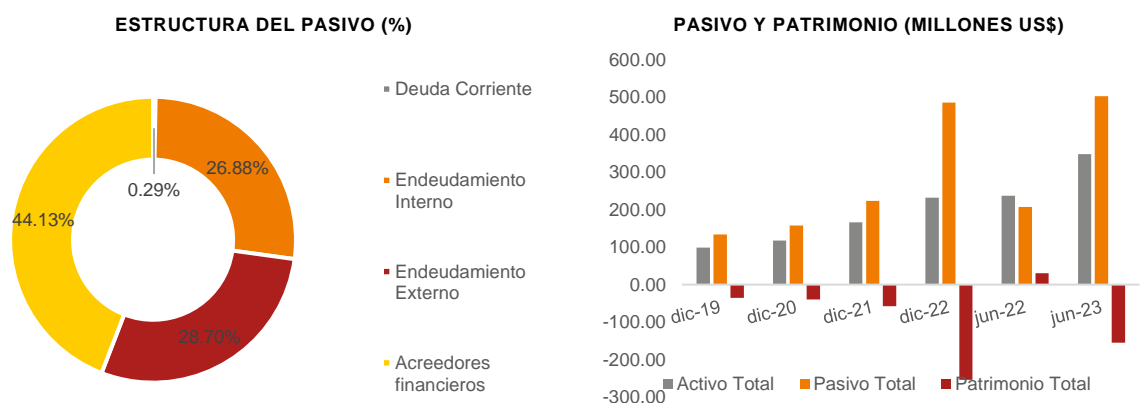
³De acuerdo con la reciente modificación de la ley FOVIAL, la institución está autorizada para invertir sus recursos en entidades, instrumentos financieros o títulos valores de crédito a corto, mediano y largo plazo. Estos títulos serán emitidos por entidades debidamente habilitadas para llevar a cabo estas operaciones. Las rentas generadas por estas inversiones contribuirán al enriquecimiento de su patrimonio institucional.

debió en gran medida al aumento en los acreedores financieros en +US\$165.93 millones (2.96 veces), debido a las provisiones que el Originador mantiene con estos. Dichas provisiones están relacionadas con compromisos pendientes de pago derivados de proyectos de gran magnitud que aún están por ejecutarse, sumando un total de US\$210.97 millones.

En cuanto a la deuda financiera⁴, esta reportó un saldo de US\$279.46 millones, superior al saldo presentado a junio de 2022: US\$148.82 millones (+US\$130.64 millones). Esto se debe en parte al aumento del endeudamiento externo en +US\$95.72 millones (1.97 veces), resultado de la deuda contraída con el BCIE por un monto de US\$100.00 millones. Por otra parte, el endeudamiento interno creció en +US\$34.92 millones (+34.83%), principalmente debido a la emisión de nuevos tramos del Fondo de Titularización FOVIAL 04, a pesar de la cancelación de los tres fondos anteriores. Respecto a la deuda corriente, esta disminuyó en -30.49% (-US\$0.64 millones) debido a una reducción en los depósitos de terceros.

En términos de estructura, la deuda financiera representa el 55.58% de los pasivos totales, distribuyéndose en endeudamiento externo (28.70%) y endeudamiento interno (26.88%); seguido de los acreedores financieros que representaron el 44.13% del total de obligaciones, y el 0.29% restante corresponde a la deuda corriente.

Por el lado del patrimonio total, este presentó un déficit de -US\$155.09 millones, resultado de las pérdidas acumuladas en ejercicios anteriores, por lo que los activos de la institución están respaldados completamente por deuda.

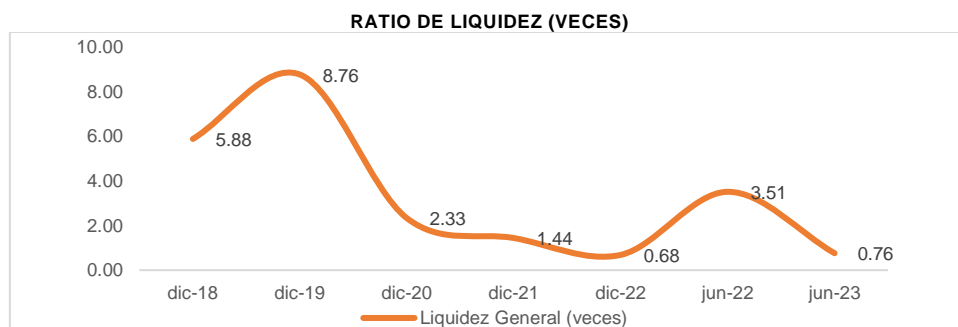


Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Riesgo de Liquidez

El riesgo de liquidez se refiere a la dificultad de la entidad para cumplir con sus obligaciones financieras a corto plazo debido a la incapacidad de convertir sus activos en efectivo sin incurrir en pérdidas.

Para el primer semestre del año 2023, FOVIAL muestra niveles de liquidez ajustados, resultado del aumento en sus obligaciones a corto plazo (+US\$178.71 millones, +3.08 veces), producto de los pagos pendientes a compañías de construcción y señalización vial, entre otros. Como consecuencia, el indicador de liquidez se situó en 0.76 veces, (junio 2022: 3.51 veces), siendo además inferior al promedio de los últimos cinco cierres (3.82 veces).



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Riesgo de Solvencia

Este riesgo se vincula con la capacidad de la entidad para cumplir con sus compromisos financieros y garantizar la obtención de fondos en el futuro. Está relacionado con la estructura de capital global de la institución y su nivel de apalancamiento.

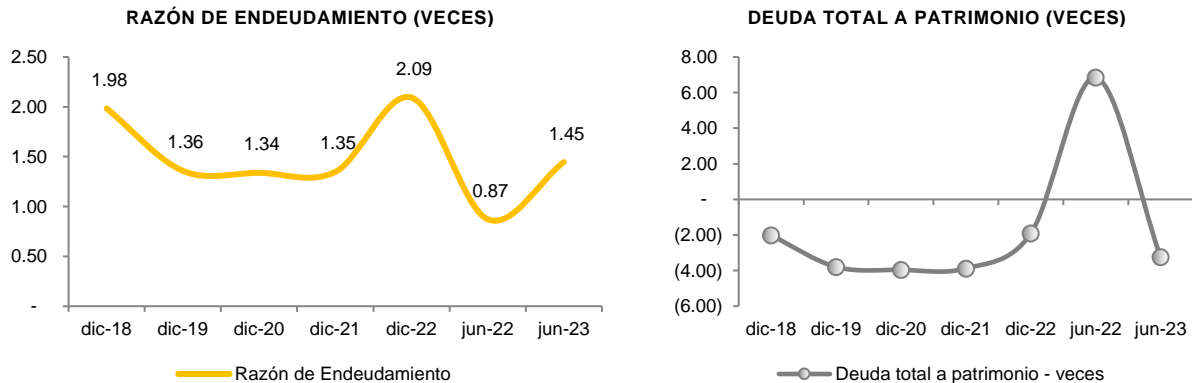
A junio de 2023, la razón de endeudamiento⁵ de FOVIAL fue de 1.45 veces, (junio 2022: 0.87 veces), aunque sigue estando por debajo del promedio de los últimos 5 años (1.62 veces). Este aumento en la razón de endeudamiento se debe en gran parte al incremento en los acreedores financieros y a la porción corriente del

⁴ La Deuda financiera se compone del endeudamiento interno y endeudamiento externo

⁵ Pasivo / Activo

endeudamiento financiero. Estos cambios reflejan una mayor dependencia de FOVIAL en la financiación mediante deuda para operar.

Por otro lado, el apalancamiento patrimonial⁶ se situó en -3.24 veces, (6.85 veces a junio 2022), debido a las mayores obligaciones financieras asumidas por el Originador y al deterioro del patrimonio durante los últimos años, causado por el déficit acumulado. PCR considera que aunque FOVIAL es una institución estatal y por lo tanto no opera como una entidad privada, a mediano plazo esto podría limitar su capacidad para obtener financiamiento.



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Análisis de Resultados

Ingresos

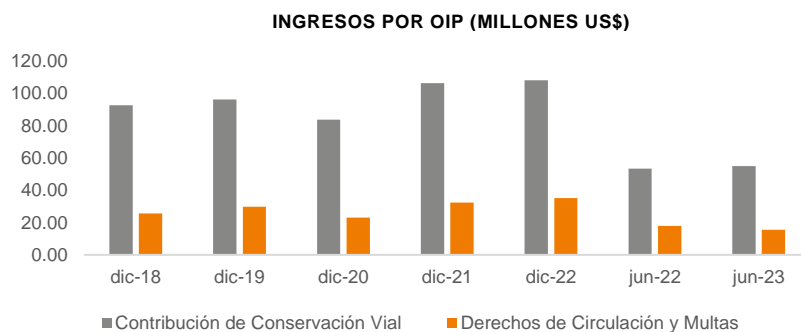
A junio de 2023, los ingresos totales de FOVIAL ascendieron a US\$345.81 millones, lo que representa un incremento significativo de +US\$168.90 millones (+95.47%) en comparación con el período anterior. Este aumento provino principalmente de mayores transferencias corrientes recibidas del Sector Público, que incrementaron en +US\$146.60 millones (+2.34 veces); seguidas por transferencias de capital que en +US\$12.19 millones (+10.76%). Además, los ingresos por actualizaciones y ajustes contribuyeron con +US\$6.50 millones. Por último, los ingresos financieros experimentaron un crecimiento de +US\$3.60 millones (4.99 veces), atribuible a las inversiones que la Institución mantiene en Títulos de Valor.

Ingresos según OIP

La principal fuente de ingresos utilizada por la OIP para el pago de las cesiones del Fondo de Titulización proviene de las contribuciones⁷ obligatorias de los importadores o refinadores por la venta de diésel, gasolina o mezclas de carburantes. En el período analizado, la demanda de combustible (diésel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes) totalizó los 275 millones de galones, lo que representa un leve crecimiento interanual del 3.15% (junio 2022: 266 millones de galones).

Es importante mencionar que, según información de ONASEVI⁸, se ha registrado un crecimiento en el Parque Vehicular de 8.41%, totalizando 1.67 millones de vehículos. Este aumento en el número de vehículos en circulación ha generado una mayor necesidad de combustible, contribuyendo significativamente al incremento de los ingresos de la OIP.

Con base en lo anterior, a junio de 2023 los ingresos por contribución vial de FOVIAL totalizaron en US\$54.97 millones, un aumento de +US\$1.68 millones (+3.15%) en comparación con el período anterior (US\$53.29 millones). Del mismo modo, los ingresos por derechos de circulación y multas crecieron en +US\$797 miles (+4.45%), alcanzando un total de US\$18.72 millones (junio 2023: US\$17.92 millones).



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

⁶ Pasivo / Patrimonio

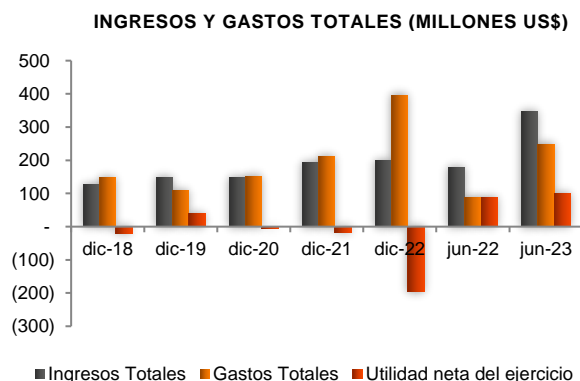
⁷ La contribución de conservación vial es de US\$0.20 por cada galón de gasolina, diésel, o sus mezclas con otros carburantes.

⁸ Observatorio Nacional de Seguridad Vial: <https://observatoriovial.fonat.gob.sv/parque-vehicular/>

Costos y Gastos

En relación con los gastos totales, la inversión pública es la cuenta principal de FOVIAL la cual varía según las necesidades específicas de cada año o proyectos especiales a realizarse. Es importante notar que la volatilidad de este gasto también está influenciada por factores políticos y eventos imprevistos como tormentas tropicales y terremotos, que pueden requerir un aumento en el gasto de inversión pública sin previa planificación.

A junio de 2023, los gastos totales alcanzaron US\$247.33 millones, representando un incremento significativo de 1.77 veces (+US\$158.20 millones). Este aumento se debe principalmente al mayor gasto por transferencias otorgadas de US\$146.60 millones (2.34 veces), utilizadas para proyectos de inversión pública, y en menor medida por gastos financieros de +US\$6.69 millones (1.20 veces), que incluyen intereses y comisiones tanto de deuda interna como externa. Con base en lo anterior, y en el crecimiento en los ingresos en mayor proporción a los gastos, el resultado neto ascendió a US\$98.48 millones, un aumento del 12.19% (+US\$10.70 millones) en comparación con el período anterior (US\$87.78 millones).



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Es importante resaltar que el presupuesto total de FOVIAL asciende a US\$315.40 millones. De esta cifra, el 46.28% se destina a inversiones en infraestructura vial, lo que equivale a US\$145.97 millones. Asimismo, un 31.63% se asigna a inversiones financieras, sumando un total de US\$99.75 millones.

Hasta la fecha de análisis, se han utilizado US\$145.35 millones del presupuesto total, de los cuales US\$17.83 millones se han dirigido específicamente a la inversión en infraestructura vial.

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, S.A., 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. Es por ello por lo que a la fecha de análisis posee la administración de 22 de 34 titularizaciones activas, con lo cual se posiciona con el 64.7% de participación del mercado de las titularizadoras.

Gobierno Corporativo

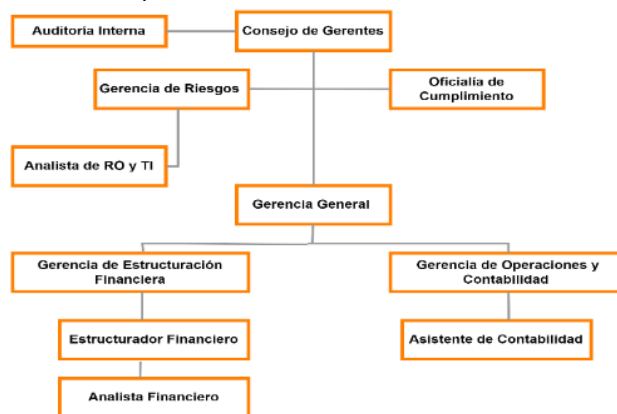
Producto del análisis efectuado, PCR considera que Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora reconoce la importancia de contar con un adecuado Gobierno Corporativo y Código de ética que oriente la estructura y funcionamiento de sus diferentes departamentos en interés de la sociedad y sus accionistas, así como el apoyo en la toma de decisiones por parte de los diversos Comités.

La estructura de Gobierno Corporativo se soporta a través de:

- Código de Ética
- Manuales de políticas, Normas y Procedimientos.
- Comités: Auditoría, Administración Integral de Riesgos, Prevención de Lavado de Dinero y Activos y demás Comités de apoyo.
- Junta Directiva y Alta Gerencia.
- La Misión, Visión, Valores y Objetivos corporativos.

Estructura Organizacional

La Estructura Organizacional de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora se detalla a continuación:



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

Accionistas y Concejo de Gerentes

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

PARTICIPANTES SOCIALES		CONCEJO DE GERENTES ⁹	
Accionista	Participación	Cargo	Nombre
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%	Gerente Presidente	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%	Gerente Secretario	Roberto Arturo Valdivieso Aguirre
Total	100%	Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
		Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
		Gerente Suplente	Felipe Holguín
		Gerente Suplente	José Adolfo Galdámez Lara
		Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
		Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés

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

Gestión de riesgos

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, Hencorp Valores 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, es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía. En ese sentido, a junio 2023, Hencorp presentó una ligera reducción en su razón corriente, cerrando en 3.4 veces (junio 2022: 3.9 veces), manteniendo una buena capacidad financiera para responder a sus obligaciones de corto plazo.

LIQUIDEZ (VECES)						
Liquidez	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
Razón Corriente	3.2	3.3	3.0	3.2	3.9	3.4

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

Por otra parte, las utilidades netas reportadas a junio 2023 alcanzaron los US\$1,388 miles, mostrando un importante crecimiento de 49.6% (+US\$460.2 miles) respecto a junio 2022. Lo anterior influyó en una mejora de los indicadores de rentabilidad al reportar un retorno sobre activos (ROA) de 67.4% (junio 2022: 58.2%). Asimismo, el retorno patrimonial (ROE) se ubicó en 96.0%, evidenciando un crecimiento de 17.6 p.p. respecto a junio 2022 (78.4%).

ROA Y ROE (%)						
Rentabilidad	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
ROA	34.6%	32.8%	37.7%	40.5%	58.2%	67.4%
ROE	50.6%	47.2%	56.2%	58.9%	78.4%	96.0%

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

⁹ Concejo de Gerentes electo el 17 de enero 2022; con Credencial de Elección del Registro de Comercio al número 58 del Libro 4506 del Registro de Sociedades, del Folio 322 al 324. Fecha de inscripción: 20 de enero 2022

Resumen de Estructura de Titularización – FTHVFOV04

CONCEPTO	DETALLE
Emisor	: Fondo de Titularización – Hencorp Valores – FOVIAL - FTHVFOV 04
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 Cuatro, cuya abreviación es VTHVFOV 04.
Monto de la Emisión	: Hasta US\$615,524,000.00 dólares norteamericanos. Con un primer tramo como mínimo de hasta US\$220,000,000.00
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 240 meses, contados a partir de la fecha de colocación.
Estructuración de los tramos de la emisión	: La emisión contará con un tramo como mínimo. El primer tramo podrá ser de hasta DOSCIENTOS VEINTE MILLONES DE DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA . Los tramos adicionales no podrán exceder al monto en dólares necesario para que el Ratio de Endeudamiento no sea mayor a dos punto cuatro veces. Para emitir tramos adicionales que provoquen que el Ratio de Endeudamiento supere dos punto cuatro veces, la Sociedad Titularizadora se obliga a someter, y previo a la remisión del correspondiente aviso de colocación, a aprobación de los Tenedores de Valores las modificaciones necesarias al FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO UNO, FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO DOS y el FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO TRES para que el correspondiente Ratio de Endeudamiento posea un límite no mayor a cuatro punto cinco veces en las emisiones con cargo a los Fondos en comentario. La Sociedad Titularizadora deberá remitir con tres días hábiles antes de la colocación la certificación del punto de acta de su Concejo de Gerentes a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero, con la firma debidamente autenticada por Notario, mediante la cual autoriza la fecha de negociación y la fecha de liquidación del tramo, la tasa fija o la tasa base y la sobretasa, el monto a negociar, el valor mínimo y múltiplos de contratación de la anotación electrónica de valores en cuenta, tasas mínimas y máximas, y la fecha de vencimiento
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 04, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora. También forma parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida del Fondo de Titularización FTHVFOV 04, administrada por Hencorp Valores, Ltda., la cual no debe ser menor a la próxima cuota de capital y/o intereses a pagarse a los tenedores de valores.
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, S.A. de C.V., 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 Cuatro, 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 04, administrada por Hencorp Valores, Ltda., la cual no debe ser menor a la próxima cuota de capital y/o intereses a pagarse a los tenedores de valores.
Destino de los Fondos de la Emisión:	: Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de todos los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros una vez cumplida la obligación de enterar el monto de cesión mensual o canceladas las obligaciones con el FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO UNO, FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO DOS y el FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO TRES , provenientes de una porción de los primeros ingresos correspondientes a: a) Las transferencias de recursos que anualmente se consignan en el presupuesto General del Estado en el Ramo de Obras Publicas 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 diesel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes que realicen importadores o refinadores, conforme lo establece el artículo veintiséis de la Ley de Fondo de conservación Vial; b) Los pagos por derechos y multas establecidos por la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos que integran 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 c) Cualquier otro ingreso que en el futuro se encuentre facultada legalmente a percibir. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicados, correspondiendo al Fondo de Conservación Vial, el pago ya sea 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.
Destino	: De conformidad a lo dispuesto en el artículo veintiséis y veintiocho – A de la Ley del FONDO DE CONSERVACIÓN VIAL, los fondos que el FOVIAL, reciba en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVFOV CERO CUATRO, serán invertidos por el FOVIAL en la reestructuración de pasivos, el desarrollo de infraestructura, conservación vial y mitigación de riesgos
Condiciones Particulares	: El FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO CUATRO, abrirá la denominada Cuenta Discrecional, en la cual se depositarán los ingresos percibidos por parte del Fondo de Conservación Vial, que le serán transferidos en virtud y bajo las condiciones que se establezcan en el Contrato de Cesión respectivo y conforme a lo establecido previamente en el apartado correspondiente a “Respaldo de la Emisión” del presente instrumento. Dicha cuenta será administrada por HENCORP VALORES, LIMITADA, TITULARIZADORA a cargo del FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO CUATRO.
Condiciones Especiales	: Redención anticipada obligatoria de los valores, producto de condiciones especiales del contrato de cesión. Los Valores de Titularización - Títulos de Deuda deberán ser redimidos anticipadamente, sin importar lo establecido en el aviso de colocación de cada tramo, en caso exista cualquier emisión o FOVIAL adquiriera cualquier deuda, de cualquier monto, amparada en el Decreto Legislativo número doscientos treinta y uno, del siete de diciembre de dos mil veintiuno. La redención se efectuará al valor del principal a redimir, según aparezca anotado electrónicamente en los registros de CEDEVAL, S.A. de C.V. En caso de redención

anticipada, el FTHVFOV CERO CUATRO 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 cinco días de anticipación.

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

Detalle de la Emisión

CONCEPTO	DETALLE
Denominación del Tramo	VTHVFOV04
Monto de la Emisión	Hasta US\$615,524,000.00 dólares norteamericanos. Con un primer tramo como mínimo de hasta US\$220,000,000.00
Plazo de la emisión	Hasta 240 meses
Tasas de Interés	Tramo 1: 6.99% Tramo 2: 8.75% Tramo 3: 8.75% Tramo 4: 8.75% Tramo 5: 8.75% Tramo 6: 8.75% Tramo 7: 8.75% Tramo 8: 8.75% Tramo 9: 8.75%
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 EMITIDOS¹⁰

Estado	Tramo	Monto del Tramo US\$	Plazo Emisión (meses)	Fecha de colocación	Fecha de vencimiento	Tasa Interés
Emitido	Tramo 1	5,855,000	12	31/03/2022	31/03/2022	6.90%
Emitido	Tramo 2	15,000,000	240	18/04/2022	19/04/2042	8.75%
Emitido	Tramo 3	200,000	240	18/04/2022	19/04/2042	8.75%
Emitido	Tramo 4	500,000	240	20/04/2022	20/03/2042	8.75%
Emitido	Tramo 5	15,000,000	240	23/05/2022	24/03/2042	8.75%
Emitido	Tramo 6	25,000,000	240	30/08/2022	30/03/2042	8.75%
Emitido	Tramo 7	250,000	240	30/08/2022	30/03/2042	8.75%
Emitido	Tramo 8	5,000,000	240	31/10/2022	01/04/2042	8.75%
Emitido	Tramo 9	51,400,000	240	23/03/2023	24/03/2042	8.75%
Total Emitido:		118,205,000				

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.

FOVIAL instruyó al Ministerio de Hacienda a través de la Dirección General de Tesorería (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.

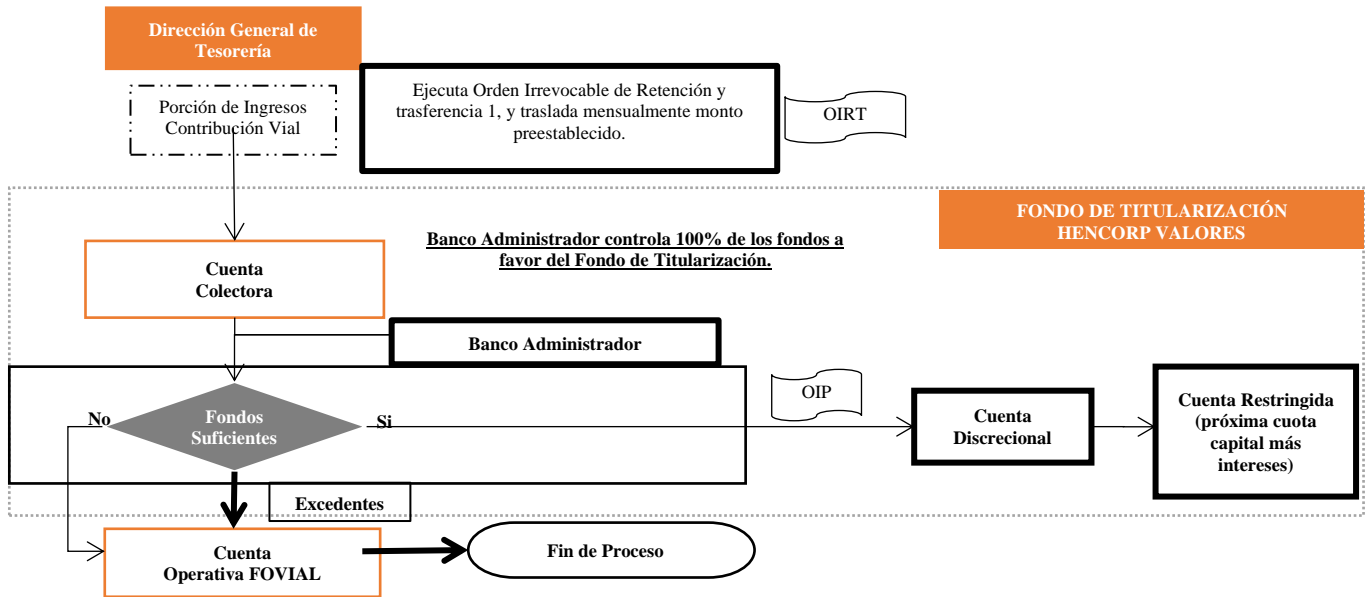
La Cuenta Colectora es administrada por el Banco Administrador de acuerdo con contrato firmado por el Banco, la Titularizadora y FOVIAL, y cuenta con los fondos mencionados anteriormente. El Banco Administrador deposita el monto de cesión en la Cuenta Discrecional del fondo de titularización a través 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:

- 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.
- 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.

¹⁰ Autorizados por la Superintendencia del Sistema Financiero.

Mecanismo de asignación de flujos

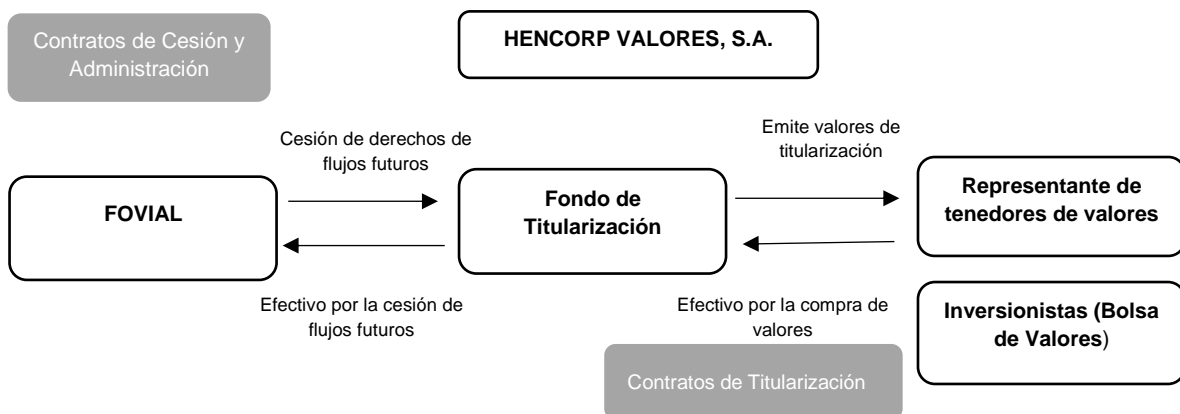


Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

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 Hipotecario).

Diagrama de la estructura



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 en 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.
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

Redención anticipada

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.

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.

Cobertura de la Titularización

Considerando la redención anticipada de los primeros tres Fondos de Titularización en marzo de 2023, la estructura actual de la titularización de los ingresos futuros de FOVIAL, consiste en una emisión hasta US\$615.52 millones, en cual mantiene un resguardo financiero en donde se compromete hasta el 50% de sus ingresos anuales, para respaldar el pago de sus obligaciones financieras, tal como lo dicta el Decreto No.102 aprobado por la Asamblea Legislativa.

A la fecha de análisis, la cesión a los Fondos de Titularización representa el 2.37% de los ingresos totales del FOVIAL, equivalentes a un monto cedido de US\$8.02 millones. Por su parte, se destaca una holgada cobertura de 42.28 veces al período de análisis, beneficiada por la redención de los Fondos anteriores. Es importante resaltar que, en el caso del pago de las cesiones proyectadas, al año 2023 se toma en cuenta solo la porción colocada por la Titularizadora; mientras que, para los años 2024 al 2030, se plantea que el Fondo emita la totalidad permitida.

CESIÓN DE FONDOS PROYECTADOS (MILLONES US\$)										
Fondo	dic-22	jun-23	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Fondo 04	7.79	8.02	14.85	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

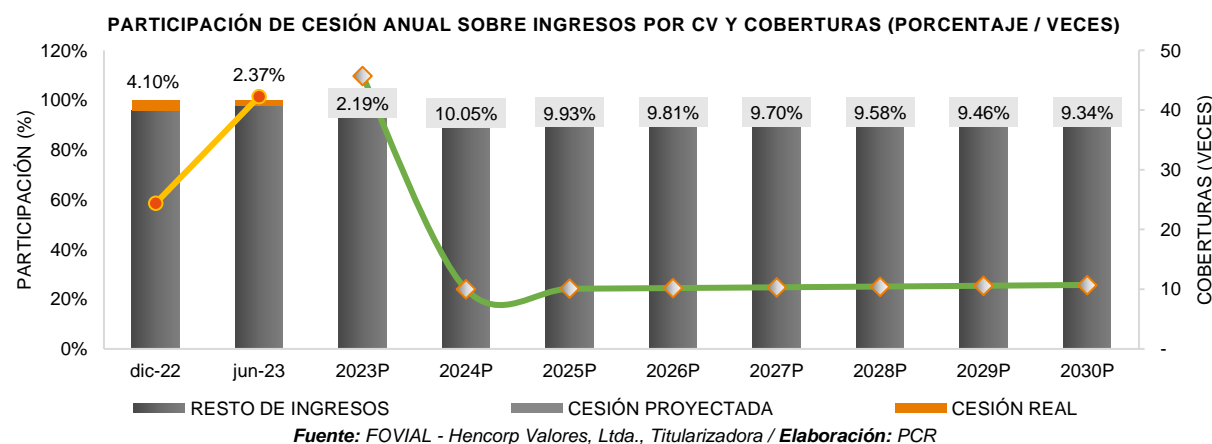
Niveles de cobertura de los ingresos percibidos por Contribución Vial y por Derechos y Multas

La demanda de combustible mostró un comportamiento positivo a junio de 2023. En este sentido, la recaudación por contribución vial mostró una mejora de 3.15% (+US\$1.68 millones), registrando bajo este concepto US\$54.97 millones a junio de 2023. Mientras que, los ingresos por derechos y multas crecieron en +US\$797 miles (4.45%), totalizando US\$18.72 millones.

COBERTURA DE LA CESIÓN (MILLONES US\$)										
COMPONENTE	jun-23	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	
INGRESOS TOTALES (US\$ MM)	338.95	677.91	685.69	693.74	702.05	710.63	719.50	728.66	738.11	
INGRESOS POR CV Y MULTAS (US\$ MM)	73.69	120.12	125.39	130.89	136.63	142.62	148.87	155.40	162.21	
CESIÓN TOTAL (US\$ MM)	8.02	14.85	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	
PARTICIPACIÓN INGRESOS TOTALES (%)	2.37%	2.19%	10.05%	9.93%	9.81%	9.70%	9.58%	9.46%	9.34%	
PARTICIPACIÓN INGRESOS CV Y MULTAS (%)	10.88%	12.36%	54.95%	52.64%	50.43%	48.31%	46.28%	44.34%	42.48%	
COBERTURA INGRESOS TOTALES (VECES)	42.28	45.66	9.95	10.07	10.19	10.31	10.44	10.57	10.71	
COBERTURA INGRESOS CV Y MULTAS (VECES)	9.19	8.09	1.82	1.90	1.98	2.07	2.16	2.26	2.35	

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

Finalmente, se destaca el buen comportamiento de los ingresos de FOVIAL los cuales permitieron una cobertura por ingresos por contribución vial y multas de 9.19 veces al período de análisis, beneficiada en menor medida por la redención de los Fondos mencionados. En cuanto al nivel de participación, el monto de cesión representa el 10.88% respecto a los ingresos por contribución vial y multas.



Cumplimiento de resguardos financieros

- a) Razón de cesión de flujos a ingresos totales de FOVIAL.** De conformidad a lo establecido, FOVIAL podrá comprometer hasta el cincuenta por ciento (50%) de sus ingresos anuales, para garantizar el pago del servicio de la deuda. A la fecha de análisis, la cesión a las titularizaciones representó el 2.37% de los ingresos totales. Debido a la redención anticipada de los tres Fondos anteriores, dando por cumplido el requerimiento legal.
- b) 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 4.50 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 dicha institución participe como Originador. A la fecha de análisis, el Originador mantiene un saldo en capital por financiamiento¹¹ de US\$279.46 millones, mientras que los ingresos de los últimos doce meses reportados por FOVIAL suman US\$200.48 millones; en ese sentido, la razón de endeudamiento se ubicó en 1.39 veces, este comportamiento que obedece al incremento de las obligaciones financieras externas de la entidad.

¹¹ BCIE US\$44.30 millones y US\$100.00 millones + Titularización (FT04) US\$111.52 millones + Préstamo Banco Hipotecario US\$23.63 millones.
www.ratingspcr.com

Estados Financieros No Auditados FOVIAL

BALANCE GENERAL DE FOVIAL (EN MILLONES US\$)						
Componentes	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
FONDOS	63.02	43.32	61.49	114.46	235.07	244.53
INVERSIONES FINANCIERAS	34.21	72.79	102.55	115.37	0.23	101.00
INVERSIONES EN EXISTENCIAS	0.01	0.03	0.02	0.02	0.05	0.05
INVERSIONES EN BIENES DE USO	1.41	1.39	1.74	2.17	1.78	2.17
TOTAL ACTIVOS	98.65	117.53	165.80	232.01	237.13	347.75
DEPÓSITOS DE TERCEROS	0.89	1.38	1.31	1.49	2.10	1.46
ENDEUDAMIENTO INTERNO	63.60	52.45	58.74	124.10	100.24	135.15
ENDEUDAMIENTO EXTERNO	59.27	55.00	50.72	46.44	48.58	144.30
ACREEDORES FINANCIEROS	10.20	48.44	112.60	313.56	55.99	221.92
TOTALPASIVOS	133.97	157.26	223.37	485.59	206.92	502.84
PATRIMONIO						
PATRIMONIO	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81
RESULTADO DE EJERCICIOS ANTERIORES	-98.13	-58.13	-62.55	-80.39	-80.38	-276.38
RESULTADO DEL EJERCICIO ACTUAL	40.00	-4.42	-17.84	-196.00	87.78	98.48
PATRIMONIO TOTAL	-35.32	-39.74	-57.57	-253.58	30.21	-155.09
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	98.65	117.53	165.80	232.01	237.13	347.75

Fuente: FOVIAL. / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS DE FOVIAL (EN MILLONES US\$)						
COMPONENTES	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
FINANCIEROS Y OTROS	1.75	2.36	1.22	1.76	0.72	4.32
POR TRANSFERENCIAS CORRIENTES RECIBIDAS	0.04	0.19	0.04	1.66	62.52	209.12
POR TRANSFERENCIAS DE CAPITAL RECIBIDAS	145.55	144.22	186.34	186.74	113.32	125.51
POR VENTA DE BIENES Y SERVICIOS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	0.81	0.49	5.57	7.83	0.36	6.86
INGRESOS TOTALES	148.14	147.27	193.17	197.99	176.92	345.81
INVERSIÓN PÚBLICA	95.69	140.40	196.08	372.64	18.28	17.83
PERSONAL	2.88	3.04	3.39	4.18	1.84	2.09
BIENES DE CONSUMO Y SERVICIOS	1.01	0.93	1.26	4.32	0.73	5.77
INVERSIÓN PÚBLICA	0.02	0.06	0.04	0.12	0.01	0.01
FINANCIEROS Y OTROS	8.14	6.62	7.04	12.17	5.55	12.24
POR TRANSFERENCIAS OTORGADAS	0.01	0.00	0.01	0.02	62.51	209.11
COSTOS DE VENTAS Y CARGOS CALCULADOS	0.40	0.46	0.50	0.55	0.22	0.29
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	0.00	0.17	2.68	0.00	0.00	0.00
GASTOS TOTALES	108.14	151.68	211.00	393.99	89.13	247.33
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	40.00	-4.42	-17.84	-196.00	87.78	98.48

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Estados Financieros de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora

BALANCE GENERAL HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA (US\$ MILES)						
COMPONENTE	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
EFFECTIVO Y SUS EQUIVALENTES	0	0	0	0	0	0
BANCOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS	666	2,543	3,580	4,350	1,002	3,468
INVERSIONES FINANCIERAS	2,493	143	143	222	1,022	122
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	879	1,045	1,008	528	1,046	373
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR RELACIONADAS	90	92	71	91	67	94
RENDIMIENTOS POR COBRAR	2	19	-	1	0	1
IMPUESTOS	62	54	92	97	37	50
ACTIVO CORRIENTE	4,192	3,897	4,894	5,289	3,174	4,108
MUEBLES	8	10	10	13	11	10
ACTIVO NO CORRIENTE	8	10	10	13	11	10
TOTAL ACTIVO	4,199	3,907	4,904	5,301	3,186	4,118
CUENTAS POR PAGAR	568	497	703	755	375	631
CUENTAS POR PAGAR RELACIONADAS	130	147	121	-	54	-
IMPUESTOS POR PAGAR	631	544	792	907	389	595
DIVIDENDOS POR PAGAR	-	-	-	-	-	-
PASIVO CORRIENTE	1,329	1,188	1,616	1,663	818	1,226
PASIVO NO CORRIENTE	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	1,329	1,188	1,616	1,663	818	1,226
CAPITAL	1,177	1,200	1,200	1,254	1,200	1,254
RESERVAS DE CAPITAL	235	235	240	251	240	251
RESULTADOS	1,458	1,284	1,848	2,134	928	1,388
RESULTADOS ACUMULADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	5	0	-	-	-	-
RESULTADOS DEL PRESENTE PERIODO	1,453	1,283	1,848	2,134	928	1,388
TOTAL PATRIMONIO	2,871	2,719	3,288	3,639	2,368	2,893
TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO	4,199	3,907	4,904	5,301	3,186	4,118
CUENTAS CONTINGENTES DE COMPROMISO DEUDORAS	628,854	654,915	786,028	948,633	804,754	990,500
OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	628,854	654,915	786,028	948,633	804,754	990,500
TOTAL	628,854	654,915	786,028	948,633	804,754	990,500
CUENTAS CONTINGENTES Y DE COMPROMISOS	628,854	654,915	786,028	948,633	804,754	990,500
RESPONSABILIDAD POR OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	628,854	654,915	786,028	948,633	804,754	990,500
TOTAL	628,854	654,915	786,028	948,633	804,754	990,500

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

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

COMPONENTE	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	3,501	3,055	5,102	5,651	2,229	3,084
INGRESOS POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3,501	3,055	5,102	5,651	2,229	3,084
COSTOS DE EXPLOTACIÓN	1,432	1,290	2,546	2,659	954	1,170
GASTOS DE OPERACIÓN POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	80	15	900	700	142	94
GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN Y DE PERSONAL DE OPERACIONES DE TITULARIZACIÓN	1,348	1,272	1,642	1,956	810	1,075
GASTOS POR DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO POR OPERACIONES CORRIENTES	4	3	3	3	1	1
RESULTADOS DE OPERACIÓN	2,069	1,765	2,556	2,991	1,275	1,914
INGRESOS FINANCIEROS	17	65	84	71	51	68
INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS	13	24	2	36	22	59
INGRESOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	5	41	82	35	29	9
OTROS INGRESOS FINANCIEROS	-	-	0	0	0	-
GASTOS FINANCIEROS	10	7	0	10	10	0
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	-	-	-	-	-	-
GASTOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	1	0	0	0	0	0
OTROS GASTOS FINANCIEROS	9	7	-	10	10	-
PÉRDIDAS EN VENTA DE ACTIVOS	-	-	-	-	-	-
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	2,076	1,823	2,640	3,052	1,317	1,981
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	625	540	792	907	389	595
RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS	1,451	1,283	1,848	2,145	928	1,387
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	2	-	-	-	-	1
RESULTADOS NETOS DEL PERIODO	1,453	1,283	1,848	2,145	928	1,388

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

Estados Financieros Auditados FTHVFOV04

BALANCE GENERAL (EN MILLONES US\$)

COMPONENTES	dic-22	jun-22	jun-23
BANCOS	3.31	1.53	2.51
CARTERA DE INVERSIONES	-	-	-
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	8.63	9.60	12.52
RENDIMIENTOS POR COBRAR	-	-	-
ACTIVO CORRIENTE	11.95	11.13	15.04
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	1,360.12	1,366.64	1,348.61
ACTIVO NO CORRIENTE	1,360.12	1,366.64	1,348.61
TOTAL ACTIVO	1,372.07	1,377.77	1,363.64
DOCUMENTOS POR PAGAR	535.17	564.59	485.23
COMISIONES POR PAGAR	0.01	0.01	0.01
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	0.05	0.05	0.04
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	0.15	0.18	0.22
RETENCIONES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	0.00	0.00	-
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3.77	5.96	2.45
PASIVO CORRIENTE	539.15	570.78	487.95
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	59.76	30.32	109.26
INGRESOS DIFERIDOS	748.43	768.34	727.44
PASIVO NO CORRIENTE	808.20	798.66	836.70
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	-	-	24.72
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	24.72	8.33	14.27
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	24.72	8.33	38.99
TOTAL PASIVO	1,372.07	1,377.77	1,363.64

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

ESTADO DE RESULTADOS (EN MILLONES US\$)

COMPONENTES	dic-22	jun-22	jun-23
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACION	29.17	9.73	19.41
TOTAL INGRESOS	29.17	9.73	19.41
POR ADMINISTRACION Y CUSTODIA	0.96	0.47	0.81
POR CLASIFICACION DE RIESGO	0.07	0.05	0.02
POR AUDITORIA EXTERNA Y FISCAL	0.00	0.00	0.00
POR SERVICIO DE LA EVALUACION	0.02	0.02	-
POR HONORARIOS PROFESIONALES	0.10	0.09	0.09
TOTAL GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACION	1.15	0.63	0.93
GASTOS FINANCIEROS	2.86	0.51	3.88
OTROS GASTOS	0.45	0.26	0.33
TOTAL GASTOS	4.46	1.40	5.14
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	24.72	8.33	14.27

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

CESIONES DE FLUJO (US\$)

Periodo	Cesión	Periodo	Cesión	Periodo	Cesión	Periodo	Cesión
1	\$5,742,000.00	61	\$5,742,000.00	121	\$5,742,000.00	181	\$5,742,000.00
2	\$5,742,000.00	62	\$5,742,000.00	122	\$5,742,000.00	182	\$5,742,000.00

3	\$5,742,000.00	63	\$5,742,000.00	123	\$5,742,000.00	183	\$5,742,000.00
4	\$5,742,000.00	64	\$5,742,000.00	124	\$5,742,000.00	184	\$5,742,000.00
5	\$5,742,000.00	65	\$5,742,000.00	125	\$5,742,000.00	185	\$5,742,000.00
6	\$5,742,000.00	66	\$5,742,000.00	126	\$5,742,000.00	186	\$5,742,000.00
7	\$5,742,000.00	67	\$5,742,000.00	127	\$5,742,000.00	187	\$5,742,000.00
8	\$5,742,000.00	68	\$5,742,000.00	128	\$5,742,000.00	188	\$5,742,000.00
9	\$5,742,000.00	69	\$5,742,000.00	129	\$5,742,000.00	189	\$5,742,000.00
10	\$5,742,000.00	70	\$5,742,000.00	130	\$5,742,000.00	190	\$5,742,000.00
11	\$5,742,000.00	71	\$5,742,000.00	131	\$5,742,000.00	191	\$5,742,000.00
12	\$5,742,000.00	72	\$5,742,000.00	132	\$5,742,000.00	192	\$5,742,000.00
13	\$5,742,000.00	73	\$5,742,000.00	133	\$5,742,000.00	193	\$5,742,000.00
14	\$5,742,000.00	74	\$5,742,000.00	134	\$5,742,000.00	194	\$5,742,000.00
15	\$5,742,000.00	75	\$5,742,000.00	135	\$5,742,000.00	195	\$5,742,000.00
16	\$5,742,000.00	76	\$5,742,000.00	136	\$5,742,000.00	196	\$5,742,000.00
17	\$5,742,000.00	77	\$5,742,000.00	137	\$5,742,000.00	197	\$5,742,000.00
18	\$5,742,000.00	78	\$5,742,000.00	138	\$5,742,000.00	198	\$5,742,000.00
19	\$5,742,000.00	79	\$5,742,000.00	139	\$5,742,000.00	199	\$5,742,000.00
20	\$5,742,000.00	80	\$5,742,000.00	140	\$5,742,000.00	200	\$5,742,000.00
21	\$5,742,000.00	81	\$5,742,000.00	141	\$5,742,000.00	201	\$5,742,000.00
22	\$5,742,000.00	82	\$5,742,000.00	142	\$5,742,000.00	202	\$5,742,000.00
23	\$5,742,000.00	83	\$5,742,000.00	143	\$5,742,000.00	203	\$5,742,000.00
24	\$5,742,000.00	84	\$5,742,000.00	144	\$5,742,000.00	204	\$5,742,000.00
25	\$5,742,000.00	85	\$5,742,000.00	145	\$5,742,000.00	205	\$5,742,000.00
26	\$5,742,000.00	86	\$5,742,000.00	146	\$5,742,000.00	206	\$5,742,000.00
27	\$5,742,000.00	87	\$5,742,000.00	147	\$5,742,000.00	207	\$5,742,000.00
28	\$5,742,000.00	88	\$5,742,000.00	148	\$5,742,000.00	208	\$5,742,000.00
29	\$5,742,000.00	89	\$5,742,000.00	149	\$5,742,000.00	209	\$5,742,000.00
30	\$5,742,000.00	90	\$5,742,000.00	150	\$5,742,000.00	210	\$5,742,000.00
31	\$5,742,000.00	91	\$5,742,000.00	151	\$5,742,000.00	211	\$5,742,000.00
32	\$5,742,000.00	92	\$5,742,000.00	152	\$5,742,000.00	212	\$5,742,000.00
33	\$5,742,000.00	93	\$5,742,000.00	153	\$5,742,000.00	213	\$5,742,000.00
34	\$5,742,000.00	94	\$5,742,000.00	154	\$5,742,000.00	214	\$5,742,000.00
35	\$5,742,000.00	95	\$5,742,000.00	155	\$5,742,000.00	215	\$5,742,000.00
36	\$5,742,000.00	96	\$5,742,000.00	156	\$5,742,000.00	216	\$5,742,000.00
37	\$5,742,000.00	97	\$5,742,000.00	157	\$5,742,000.00	217	\$5,742,000.00
38	\$5,742,000.00	98	\$5,742,000.00	158	\$5,742,000.00	218	\$5,742,000.00
39	\$5,742,000.00	99	\$5,742,000.00	159	\$5,742,000.00	219	\$5,742,000.00
40	\$5,742,000.00	100	\$5,742,000.00	160	\$5,742,000.00	220	\$5,742,000.00
41	\$5,742,000.00	101	\$5,742,000.00	161	\$5,742,000.00	221	\$5,742,000.00
42	\$5,742,000.00	102	\$5,742,000.00	162	\$5,742,000.00	222	\$5,742,000.00
43	\$5,742,000.00	103	\$5,742,000.00	163	\$5,742,000.00	223	\$5,742,000.00
44	\$5,742,000.00	104	\$5,742,000.00	164	\$5,742,000.00	224	\$5,742,000.00
45	\$5,742,000.00	105	\$5,742,000.00	165	\$5,742,000.00	225	\$5,742,000.00
46	\$5,742,000.00	106	\$5,742,000.00	166	\$5,742,000.00	226	\$5,742,000.00
47	\$5,742,000.00	107	\$5,742,000.00	167	\$5,742,000.00	227	\$5,742,000.00
48	\$5,742,000.00	108	\$5,742,000.00	168	\$5,742,000.00	228	\$5,742,000.00
49	\$5,742,000.00	109	\$5,742,000.00	169	\$5,742,000.00	229	\$5,742,000.00
50	\$5,742,000.00	110	\$5,742,000.00	170	\$5,742,000.00	230	\$5,742,000.00
51	\$5,742,000.00	111	\$5,742,000.00	171	\$5,742,000.00	231	\$5,742,000.00
52	\$5,742,000.00	112	\$5,742,000.00	172	\$5,742,000.00	232	\$5,742,000.00
53	\$5,742,000.00	113	\$5,742,000.00	173	\$5,742,000.00	233	\$5,742,000.00
54	\$5,742,000.00	114	\$5,742,000.00	174	\$5,742,000.00	234	\$5,742,000.00
55	\$5,742,000.00	115	\$5,742,000.00	175	\$5,742,000.00	235	\$5,742,000.00
56	\$5,742,000.00	116	\$5,742,000.00	176	\$5,742,000.00	236	\$5,742,000.00
57	\$5,742,000.00	117	\$5,742,000.00	177	\$5,742,000.00	237	\$5,742,000.00
58	\$5,742,000.00	118	\$5,742,000.00	178	\$5,742,000.00	238	\$5,742,000.00
59	\$5,742,000.00	119	\$5,742,000.00	179	\$5,742,000.00	239	\$5,742,000.00
60	\$5,742,000.00	120	\$5,742,000.00	180	\$5,742,000.00	240	\$5,742,000.00

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 esta 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.