

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

Comité No. 52/2024	
Informe con EEFF Auditados al 31 de diciembre de 2023	Fecha de comité: 4 de abril de 2024
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-22	jun-23	sep-22	dic-23
Fecha de comité	12/04/2023	9/10/2023	29/01/2024	04/04/2024
Valores de Titularización Hencorp Valores FOVIAL 04				
Tramos por US\$126,205,000	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	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 31 de diciembre 2023. La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización derivado del desempeño de los flujos de ingresos provenientes del financiamiento complementario y los derechos de circulación y multa. Por su parte, se toma en cuenta la ajustada solvencia y liquidez 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 de las transferencias del Sector Público y de la rentabilidad de sus inversiones.** A diciembre de 2023, FOVIAL tuvo un incremento en ingresos totales de +US\$28.29 millones (+14.29%), ascendiendo a US\$226.28 millones, producto de las mayores transferencias de capital del Sector Público (+US\$21.42 millones, +11.47%), destinadas a gastos de proyectos, y al crecimiento de los ingresos financieros y otros (+US\$9.13 millones, +5.19 veces), atribuible a la rentabilidad de las inversiones en Títulos de Valor. Cabe destacar que la cuota de cesión del Fondo representó el 7.12% de los ingresos¹ del FOVIAL, permitiendo una holgada cobertura de 14.04 veces.
- **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 551 millones de galones, experimentando un leve incremento anual del 2.04% en comparación con los 540 millones de galones registrados en diciembre de 2022. Con base en lo anterior, a diciembre de 2023, los ingresos por financiamiento complementario registraron un total de US\$55.08 millones, equivalente a un crecimiento de US\$1.10 millones (+2.04%). Del mismo modo, los ingresos por derechos de circulación y multas crecieron en US\$1.40 millones (+3.97%), alcanzando un total de US\$36.56 millones (diciembre 2022 US\$35.17 millones). Lo anterior ha permitido que las coberturas de los ingresos mencionados superen en 5.87 veces a los montos de cesión.
- **Ajustada solvencia refleja una mayor dependencia por parte de la Institución en la financiación mediante deuda :** A diciembre de 2023, la razón de endeudamiento² de FOVIAL fue de 1.63 veces, menor a lo reportado en diciembre 2022: 2.09 veces, producto del incremento en mayor ritmo de los activos (+40.66%) al compararlo con los pasivos (+9.27%); no obstante, el indicador continúa reflejando una mayor dependencia por parte de la Institución en la financiación mediante deuda para operar.
- **El Originador presenta una liquidez ajustada.** Al cierre de 2023, FOVIAL muestra niveles de liquidez ajustados, resultado de la disminución en los activos corrientes (-34.02%) en mayor proporción con respecto a la reducción en las obligaciones de corto plazo (-20.45%), producto de la contracción presentada en las disponibilidades de la entidad. Como consecuencia, el indicador de liquidez se situó en 0.54 veces, inferior al presentado en el periodo anterior (0.65 veces).

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 6 de noviembre de 2023. 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.

Información Utilizada para la Clasificación

- **Perfil de la Titularizadora:** Reseña y Gobierno Corporativo
- **Información sobre la Emisión:** Prospecto de la Emisión y Modelo Financiero
- **Información financiera:** Estados Financieros No Auditados del FOVIAL desde diciembre de 2017 hasta diciembre de 2023; y Estados Financieros del Fondo Auditados desde diciembre 2017 hasta diciembre de 2023.
- **Riesgo Operativo:** Modelo Financiero del fondo de titularización.
- **Documentos Legales:** Contrato de Titularización FTHVFOV04, Contrato de Orden Irrevocable de Pago y Contrato de administración de Fondos.

¹ Excluye los ingresos por actualizaciones y ajustes

² Pasivo / Activo

Limitaciones potenciales para la clasificación

Limitaciones Encontradas. A partir de reciente Decreto No. 728³, 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 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.

Panorama Internacional

Según las *Perspectivas económicas mundiales* del Banco Mundial, se prevé que el crecimiento económico global será moderado, donde se espera alcanzar un 2.4% para 2024, siendo el tercer año consecutivo de desaceleración. Entre los factores que pueden seguir causando la desaceleración se encuentra la prolongación del conflicto en Oriente Medio, lo que podría interrumpir el suministro global de petróleo y provocar un aumento en los precios de la energía y los alimentos, causando un alza en la inflación en todas las regiones; entre otros riesgos existentes, están las tensiones geopolíticas y comerciales y la posibilidad de que China no presente el crecimiento esperado. A lo anterior, se le suma una demanda externa más débil, condiciones financieras más ajustadas y desastres naturales relacionados con el cambio climático.

Adicionalmente, se estima que el nivel general de inflación a escala mundial descienda a 5.8% en 2024. En ese sentido, la inflación aún no ha regresado a los objetivos de los bancos centrales en muchas economías, esto aunado con la proyección de que la mayoría de los precios de los productos básicos permanezcan por encima de los niveles prepandemia, propiciando que los hogares, las empresas y principales importadores de materia prima continuarán soportando precios elevados. Por otro lado, los choques de oferta de alimentos en las economías emergentes están siendo afectados por las condiciones del fenómeno de El Niño, lo que conlleva precios de alimentos elevados y aumento en el deterioro de seguridad alimentaria.

Con respecto a las condiciones climáticas, el fenómeno de El Niño es uno de los riesgos más altos para las economías y se proyecta que este continúe durante 2024, aumentando la probabilidad de un incremento en las temperaturas globales y de patrones climáticos disruptivos que podrían dañar la producción agrícola. Además, las tormentas e inundaciones frecuentes podrían dañar la infraestructura crítica, incluyendo transporte y suministro de energía, llevando así a consecuencias para la actividad económica más amplias, como pérdidas significativas que pueden causar escasez de bienes y servicios.

En 2023, la región de América Latina y el Caribe experimentó una significativa desaceleración económica, con un crecimiento de solo el 2.2%. Esta desaceleración se produjo en el contexto de una elevada inflación, condiciones monetarias restrictivas, debilidad del comercio mundial y fenómenos meteorológicos adversos. Para las perspectivas de la región se estima que tendrá un crecimiento del 2.3% para 2024. Los efectos persistentes de la restricción monetaria previa continuarán influyendo en el crecimiento a corto plazo. Por su parte, a medida que la inflación disminuya se prevé que los bancos centrales disminuyan las tasas de interés, permitiendo así el aumento de la inversión, siendo positivo para la región.

En comparación con otros países de la región, República Dominicana se destaca por liderar el mayor crecimiento proyectado, alcanzando un 5.1%. Este aumento es mayor a los dos últimos periodos, atribuido a una reducción en su inflación y un aumento en las actividades económicas, particularmente en el sector turístico. Seguido de cerca por Panamá, a pesar de que ha sido afectado por el cambio climático, proyecta un crecimiento del 4.6%, anticipando una mayor recaudación de ingresos fiscales. Por su parte, Costa Rica prevé un crecimiento de 3.9% impulsado por una mayor inversión extranjera directa, Guatemala, por su parte, proyecta un 3.5%, gracias al dinamismo que presentan sus actividades económicas ante una mayor demanda de créditos que se refleja en mayores proyectos en el país. El crecimiento de México se atenuará hasta el 2.6%, como consecuencia de la caída de la inflación y la disminución de la demanda externa. Asimismo, se proyecta que Perú se recupere de la contracción de 2023, con un crecimiento del 2.5% en 2024, respaldado por el aumento de la producción minera. Por último, se estima un crecimiento en Honduras por 3.2%, El Salvador por 2.3%, Bolivia por 1.5% y Ecuador por 0.7%.

Durante 2023, Estados Unidos presentó estabilidad económica, superando las proyecciones que se tenía en cuanto a su crecimiento. El escenario de un crecimiento mayor a lo esperado por parte de Estados Unidos puede impactar en las perspectivas de las regiones con economías emergentes, presentando impactos negativos como,

³ 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.

por ejemplo, la apreciación del dólar afectando las exportaciones de otras regiones y potencialmente elevaría las tasas de interés. Por otro lado, puede impactar de manera positiva en la inflación, provocando un decremento en esta y además puede haber condiciones financieras más flexibles, resultado de mejoras en la oferta laboral o productividad. Para las economías orientadas a la exportación con vínculos comerciales directos con Estados Unidos, como Asia Oriental y el Pacífico, América Latina y el Caribe se verían beneficiados ante estas condiciones. Asimismo, las exportaciones de commodities de las economías en desarrollo hacia Estados Unidos se verían beneficiadas ya que habría una demanda global más fuerte. En ese escenario, podría haber una mejora en la demanda de las economías ya que existirían condiciones financieras más favorables, incluido un mayor apetito por el riesgo de inversiones globales, lo que podría aliviar la presión financiera y costos de endeudamiento en las regiones de economías emergentes y economías en desarrollo.

Desempeño Económico

Al cierre de diciembre de 2023, según las cifras del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), el crecimiento real de la economía salvadoreña medida a través del Producto Interno Bruto (PIB) ascendió a 3.5%, superando la proyección que se tenía para ese mismo año (2.6%). La estimación del BCR sobre el PIB nominal fue de US\$34,015.62 millones (+US\$2,026.7 millones respecto a 2022). Por su parte, se observó una buena dinámica de crecimiento en la mayoría de las actividades económicas que componen el PIB; entre las que destacan Construcción (17.9%), Electricidad (14.6%), Servicios profesionales y técnicos (11.1%); Servicios de esparcimiento (10.2%); Servicios financieros (7.5%); Servicios de administración y apoyo (4.5%); Comunicaciones (4.1%); y Servicios del Gobierno con un 3.9%.

Por su parte, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) a diciembre de 2023 se ubicó en 1.23%, marcando una tendencia a la baja desde su máximo alcanzado en junio de 2022 (7.76%). La reducción está alineada con los esfuerzos de los Bancos Centrales por controlar la inflación por medio del aumento de la tasa de interés de referencia. En contraste, los sectores que aún mantienen altos niveles de inflación son Restaurantes y Hoteles con 5.89%, Alimentos y Bebidas no alcohólicas 3.6%, Salud 3.0% y Bebidas alcohólicas 2.6%. Por otra parte, algunos sectores muestran un decrecimiento en los niveles de precios como Transporte -3.7%, Muebles y artículos para el hogar -2.3%, Recreación y cultura -2.1% y Comunicaciones -1.5%.

En cuanto al Sistema financiero, éste registró un crecimiento moderado en un contexto de desaceleración de la economía, donde la cartera neta reportó un aumento de 4.6%, alcanzando los US\$17,877 millones (diciembre 2022: US\$17,087 millones) por debajo del crecimiento promedio ponderado de los últimos 5 años (2018-2022: 6.07%). El sistema de bancos comerciales representa el 88.0% del total de la cartera neta, seguido de un 9.2% de los Bancos Cooperativos y un restante 2.8% corresponde a Sociedades de Ahorro y Crédito. En cuanto a depósitos, estos alcanzaron los US\$18,687 millones (diciembre 2022: US\$17,510 millones) con una tasa de crecimiento interanual de 6.72% y con una participación de los bancos comerciales de 92.4%. Por su parte, el spread financiero se ubicó en 2.77%, mayor en 0.65 p.p., respecto a junio de 2022 (2.12%). Este comportamiento responde al aumento de la tasa de interés activa para préstamos hasta un año plazo que se situó en 8.2% (dic. 2022: 7.03%), mientras que la tasa de interés pasiva para depósitos de 180 días se fijó en 5.43%, evidenciando un aumento 9

Respecto a la situación fiscal, los niveles de endeudamiento se mantienen altos a pesar de una reducción en el déficit fiscal. El Sector Público No Financiero (SPNF) a diciembre de 2023 registró un déficit fiscal de US\$787.7 millones, menor al registrado en 2022 de US\$860 millones. El déficit fiscal representaría el 2.3% del Producto Interno Bruto estimado al cierre de 2023. En cuanto a la deuda pública, al cierre de 2023, según cifras del Banco Central de Reserva (BCR), registró un saldo de US\$20,098 millones, mientras que a diciembre 2022 ascendía a US\$25,350 millones; sin embargo, la cifra reportada en 2023 no incluye la deuda previsional, debido a la extinción del Fideicomiso de Obligaciones Previsionales (FOP) por la reforma del sistema de pensiones. Al realizar el análisis comparando el déficit fiscal sin pensiones de diciembre de 2022 (US\$541.9 millones) respecto a 2023, se evidencia un aumento de US\$246 millones, explicado por el incremento de los gastos y concesión neta de préstamos que registraron una expansión de +9.3% (US\$780.7 millones). Por su parte, los ingresos corrientes presentaron un incremento por +6.8% (US\$533.3 millones) debido a la variación positiva de los ingresos tributarios (US\$293.4 millones), ingresos no tributarios (US\$108.5 millones), transferencias de Financieras Públicas (US\$112.1 millones) y Contribuciones a la seguridad social (US\$31.4 millones).

En términos de comercio internacional, se registró una reducción del Déficit de la balanza comercial, como resultado de la disminución en las importaciones en el periodo de análisis. En ese sentido, la Balanza Comercial reportó un déficit de US\$9,150 millones, menor en 8.4% (US\$843 millones) al reportado en 2022 (US\$9,993 millones). Al cierre de 2023, El Salvador realizó un total de exportaciones FOB por US\$6,498 millones, las cuales registraron una disminución de 8.7% (US\$617 millones) debido a decrecimiento en la Industria de manufactura de maquila (-US\$420 millones) e Industrias manufactureras (-US\$198 millones). Respecto a las importaciones, estas alcanzaron un monto de US\$15,648 millones, correspondiente a un decrecimiento interanual de 8.5% (US\$1,460 millones), principalmente por la reducción de US\$1,184 millones en industrias manufactureras y de maquilas en US\$266 millones.

Las expectativas de crecimiento económico se ajustan a la baja, dadas las condiciones económicas globales. Para el año 2024 el Banco Mundial proyecta una tasa de crecimiento de 2.3%, por debajo del crecimiento de 2023 (2.6%); sin embargo, la proyección del BCR se encuentra en un rango de entre 3.0% y 3.5%, donde la actividad productiva sería impulsada principalmente por la inversión privada y pública, y el turismo estaría promovido por un ambiente de seguridad y certidumbre para personas y empresas, así como la demanda externa, la cual se espera favorezca a las exportaciones. Adicionalmente, el flujo de remesas ha tenido una desaceleración respecto a años anteriores, lo que también contribuye a la ralentización del crecimiento del PIB.

En cuanto a aspectos sociales, de acuerdo con el Informe Sobre las Tendencias del Empleo en El Salvador publicado por el Sistema de Información del Mercado Laboral (SIMEL), a diciembre de 2023 se contabilizaron 1,000,976 cotizantes en planilla, equivalente a un crecimiento interanual de 3.4% (+32,731 nuevos cotizantes), superando por primera vez el millón de cotizantes. Por otra parte, se muestra un leve retroceso en cuanto a la percepción de la corrupción respecto a 2022, donde el Índice de Percepción de la Corrupción lo ubica en el ranking 126 de 180 países con un puntaje de 31/100 (2022: 33/100); siendo 0 el nivel de mayor corrupción y 100 el de menor corrupción. 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 2023 con 2.4.

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 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

A diciembre 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. Maria 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

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 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 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 adquiera 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%
	Tramo 10: 8.50%
	Tramo 11: 9.80%
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 US\$	Plazo Emisión (meses)	Fecha de colocación	Fecha de vencimiento	Tasa Interés
Emitido	Tramo 1	5,855,000	12	31/03/2022	31/03/2023	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%
Emitido	Tramo 10	3,000,000	12	13/10/2023	13/10/20234	8.50%
Emitido	Tramo 11	5,000,000	240	13/10/2023	13/03/2042	9.80%
Total Emitido:		126,205,000				

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.

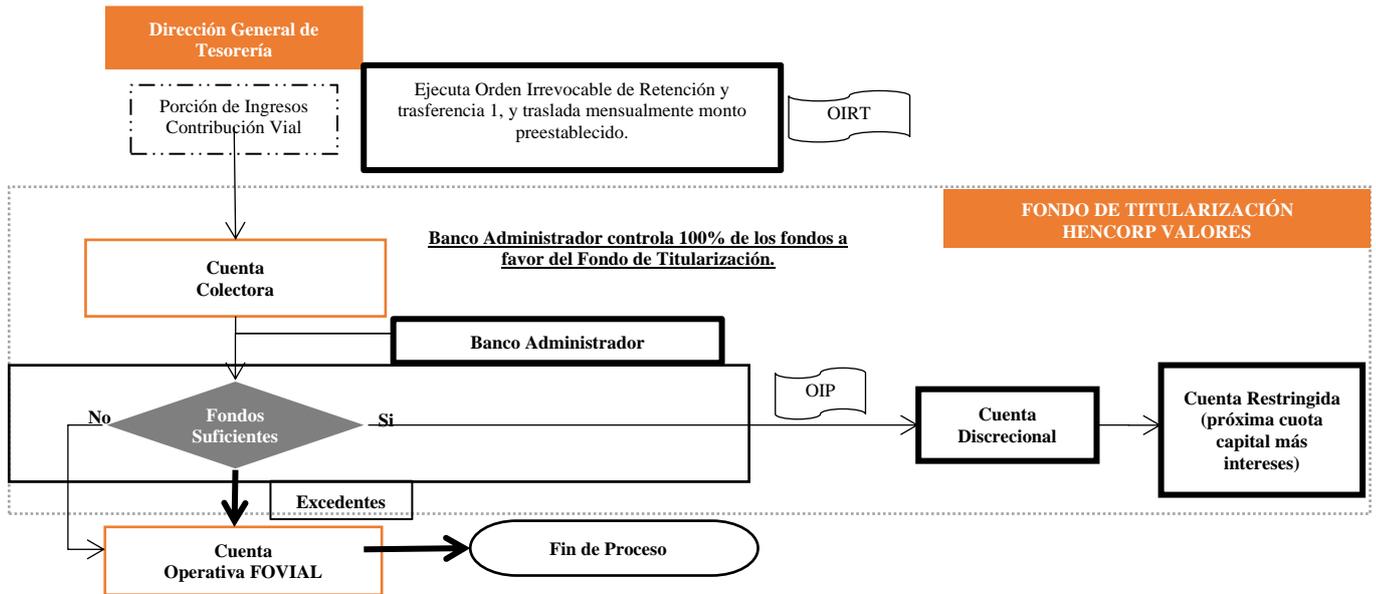
La Cuenta Colectora es administrada por el Banco Administrador de acuerdo con contrato firmado por el Banco, la Titularizadora y FOVIAL, y cuenta con los fondos mencionados anteriormente. El Banco Administrador deposita el monto de cesión en la Cuenta Discrecional del fondo de titularización a través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

⁴ Autorizados por la Superintendencia del Sistema Financiero.

Mecanismo de asignación de flujos

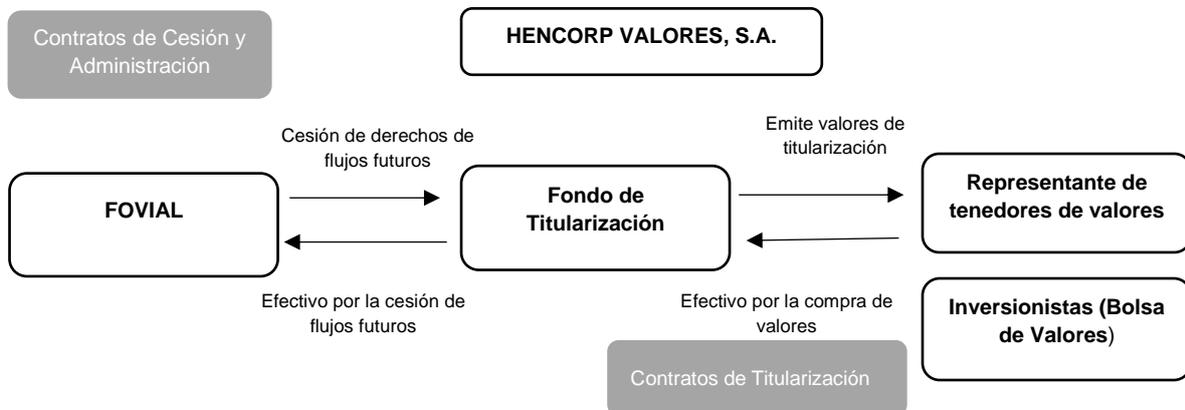


Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

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 cuantitativo del Originador

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

Análisis de Resultados

Ingresos

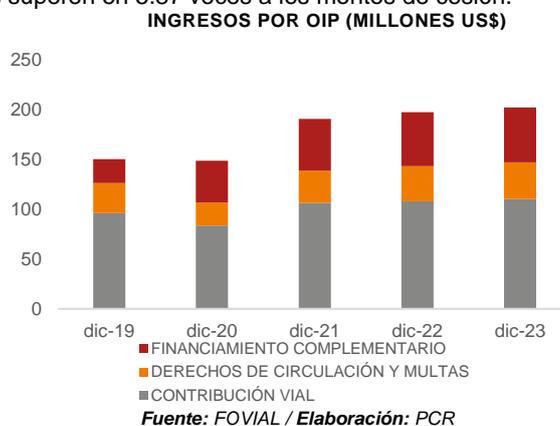
A diciembre de 2023, los ingresos totales de FOVIAL ascendieron a US\$226.28 millones, lo que representa un incremento significativo de +US\$28.29 millones (+14.29%) respecto a su periodo comparativo. Este aumento proviene principalmente de mayores transferencias de capital recibidas del Sector Público las cuales incrementaron en +US\$21.42 millones (+11.47%) mismas que son destinadas para gastos relacionados con la ejecución de proyectos; asimismo, los ingresos financieros y otros contribuyeron con un crecimiento de +US\$9.13 millones (+5.19 veces), dicha variación es atribuible a la rentabilidad de las inversiones que la Institución mantiene en Títulos de Valor.

Ingresos operacionales

Las fuentes de ingresos operacionales de FOVIAL, se originan principalmente de las contribuciones obligatorias impuestas⁵ a los importadores o refinadores por la venta de diésel, gasolina o mezclas de combustibles; adicionalmente, se incluyen los pagos por derechos y multas; así como el financiamiento complementario⁶. En ese sentido, al periodo analizado la demanda de combustible (diésel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes) totalizó los 551 millones de galones, lo que representa un leve crecimiento interanual del 2.04% (diciembre 2022: 540 millones de galones).

Con base en lo anterior, a diciembre de 2023 los ingresos por contribución vial de FOVIAL totalizaron en US\$110.15 millones, presentando un aumento de +US\$2.20 millones (+2.04%) (diciembre 2022: US\$107.96 millones). Del mismo modo, los ingresos por derechos de circulación y multas crecieron en US\$1.40 millones (+3.97%), alcanzando un total de US\$36.56 millones (diciembre 2022: US\$35.17 millones), finalmente, los ingresos por financiamiento complementario registraron un total de US\$55.08 millones, equivalente a un crecimiento de US\$1.10 millones (+2.04%). Por su parte, los ingresos por Contribución vial representan el 54.59% de los ingresos que respalda la Titulización, seguido de los ingresos por financiamiento complementario (27.29%). Por último, los ingresos por derechos y multas componen el 18.12% restante.

De acuerdo con el Decreto No. 728⁷, se consideran para el pago del Fondo los ingresos provenientes de derechos y multas, así como los ingresos por financiamiento complementario. Lo anterior ha resultado en que las coberturas de los ingresos mencionados superen en 5.87 veces a los montos de cesión.



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.

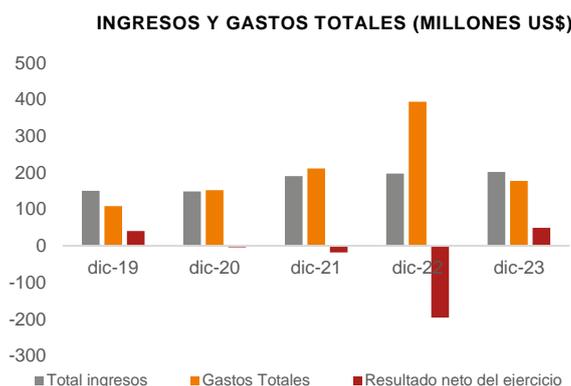
A diciembre de 2023, los gastos totales alcanzaron US\$176.98 millones, representando una importante reducción de -US\$217.01 millones (-55.08%) a compararlo con el periodo anterior (diciembre 2022: US\$393.99 millones), derivada de un menor gasto en proyectos de inversión pública de -US\$235.76 millones (-63.27%). En contraste, los gastos financieros crecieron en +US\$12.68 millones (104.19%), que incluyen intereses y comisiones tanto de

⁵ La contribución de conservación vial es de US\$0.20 por cada galón de gasolina, diésel, o sus mezclas con otros carburantes.

⁶ De acuerdo con el Decreto Legislativo No. 736 de 2017, el Ministerio de Hacienda deberá de transferir al Fovial un monto determinado en Dólares estadounidenses, por galón de diésel, gasolinas y sus mezclas con otros carburantes. Este monto se definió como US\$0.10 para el 2020 en adelante.

⁷ 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. Por lo que la OIP no considera para esta fecha de análisis los ingresos provenientes por Contribución Vial.

deuda interna como externa; así como los gastos en bienes de consumo y servicios en +US\$5.7 millones (131.4%). Con base en lo anterior, el resultado neto cerró con un superávit de US\$49.30 millones, con un aumento de +US\$245,31 millones, en comparación con el déficit del periodo anterior -US\$196.00 millones.

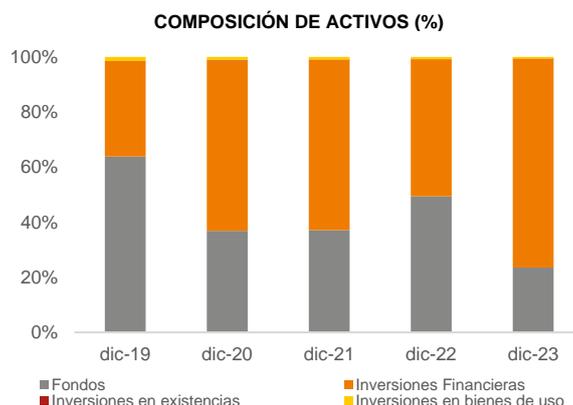


Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Activos

A fecha de análisis, los activos totales de FOVIAL ascendieron a US\$326.35 millones, reflejando un incremento interanual de +US\$94.33 millones (+40.66%) en comparación a diciembre 2022 (US\$232.01 millones), producto de la expansión observada en las Inversiones financieras⁸ (+US\$132.19 millones, +1.14 veces), explicada por la adquisición de Títulos Valores con un saldo a la fecha de US\$159.71 millones. En contraste, los Fondos Propios registraron una disminución de -US\$37.79 millones (-33.02%), derivado de una reducción en las disponibilidades y anticipos de fondos por parte de la institución.

En términos de estructura, las Inversiones Financieras han incrementado su participación dentro de los activos de la Institución ubicándose en 75.86% (+26pp), seguido de los fondos propios los cuales representaron el 23.49% compuestos principalmente por los activos más líquidos de la institución. En menor medida, se encuentran las inversiones en bienes de uso (0.65%).



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Pasivos y Patrimonio

A diciembre de 2023, los pasivos alcanzaron un saldo de US\$530.61 millones, lo que representa un aumento de US\$45.03 millones (+9.27%) en comparación con el período anterior (diciembre 2022: +US\$485.59 millones), en consecuencia del crecimiento en la deuda financiera⁹, la cual reportó un saldo de US\$283.75 millones, superior en +US\$113.21 millones al saldo presentado en diciembre de 2022 (US\$170.54 millones). Esto se debe en parte al aumento del endeudamiento externo en +US\$95.72 millones (+2.06 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\$17.49 millones (+14.09%), principalmente debido a la emisión de nuevos tramos del Fondo de Titularización FOVIAL 04.

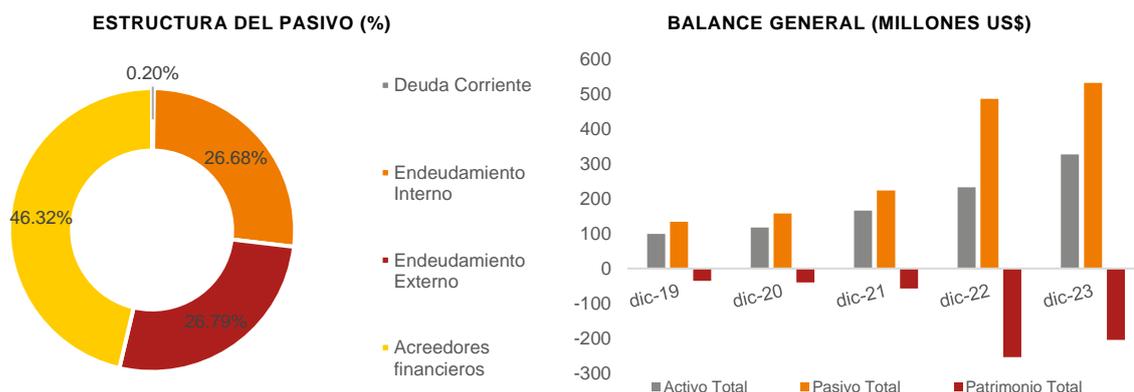
En contraste, los acreedores financieros presentaron una contracción interanual de -US\$67.78 millones (-21.62%), lo cual es atribuible a menores compromisos pendientes de pago relacionados con la disminución en el gasto en inversión pública. Respecto a la deuda corriente, esta se contrajo en -US\$0.41 millones (-27.23%) debido a una reducción en los depósitos de terceros.

En términos de estructura, la deuda financiera representa el 53.48% de los pasivos totales, distribuyéndose en endeudamiento externo (26.68%) y endeudamiento interno (26.79%); seguido de los acreedores financieros que representaron el 46.32% del total de obligaciones, el 0.20% restante corresponde a la deuda corriente.

⁸De 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.

⁹ La Deuda financiera se compone del endeudamiento interno y endeudamiento externo

Por el lado del patrimonio total, este presentó un déficit de -US\$204.27 millones, resultado de las pérdidas acumuladas en ejercicios anteriores, por lo que los activos de la institución están respaldados completamente por deuda.

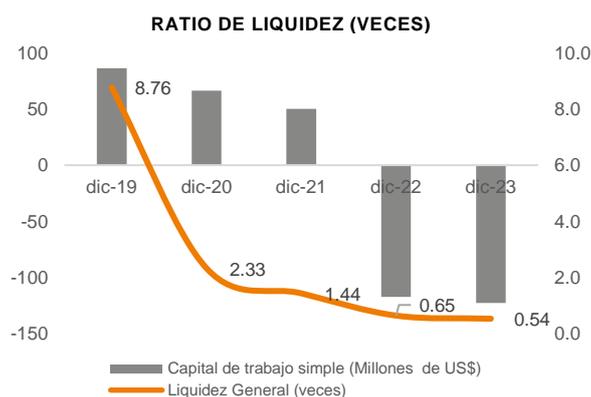


Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

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 año 2023, FOVIAL muestra niveles de liquidez ajustados, resultado de la disminución en los activos corrientes (-34.02%) en mayor proporción con respecto a las obligaciones de corto plazo (-20.45%), producto de la reducción de las disponibilidades de la entidad. Como consecuencia, el indicador de liquidez se situó en 0.54 veces, inferior al presentado en el periodo anterior (0.65 veces).



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Riesgo de Solvencia

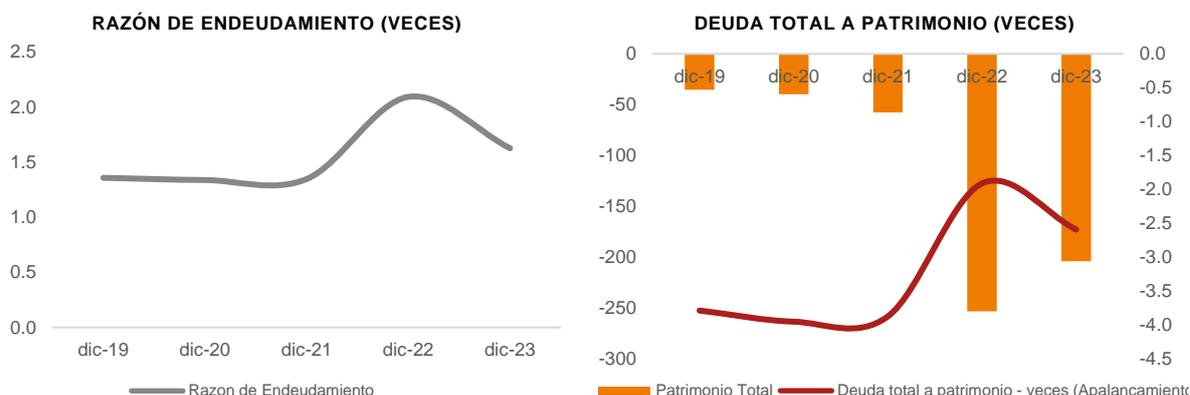
Este riesgo se vincula con la capacidad de la entidad para cumplir con sus compromisos financieros y garantizar la obtención de fondos en el futuro. Está relacionado con la estructura de capital global de la institución y su nivel de apalancamiento.

A diciembre de 2023, la razón de endeudamiento¹⁰ de FOVIAL fue de 1.53 veces, menor a la reportada en diciembre 2022: 2.09 veces, asimismo, se encuentra por debajo del promedio de los últimos cuatro cortes (2019-2022: 1.60 veces), producto del incremento en mayor ritmo de los activos (+40.66%) a compararlo con los pasivos (+9.27%); reflejando una alta dependencia por parte de la Institución en la financiación mediante deuda para operar.

Por otro lado, el apalancamiento patrimonial¹¹ se situó en -2.60 veces, (-1.91 veces a diciembre 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.

¹⁰ Pasivo / Activo

¹¹ Pasivo / Patrimonio



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Cobertura de la Titularización

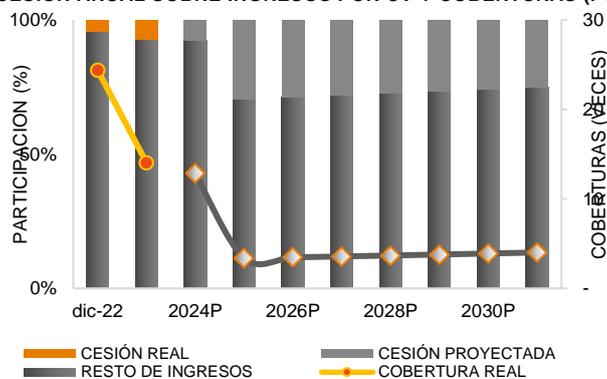
Considerando la redención anticipada de los primeros tres Fondos de Titularización en marzo de 2023, la estructura actual de la titularización de los ingresos futuros de FOVIAL, consiste en una emisión hasta US\$615.52 millones, en la cual mantiene un resguardo financiero donde se compromete hasta el 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 7.12% de los ingresos del FOVIAL¹², equivalentes a un monto cedido de US\$15.60 millones. Por su parte, se destaca una holgada cobertura de 14.04 veces al período de análisis. Es importante resaltar que, en el caso del pago de las cesiones proyectadas, al año 2024 se toma en cuenta solo la porción colocada por la Titulizadora; mientras que, para los años 2025 al 2031, se plantea que el Fondo emita la totalidad permitida, en ese sentido, se estima que los ingresos otorgarán una cobertura promedio de 4.50 veces.

COMPONENTE	dic-23	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
INGRESOS DE FOVIAL (US\$ MM)	219.08	225.46	232.05	238.86	245.90	253.18	260.70	268.47	276.50
CESIÓN TOTAL (US\$ MM)	15.60	17.54	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90
PARTICIPACIÓN INGRESOS (%)	7.12%	7.78%	29.69%	28.85%	28.02%	27.21%	26.43%	25.66%	24.92%
COBERTURA INGRESOS (VECES)	14.04	12.85	3.37	3.47	3.57	3.67	3.78	3.90	4.01

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

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



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

Finalmente, tomando en cuenta el Decreto No. 728¹³, se consideran para el pago del Fondo los ingresos provenientes de derechos y multas, así como los ingresos por financiamiento complementario. Lo anterior ha resultado en que las coberturas de los ingresos mencionados superen en 5.87 veces respecto a los montos de cesión. Asimismo, se estima que dichos ingresos concederán una cobertura promedio de 2.31 veces al finalizar la emisión.

COMPONENTES	dic-23	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
INGRESOS POR DERECHOS Y MULTAS (US\$ MM)	36.56	38.17	39.84	41.59	43.41	45.31	47.30	49.37	51.54
FINANCIAMIENTO COMPLEMENTARIO(US\$ MM)	55.08	57.49	60.01	62.64	65.39	68.26	71.25	74.37	77.63
CESIÓN TOTAL (US\$ MM)	15.60	17.54	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90
COBERTURA (VECES)	5.87	5.45	1.45	1.51	1.58	1.65	1.72	1.80	1.87
PARTICIPACIÓN (%)	17.03%	18.34%	69.01%	66.11%	63.33%	60.67%	58.12%	55.68%	53.34%

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

¹² No incluye ingresos por actualizaciones y ajustes.

¹³ 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. Por lo que la OIP no considera para esta fecha de análisis los ingresos provenientes por Contribución Vial.

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 de la titularización representó el 8.77% 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 financiamiento¹⁴ de US\$283.75 millones, mientras que los ingresos de los últimos doce meses reportados por FOVIAL suman US\$208.16 millones; en ese sentido, la razón de endeudamiento se ubicó en 1.36 veces, este comportamiento obedece al incremento de las obligaciones financieras externas de la entidad.

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 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 que a la fecha de análisis posee la administración de 24 de 41 titularizaciones activas según la Superintendencia de Sistema Financiero (SSF)¹⁵, con lo cual se posiciona con el 58.5% 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:

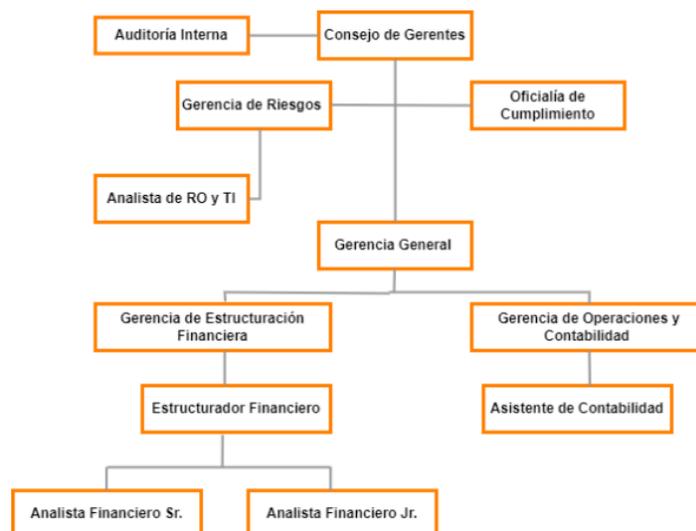
- Código de Ética
- Manuales de políticas, Normas y Procedimientos.
- Comités: Auditoría, Administración Integral de Riesgos, Prevención de Lavado de Dinero y Activos y demás Comités de apoyo.
- Junta Directiva y Alta Gerencia.
- La Misión, Visión, Valores y Objetivos corporativos.

¹⁴ BCIE US\$42.17 millones y US\$100.00 millones + Titularización (FT04) US\$117.95 millones + Préstamo Banco Hipotecario US\$23.63 millones.

¹⁵ Información obtenida de: [titularizaciones ganan terreno en el mercado salvadoreño \(bolsadevalores.com.sv\)](http://titularizaciones.ganan terreno en el mercado salvadoreño (bolsadevalores.com.sv))

Estructura Organizacional

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



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

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 ¹⁶	
Accionista	Participación	Cargo	Nombre
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.99%	Gerente Presidente	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Eduardo Alfaro Barillas	00.01%	Gerente Secretario	Roberto Arturo Valdivieso Aguirre
Total	100%	Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
		Gerente Administrativo	José Adolfo Galdámez Lara
		Gerente Suplente	Felipe Holguín
		Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
		Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés
		Gerente Suplente	Gerardo Miguel Barrios Herrera

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 diciembre 2023, Hencorp presentó una ligera reducción en su razón corriente, cerrando en 3.0 veces (diciembre 2022: 3.2 veces), manteniendo una buena capacidad financiera para responder a sus obligaciones de corto plazo.

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

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

Por otra parte, las utilidades netas reportadas a diciembre 2023 alcanzaron los US\$2,518 miles, mostrando un crecimiento de 17.4% (+US\$373.3 miles) respecto a diciembre 2022, como efecto de la disminución en los costos de explotación en un -15.39% (-US\$409 miles). Lo anterior influyó en una mejora de los indicadores de rentabilidad al reportar un retorno sobre activos (ROA) de 42% (diciembre 2022: 40.5%). Asimismo, el retorno patrimonial (ROE) se ubicó en 62.6%, evidenciando un crecimiento de 3.7 p.p. respecto a diciembre 2022 (58.9%).

Rentabilidad	ROA Y ROE (%)				
	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
ROA	34.6%	32.8%	37.7%	40.5%	42.0%
ROE	50.6%	47.2%	56.2%	58.9%	62.6%

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

¹⁶ Consejo 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

Estados Financieros No Auditados FOVIAL

BALANCE GENERAL DE FOVIAL (EN MILLONES US\$)						
Componentes	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
FONDOS	48.06	63.02	43.32	61.49	114.46	76.66
INVERSIONES FINANCIERAS	27.07	34.21	72.79	102.55	115.37	247.56
INVERSIONES EN EXISTENCIAS	0.00	0.01	0.03	0.02	0.02	0.02
INVERSIONES EN BIENES DE USO	1.39	1.41	1.39	1.74	2.17	2.11
TOTAL ACTIVOS	76.52	98.65	117.53	165.80	232.01	326.35
DEPÓSITOS DE TERCEROS	0.77	0.89	1.38	1.31	1.49	1.08
ENDEUDAMIENTO INTERNO	74.90	63.60	52.45	58.74	124.10	141.59
ENDEUDAMIENTO EXTERNO	64.15	59.27	55.00	50.72	46.44	142.17
ACREEDORES FINANCIEROS	12.01	10.20	48.44	112.60	313.56	245.78
TOTALPASIVOS	151.83	133.97	157.26	223.37	485.59	530.61
PATRIMONIO						
PATRIMONIO	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81
RESULTADO DE EJERCICIOS ANTERIORES	-77.57	-98.13	-58.13	-62.55	-80.39	-276.38
RESULTADO DEL EJERCICIO ACTUAL	-20.56	40.00	-4.42	-17.84	-196.00	49.30
PATRIMONIO TOTAL	-75.32	-35.32	-39.74	-57.57	-253.58	-204.27
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	76.52	98.65	117.52	165.80	232.01	326.35

Fuente: FOVIAL. / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS DE FOVIAL (EN MILLONES US\$)						
COMPONENTES	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
FINANCIEROS Y OTROS	1.25	1.75	2.36	1.22	1.76	10.89
POR TRANSFERENCIAS CORRIENTES RECIBIDAS	0.06	0.04	0.19	0.04	1.66	0.03
POR TRANSFERENCIAS DE CAPITAL RECIBIDAS	124.49	145.55	144.22	186.34	186.74	208.16
POR VENTA DE BIENES Y SERVICIOS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	1.03	0.81	0.49	5.57	7.83	7.20
INGRESOS TOTALES	126.83	148.14	147.27	193.17	197.99	226.28
INVERSIÓN PÚBLICA	133.12	95.69	140.40	196.08	372.64	136.88
PERSONAL	2.49	2.88	3.04	3.39	4.18	4.55
BIENES DE CONSUMO Y SERVICIOS	0.93	1.01	0.93	1.26	4.32	10.01
INVERSIÓN PÚBLICA	0.04	0.02	0.06	0.04	0.12	0.02
FINANCIEROS Y OTROS	9.95	8.14	6.62	7.04	12.17	24.84
POR TRANSFERENCIAS OTORGADAS	0.01	0.01	0.00	0.01	0.02	0.01
COSTOS DE VENTAS Y CARGOS CALCULADOS	0.37	0.40	0.46	0.50	0.55	0.68
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	0.49	0.00	0.17	2.68	0.00	0.00
GASTOS TOTALES	147.39	108.14	151.68	211.00	393.99	176.98
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	-20.56	40.00	-4.42	-17.84	-196.00	49.30

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	dic-23
EFFECTIVO Y SUS EQUIVALENTES	0	0	0	0	0
BANCOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS	666	2,543	3,580	4,350	1,741
INVERSIONES FINANCIERAS	2,493	143	143	222	2,372
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	879	1,045	1,008	528	1,633
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR RELACIONADAS	90	92	71	91	129
RENDIMIENTOS POR COBRAR	2	19	-	1	10
IMPUESTOS	62	54	92	97	94
ACTIVO CORRIENTE	4,192	3,897	4,894	5,289	5,980
MUEBLES	8	10	10	13	12
ACTIVO NO CORRIENTE	8	10	10	13	12
TOTAL ACTIVO	4,199	3,907	4,904	5,301	5,992
CUENTAS POR PAGAR	568	497	703	755	887
CUENTAS POR PAGAR RELACIONADAS	130	147	121	-	-
IMPUESTOS POR PAGAR	631	544	792	907	1,082
DIVIDENDOS POR PAGAR	-	-	-	-	-
PASIVO CORRIENTE	1,329	1,188	1,616	1,663	1,969
PASIVO NO CORRIENTE	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	1,329	1,188	1,616	1,663	1,969
CAPITAL	1,177	1,200	1,200	1,254	1,254
RESERVAS DE CAPITAL	235	235	240	251	251
RESULTADOS	1,458	1,284	1,848	2,134	2,518
RESULTADOS ACUMULADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	5	0	-	-	-
RESULTADOS DEL PRESENTE PERIODO	1,453	1,283	1,848	2,134	2,518
TOTAL PATRIMONIO	2,871	2,719	3,288	3,639	4,023
TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO	4,199	3,907	4,904	5,301	5,992
CUENTAS CONTINGENTES DE COMPROMISO DEUDORAS	628,854	654,915	786,028	948,633	1,078,593
OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	628,854	654,915	786,028	948,633	1,078,593
TOTAL	628,854	654,915	786,028	948,633	1,078,593
CUENTAS CONTINGENTES Y DE COMPROMISOS	628,854	654,915	786,028	948,633	1,078,593
RESPONSABILIDAD POR OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	628,854	654,915	786,028	948,633	1,078,593
TOTAL	628,854	654,915	786,028	948,633	1,078,593

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	dic-23
INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	3,501	3,055	5,102	5,651	5,737
INGRESOS POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3,501	3,055	5,102	5,651	5,737
COSTOS DE EXPLOTACIÓN	1,432	1,290	2,546	2,659	2,250
GASTOS DE OPERACIÓN POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	80	15	900	700	158
GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN Y DE PERSONAL DE OPERACIONES DE TITULARIZACIÓN	1,348	1,272	1,642	1,956	2,089
GASTOS POR DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO POR OPERACIONES CORRIENTES	4	3	3	3	3
RESULTADOS DE OPERACIÓN	2,069	1,765	2,556	2,991	3,487
INGRESOS FINANCIEROS	17	65	84	71	112
INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS	13	24	2	36	99
INGRESOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	5	41	82	35	13
OTROS INGRESOS FINANCIEROS	-	-	0	0	-
GASTOS FINANCIEROS	10	7	0	10	0
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	-	-	-	-	-
GASTOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	1	0	0	0	0
OTROS GASTOS FINANCIEROS	9	7	-	10	-
PÉRDIDAS EN VENTA DE ACTIVOS	-	-	-	-	-
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	2,076	1,823	2,640	3,052	3,599
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	625	540	792	907	1,082
RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS	1,451	1,283	1,848	2,145	2,517
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	2	-	-	-	1
RESULTADOS NETOS DEL PERIODO	1,453	1,283	1,848	2,145	2,518

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

Estados Financieros Auditados FTHVFOV04

BALANCE GENERAL (EN MILLONES US\$)

COMPONENTES	jun-22	dic-22	jun-23	dic-23
BANCOS	1.53	3.31	2.51	3.47
CARTERA DE INVERSIONES	-	-	-	-
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	9.60	8.63	12.52	16.03
RENDIMIENTOS POR COBRAR	-	-	-	-
ACTIVO CORRIENTE	11.13	11.95	15.04	19.49
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	1,366.64	1,360.12	1,348.61	1,337.14
ACTIVO NO CORRIENTE	1,366.64	1,360.12	1,348.61	1,337.14
TOTAL ACTIVO	1,377.77	1,372.07	1,363.64	1,356.63
DOCUMENTOS POR PAGAR	564.59	535.17	485.23	477.75
COMISIONES POR PAGAR	0.01	0.01	0.01	0.01
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	0.05	0.05	0.04	0.05
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	0.18	0.15	0.22	0.19
RETENCIONES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	0.00	0.00	-	-
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	5.96	3.77	2.45	4.16
PASIVO CORRIENTE	570.78	539.15	487.95	482.15
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	30.32	59.76	109.26	114.05
INGRESOS DIFERIDOS	768.34	748.43	727.44	707.58
PASIVO NO CORRIENTE	798.66	808.20	836.70	821.63
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	-	-	24.72	24.72
EXCEDENTER DEL EJERCICIO	8.33	24.72	14.27	28.13
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	8.33	24.72	38.99	52.85
TOTAL PASIVO	1,377.77	1,372.07	1,363.64	1,356.63

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

ESTADO DE RESULTADOS (EN MILLONES US\$)

COMPONENTES	jun-22	dic-22	jun-23	dic-23
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACION	9.73	29.17	19.41	38.81
TOTAL INGRESOS	9.73	29.17	19.41	38.81
POR ADMINISTRACION Y CUSTODIA	0.47	0.96	0.81	1.2
POR CLASIFICACION DE RIESGO	0.05	0.07	0.02	0.04
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	0	0	0	0
POR SERVICIO DE LA EVALUACION	0.02	0.02	-	-
POR HONORARIOS PROFESIONALES	0.09	0.1	0.09	0.1
TOTAL GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACION	0.63	1.15	0.93	1.35
GASTOS FINANCIEROS	0.51	2.86	3.88	8.94
OTROS GASTOS	0.26	0.45	0.33	0.39
TOTAL GASTOS	1.4	4.46	5.14	10.67
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	8.33	24.72	14.27	28.13

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.