

## Fondo de Titularización – Hencorp Valores - FOVIAL Valores de Titularización FTHVFOV 01

<b>Comité No.161/2022</b>	
<b>Informe con EEFF No Auditados al 30 de junio de 2022</b>	<b>Fecha de comité: 14 de octubre de 2022</b>
Periodicidad de actualización: Semestral	Institución Pública, El Salvador
<b>Equipo de Análisis</b>	
Emerson Rodríguez <a href="mailto:erodriguez@ratingspcr.com">erodriguez@ratingspcr.com</a>	Gabriel Marín <a href="mailto:gmarin@ratingspcr.com">gmarin@ratingspcr.com</a> (503) 2266-9471

HISTORIAL DE CALIFICACIONES						
Fecha de información	jun-20	sep-20	dic-20	jun-21	dic-21	jun-22
Fecha de comité	29/10/2020	13/01/2020	24/04/2021	27/10/2021	24/04/2022	14/10/2022
Valores de Titularización Hencorp Valores FOVIAL 01						
Tramo 1 por US\$35,000,000	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

### Significado de la Calificación

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

*Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo 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 FOVIAL 01**, con perspectiva **"Estable"**, con información no auditada al 30 de junio 2022.

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, permitiendo holgados niveles de cobertura de cesión. Adicionalmente se considera el cumplimiento de los resguardos financieros y los apropiados mecanismos operativos y legales de la emisión que dan solidez a la estructura del Fondo.

### 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 20% de sus ingresos anuales y a mantener una relación de endeudamiento total a ingresos totales anuales no mayor a 2.4 veces. A la fecha de análisis, el Originador cumple satisfactoriamente ambos resguardos.
- **Aumento en la demanda de combustible favorece los ingresos del Originador.** A la fecha de análisis, la demanda de combustible se ubicó en 266 millones de galones, superior al promedio de los últimos cinco periodos de análisis (233 millones de galones). Lo anterior permitió incrementar los ingresos percibidos por el Originador, los cuales totalizaron en US\$176.92 millones, mismos que estuvieron impulsados por los ingresos por recaudación por contribución vial, cuyo saldo reflejó una mejora del 0.70% (+US\$0.40 millones) sobre la recaudación de impuestos a la contribución vial, totalizando en US\$53.29 millones.
- **Holgadas coberturas de cesión producto de la estabilidad en los ingresos del Originador.** A junio 2022, los ingresos totales de FOVIAL fueron de US\$176.92 millones, presentando una leve expansión de 3.7% (+US\$6.34 millones) respecto a junio 2021, derivado de las transferencias de capital recibidas (+3.7%; +4.01 millones), lo que permitió que a pesar de la nueva emisión del Fondo de Titularización FOVIAL 04 y las tres emisiones anteriores, el monto de cesión representara el 4.66% de los ingresos totales, mostrando niveles holgados de cobertura de 20.14 veces, favorecido por el leve crecimiento en los ingresos totales de 3.72%. A su vez, considerando únicamente los ingresos por conservación vial, la cobertura de cesión fue de 6.07 veces, representando solo el 16.48% de dichos ingresos.
- **Márgenes financieros beneficiados por la contracción en los gastos de gestión.** Para junio 2022, el resultado neto se ubicó en US\$87.78, siendo un 15.84% superior al periodo anterior, lo cual obedece a la reducción en los gastos de gestión de -5.98% (-US\$5.7 millones) totalizando US\$89.13 millones, explicado por la disminución en el gasto por inversión pública de -32.76% (-US\$8.91 millones). Con base en lo anterior, el margen operacional mejoró con respecto a junio de 2021, pasando de 46.5% a 52.8%; asimismo, favoreció al margen neto el cual cerró en 49.6% (junio 2021; 44.4%).
- **Solvencia del Originador presionada ante mayores compromisos financieros adquiridos:** Al junio 2022, la razón de endeudamiento<sup>1</sup> de FOVIAL fue de 1.09 veces, mayor a la reportada en junio de 2021 (0.78 veces), producto de los altos compromisos financieros que mantiene la institución, demostrando que los recursos han sido mayormente financiados por deuda. Por su parte, el indicador de liquidez pasó de 6.65 a 3.53 veces, ubicándose por debajo del promedio reportado durante los últimos cinco semestres (13.07 veces). A pesar de dicho comportamiento, la entidad recibe apoyo del Gobierno de El Salvador, lo cual permite responder oportunamente a las obligaciones adquiridas.

## 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.** Al período de análisis no se han encontrado elementos que se consideren como limitantes para la clasificación.

**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 22 de febrero 2022, la Superintendencia del Sistema Financiero autorizó el Fondo de Titularización FOVIAL Cero Cuatro, por un monto máximo de emisión de US\$615,524,000 millones para un plazo de 240 meses.

<sup>1</sup> Pasivo total / Activo total  
[www.ratingspcr.com](http://www.ratingspcr.com)

## **Panorama Internacional**

El Banco Mundial en su informe “Perspectivas económicas mundiales” prevé una desaceleración de la actividad económica desde una tasa de 5.7% en 2021 hasta 2.9% en 2022, producto de dos años de pandemia y como resultado de la intensificación de los efectos secundarios de la invasión de la Federación Rusa a Ucrania. La guerra en Ucrania ha generado un aumento de los precios de los productos básicos y energía, generando disrupciones en la oferta, aumentando la inflación, la inseguridad alimentaria y la pobreza, al mismo tiempo que genera condiciones financieras más restrictivas e incrementa la incertidumbre en los mercados.

A partir del año 2020, donde se alcanzaron valores mínimos, la inflación ha registrado aumentos como efecto de la recuperación de la demanda mundial, cuellos de botella en la oferta y el alza marcada de los precios de los alimentos y la energía, sobre todo desde la invasión de Rusia a Ucrania. Bajo este contexto, se esperaba que el punto inflacionario más alto se produjera a mediados de 2022, pero a pesar de su posterior desaceleración, se mantenga en niveles altos para el final del año e incluso por encima de las metas fijadas por los bancos centrales en los años próximos. Lo anterior, sumado a la desaceleración del crecimiento económico propicia un incremento del riesgo de estanflación, presionando a las economías emergentes a reforzar sus reservas fiscales y externas, fortalecer su política monetaria e implementar reformas económicas para su crecimiento.

La guerra en Ucrania afecta en distinta medida a las economías, por medio de los impactos en el comercio, producción mundial, precios de los productos básicos, inflación y tasas de interés. Se espera que los efectos secundarios más graves se produzcan en la región de Europa y Asia Central con una marcada reducción en la producción. Solamente algunos países exportadores de energía resultarán beneficiados por el aumento de dichos precios, no obstante, las economías emergentes y en desarrollo experimentarán un riesgo de deterioro por intensificación de las tensiones geopolíticas, aumento de la inflación, escasez de alimentos, incremento de los costos financieros, nuevos brotes de Covid-19 y desastres naturales.

Para la región de Latinoamérica y el Caribe, El Banco Mundial proyecta una tasa de crecimiento de 2.5% en 2022, luego del 6.7% registrado en 2021 producto del repunte posterior a la pandemia. La desaceleración del crecimiento se debe al endurecimiento de la situación financiera, el debilitamiento de la demanda externa, la creciente inflación y la incertidumbre en materia de políticas fiscales en algunos países aunado a los efectos de la desaceleración de la economía mundial y al impacto de la guerra en Ucrania en los precios de la energía y productos básicos. Para la región centroamericana se prevé un crecimiento de 3.9%, afectado por la actividad de la economía en EE. UU., que provocará una menor demanda de exportaciones y niveles de remesas más bajos.

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. Según la actualización de las “Perspectivas de la Economía Mundial” de julio de 2022 del Fondo Monetario Internacional, los diferenciales de riesgo de emisores por debajo del grado de inversión han aumentado en 104 puntos básicos desde abril de 2022 y aproximadamente un tercio de los emisores de mercados emergentes tienen bonos cotizando con rendimientos en exceso del 10%, alcanzando un máximo posterior a la crisis financiera global y evidenciando un deterioro de la situación fiscal de los países.

## **Desempeño Económico**

Al mes de mayo de 2022, de acuerdo con la información disponible en el Banco Central de Reserva, la actividad económica del país, medida a través del índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE), registró un crecimiento de 4.1% respecto al mismo periodo del año anterior. Este índice aún se mantiene por encima del promedio de niveles prepandemia y marca una ligera tendencia de mejora respecto a los primeros meses de 2022, a pesar de las condiciones inflacionarias globales por el aumento de precios de las materias primas, alimentos y energía. Los sectores que muestran un mayor dinamismo de crecimiento son las actividades de Administración Pública y Defensa con 7.06%, Construcción 6.57%, Comercio 5.68% y Actividades Profesionales, Científicas y Técnicas 5.26%.

Al analizar el crecimiento del PIB por el enfoque del gasto, se observa un aumento del consumo privado de 4.1%, influenciado por el dinamismo de la actividad económica y la recepción de remesas en los hogares. Adicionalmente el consumo público registra un aumento de 3.1% al primer trimestre comparado con su periodo similar del año anterior. Estos factores, sumados al incremento de las importaciones que reportaron una tasa de 10.7%; compensaron la reducción en la formación bruta de capital que reportó una disminución de 3.4%, en contraste con el crecimiento reportado en las exportaciones el cual alcanzó una tasa de crecimiento de 10.9%. Por su parte, las remesas a junio de 2022 reportaron una tasa de 3.5%, totalizando los US\$3,778.7 y a marzo representaron el 23.3% del PIB comparada con el 25.6% del periodo similar anterior.

Producto de las condiciones económicas nacionales y globales, a junio de 2022 el índice de precios al consumidor (IPC) se ubicó en 7.8%, marcando una tendencia al alza desde el inicio de año y alcanzando su máximo histórico en las últimas décadas. Dicho comportamiento se asocia a la alta dependencia de productos de consumo importados, en su mayoría relacionados con alimentos que provienen de Estados Unidos, al aumento de los precios de los combustibles, así como a los problemas geopolíticos que han causado distorsiones en los mercados de bienes y en las cadenas de abastecimiento. Los sectores que presentan mayor incremento son el de Alimentos y Bebidas no alcohólicas (14.19%), Muebles y artículos para el hogar (9.52%), Recreación y Cultura (9.12%), Bienes y Servicios Diversos (7.83%) y Restaurantes y Hoteles (7.54%).

Por otra parte, el sistema financiero presentó un crecimiento de la cartera bruta de 9.43% alcanzando los US\$16,783.0 millones (junio 2021: US\$15,336.5 millones), debido a la buena dinámica presentada en las actividades de intermediación financiera. Por su parte, los depósitos alcanzaron los US\$17,505.1 millones con una tasa de crecimiento interanual de 3.63%. Adicionalmente, el spread financiero se ubicó en 1.7%, reportando una reducción respecto a junio de 2020, donde se ubicó en 2.7% debido a la reducción de la tasa de interés activa para préstamos hasta un año plazo que se situó en 6.2% (junio 2021: 6.5%); mientras que la tasa de interés pasiva para depósitos al Valor Agregado de 180 días se fijó en 4.5%, evidenciando un incremento importante desde junio de 2021, donde se ubicó en 3.8%.

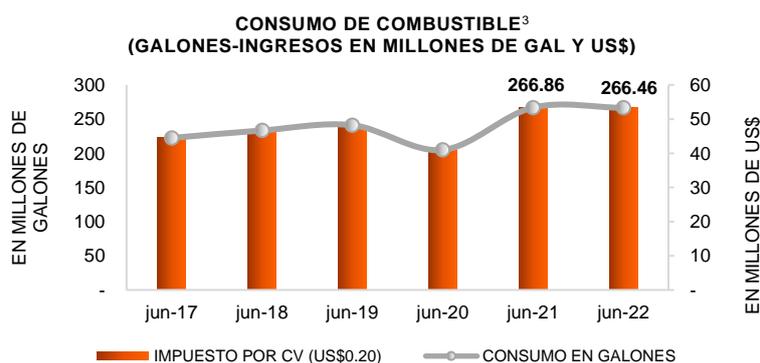
En cuanto a la situación fiscal del país, en el primer semestre del año se reporta una mejora en el déficit fiscal al ubicarse en US\$61.3 millones, con una reducción de -88.2% comparado con el reportado al mismo periodo del año anterior. Este comportamiento se debe a un incremento en los ingresos corrientes en 17.4% (US\$628.2 millones), influenciado por el aumento de los ingresos tributarios (+US\$555.7 millones) que se derivan del pago de Impuestos al Valor Agregado (IVA) y Renta, producto de una buena dinámica económica en el primer semestre. Adicionalmente, también se produjo un aumento por contribuciones a la seguridad social (+US\$43.1 millones).

A pesar de la mejora en el déficit fiscal a junio de 2022, el endeudamiento público ha incrementado en 5.7% (US\$1,330.7 millones) respecto a junio de 2021, con un aumento de la deuda pública interna de 5.9% (US\$702.0 millones) y deuda pública externa de 5.6% (US\$628.8 millones). El nivel de endeudamiento de El Salvador que a diciembre de 2021 se ubicaba en 83.9% del PIB, constituye la mayor preocupación de los mercados financieros, ante las dificultades del gobierno para lograr un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional que le permita cumplir con sus obligaciones, específicamente los vencimientos de Eurobonos que vencen en 2023 y 2025 por \$1,600 millones. Esto ha propiciado un incremento en el indicador de riesgo soberano que ha alcanzado niveles históricos en las últimas décadas al ubicarse al cierre de junio en 27.0%.

Respecto a la balanza comercial, se ha experimentado un buen dinamismo a junio de 2022, donde las exportaciones FOB alcanzaron una tasa de crecimiento de 16.8% (US\$546.6) y totalizaron US\$3,802.3 millones. La industria manufacturera representó el 75.6% del total de exportaciones, alcanzando los US\$2,876.1 millones y que con respecto a junio de 2021 reportaron un aumento de 15.1% (US\$377.8 millones). Por su parte, las importaciones alcanzaron un monto de US\$8,934.4 millones, correspondiente a una tasa de crecimiento interanual de 27.2% (US\$1,908.6 millones) producto de una buena dinámica de consumo de los salvadoreños que han demandado bienes importados.

Adicionalmente, las expectativas de crecimiento de la economía local se ven limitadas dadas las condiciones económicas globales. El Banco Central de Reserva ha revisado a la baja su proyección de crecimiento de la economía de El Salvador y al 30 de junio estimaba un crecimiento de 2.6% comparado con el 4.0% proyectado en enero. Según el BCR, este ajuste en la tasa de crecimiento de la economía está influenciado por los elevados precios a nivel nacional e internacional y la desaceleración significativa de la economía mundial. De forma similar, el Banco Mundial proyecta una tasa de crecimiento de 2.7% en su informe de Perspectivas Económicas Mundiales a junio de 2022.

Finalmente, la demanda de combustible (diésel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes) totalizó en 266 millones de galones<sup>2</sup>, reflejando una leve disminución interanual de -0.2% (-0.4 millones de galones), manteniendo un consumo superior al promedio de los semestres anteriores (233 millones de galones), demostrando una baja elasticidad en el precio de los hidrocarburos.



## 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,

<sup>2</sup> Cifras reportadas por FOVIAL.

<sup>3</sup> Cifras reportadas por FOVIAL.

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 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 2022, 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

#### Análisis cuantitativo del Originador

El análisis financiero se ha realizado sobre la base de los Estados Financieros no Auditados del período de junio 2022, preparados en conformidad a los Principios de Contabilidad Gubernamental, dependencia del Ministerio de Hacienda de El Salvador.

#### Activos

A fecha de análisis, los activos de FOVIAL ascendieron a US\$237.13 millones, reflejando un crecimiento interanual de 47.49% (+US\$76.35 millones), como resultado del aumento de los deudores monetarios a largo plazo (+US\$31.40 millones), lo cual incluye los derechos monetarios devengados pendientes de cobro al cierre del ejercicio contable; a su vez, los fondos disponibles crecieron un 42.43% (+US\$60.67 millones), producto del aumento de las disponibilidades en 139.98% (+US\$59.40 millones).

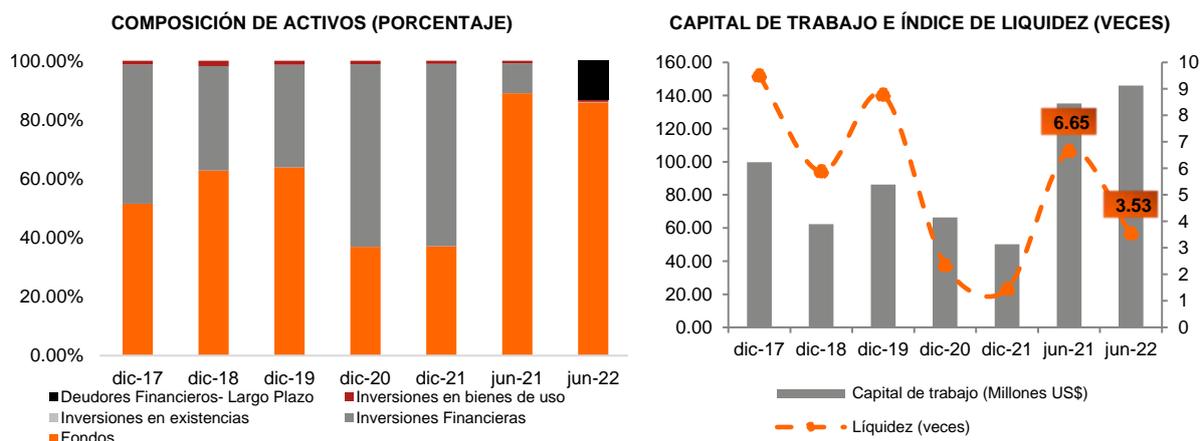
En términos de estructura, los fondos disponibles presentan a la fecha de análisis una mayor participación en cuanto a los activos del Originador, contando con una representación del 85.89%, seguido por los deudores financieros a largo plazo con un 13.24%; y en menor medida por las inversiones en bienes de uso (0.75%) y las inversiones financieras (0.10%).

#### Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez hace referencia a la dificultad de la entidad para poder hacer frente a sus obligaciones financieras de corto plazo debido a la incapacidad de convertir sus activos en liquidez sin incurrir en pérdidas.

Al cierre del primer semestre de 2022, el capital de trabajo de FOVIAL se ubicó en US\$146.02 millones, mostrando un crecimiento de 7.97% respecto a junio de 2021, derivado de un mayor crecimiento nominal en los fondos disponibles (+US\$60.67 millones). Por otro lado, los acreedores financieros presentaron una expansión de

148.14% (+US\$33.43 millones), con un total de 55.99 millones (junio 2021: US\$22.56 millones) asociado a los pagos pendientes a compañías de servicios de construcción, señalización vial, entre otros. El comportamiento anterior provocó que el indicador de liquidez pasara de 6.65 a 3.53 veces, siendo además inferior al promedio reportado durante los últimos cinco años (5.58 veces).



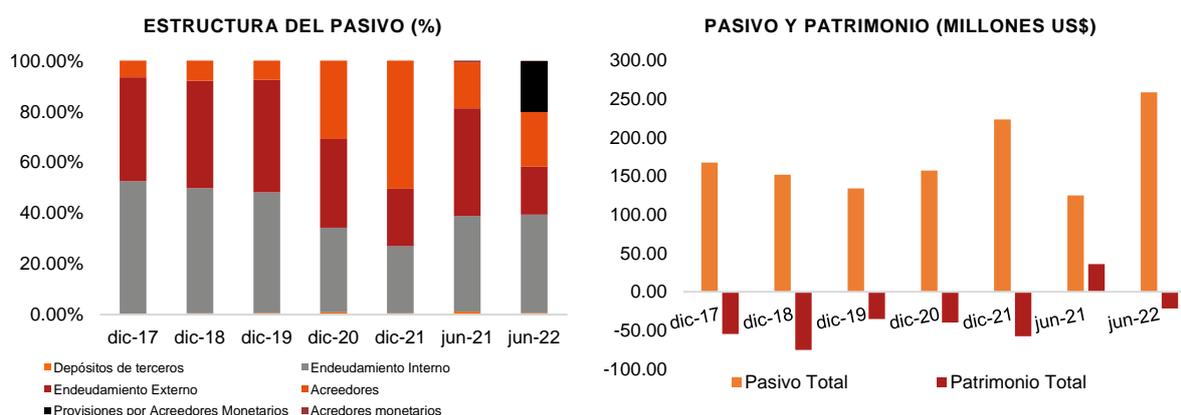
Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

### Pasivos y Patrimonio

A junio 2022, los pasivos totales ascendieron a US\$258.66 millones, equivalentes a un crecimiento de 107.38% (+US\$133.93 millones), derivado del incremento en los acreedores financieros en 148.14% (+US\$33.43 millones) a consecuencia de los compromisos de corto plazo adquiridos por la institución con compañías de servicios de construcción y señalización. Por su parte, se registró un incremento en el endeudamiento interno de 112.91% (+US\$53.16 millones) producto de las obligaciones del nuevo Fondo de Titularización FOVIAL 04; mientras que el endeudamiento externo presentó una contracción de -8.09% (-US\$4.28 millones), influenciado por la amortización de capital de la deuda adquirida con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE). Cabe destacar que el Originador mantiene provisiones por acreedores monetarios que totalizaron en US\$51.74 millones, debido a compromisos pendientes de pago derivado de contratos, acuerdos o convenios pendientes de recepción.

A nivel de estructura, el financiamiento de terceros representó el 79.18% de los pasivos, donde el endeudamiento interno representa el 38.75% del total de dicho financiamiento, seguido de los acreedores financieros con 21.65%, mientras que el endeudamiento externo cuenta con una participación del 18.78%; adicionalmente las provisiones por acreedores monetarios mantienen una porción del 20.00%, el 0.81% restante corresponde a la participación de la deuda corriente.

Para el periodo de análisis, el patrimonio total presentó un déficit de -US\$21.53 millones respecto a junio de 2021 (US\$36.04 millones) producto que los activos de la institución son totalmente respaldados por deuda. Cabe destacar que FOVIAL invierte la mayor parte de sus ingresos en la reparación y mantenimiento de la red vial, de propiedad pública, por lo que éste solo puede ser considerado como gasto y no como inversiones de activo.



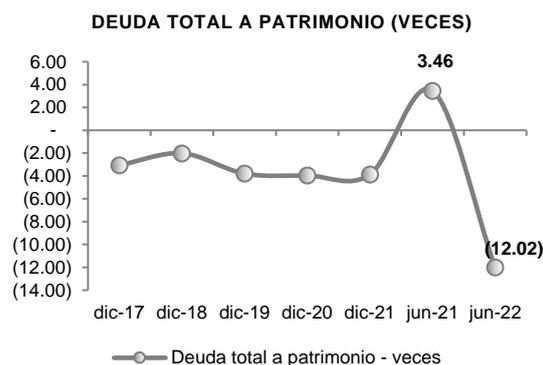
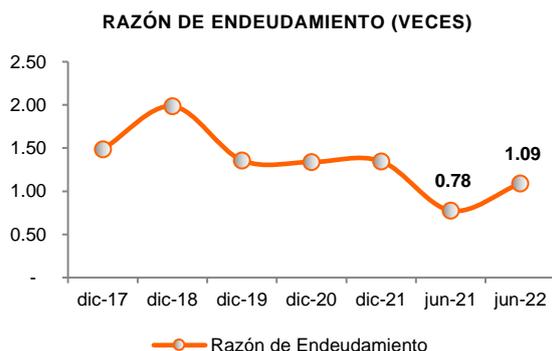
Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

### Riesgo de Solvencia

Este riesgo se asocia a la capacidad de la entidad para cumplir con sus obligaciones financieras y asegurar fondos en el futuro, lo cual se encuentra relacionado con la estructura de capital general de la institución y su grado de apalancamiento junio 2022, la razón de endeudamiento<sup>4</sup> de FOVIAL fue de 1.09 veces, superior a la reportada en junio 2021 (0.78 veces), resultado del incremento evidenciado en el endeudamiento interno, producto de las altas obligaciones financieras que mantiene la institución, lo que demuestra que los recursos con los que opera han sido mayormente financiados por deuda. Por el lado del apalancamiento, este se posicionó en -12.02 veces, mostrando

<sup>4</sup> Pasivo total / Activo total  
[www.ratingspcr.com](http://www.ratingspcr.com)

niveles negativos en comparación al periodo pasado (3.46 veces), lo cual obedece a las mayores obligaciones financieras adquiridas por el Originador durante el último año.



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

## Análisis de Resultados

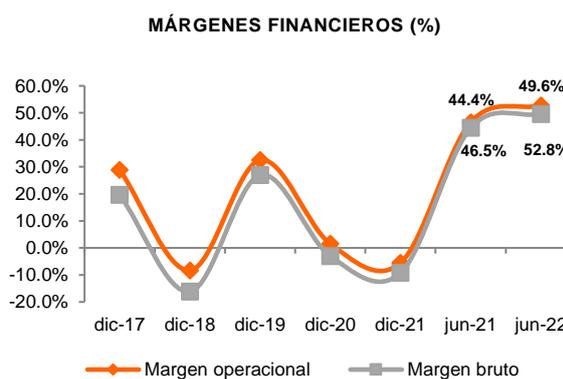
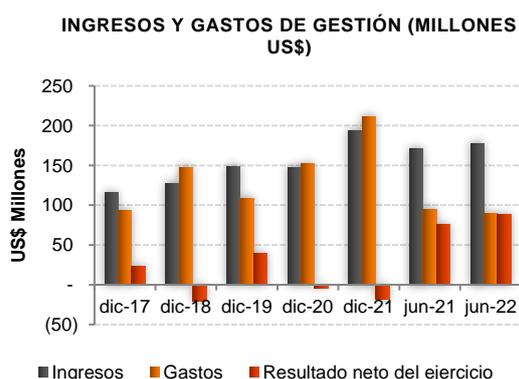
### Ingresos

A junio 2022, los ingresos totales de FOVIAL fueron de US\$176.92 millones, presentando una leve expansión de 3.7% (+US\$6.34 millones) respecto a junio 2021, derivado de las transferencias de capital recibidas (+3.7%; +US\$4.01 millones) que corresponden a las transferencias de fondos que recibe el FOVIAL de la Dirección General de Tesorería a través del Ministerio de Obras Públicas y de Transporte. La principal fuente de ingresos se origina por las contribuciones obligatorias que realizan los importadores o refinadores por la venta de diesel, gasolina o mezclas de carburantes. Cabe destacar que la entidad percibió un incremento de 0.70% (+US\$0.40 millones) por la recaudación del impuesto a la contribución vial, totalizando los US\$53.29 millones.

### Costos y Gastos

En relación con los gastos totales, estos se ubicaron en US\$89.13 millones (-5.98%), comportamiento explicado por la disminución en el gasto por inversión pública de -US\$8.91 millones (-32.76%); mientras que los gastos por transferencias otorgadas tuvieron un leve crecimiento de 5.15% (+US\$3.1 millones), totalizando los US\$62.51 millones (junio 2021: US\$59.45 millones).

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



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Por lo anterior, el resultado neto se ubicó en US\$87.78 millones, siendo un 15.84% superior al periodo anterior; como consecuencia, el margen operacional mejoró respecto a junio de 2021 pasando de 46.5% a 52.8%; de igual manera terminó favoreciendo al margen neto ubicándolo en 44.4% (junio 2021;49.6%).

## Análisis de la Titularizadora – Hencorp Valores, Ltda., 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.

### 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 <sup>5</sup>	
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
<b>Total</b>	<b>100%</b>	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.

<sup>5</sup> 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.

## 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 2022, Hencorp presentó un ligero aumento en su razón corriente, cerrando en 3.9 veces (junio 2021: 3.8 veces), manteniendo una buena capacidad financiera para responder a sus obligaciones de corto plazo.

LIQUIDEZ (VECES)						
Liquidez	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
Razón Corriente	2.4	3.2	3.3	3.0	3.8	3.9

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

Por otra parte, las utilidades netas reportadas a junio 2022 alcanzaron los US\$928 miles, mostrando un importante crecimiento de 12.99% (+US\$106.6 miles) respecto a junio 2021. Lo anterior influyó en una mejora de los indicadores de rentabilidad al reportar un retorno sobre activos (ROA) de 58.2 (junio 2021: 53.4%). Asimismo, el retorno patrimonial (ROE) se ubicó en 78.4%, evidenciando un crecimiento de 5.7 p.p. respecto a junio 2021 (72.6%).

ROA Y ROE (%)						
Rentabilidad	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
ROA	28.8%	34.6%	32.8%	37.7%	53.4%	58.2%
ROE	49.1%	50.6%	47.2%	56.2%	72.6%	78.4%

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

## Resumen de Estructura de Titularización – FTHVFOV01

CONCEPTO	DETALLE
Emisor	: Fondo de Titularización – Hencorp Valores – FOVIAL - FTHVFOV 01
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 Uno, cuya abreviación es VTHVFOV 01.
Monto de la Emisión	: Hasta US\$50,000,000.00 dólares norteamericanos.
Moneda	: Dólares de los Estados Unidos de América.
Plazo de la Emisión	: El plazo de la emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tiene un plazo de hasta 180 meses, contados a partir de la fecha de colocación (28 de mayo de 2013)
Respaldo de la Emisión	: El pago de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda, esta únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVFOV 01, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora.
Custodia y Depósito:	: La emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, depositadas en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, 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 Uno, 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 01, 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. Debido al actual período de emergencia sanitaria (COVID-19) y con autorización previa por parte de la Superintendencia del Sistema financiero, se celebró junta extraordinaria de Tenedores de Valores del Fondo de Titularización, con motivo de realizar los siguientes cambios al Contrato de Titularización de los Valores de Titularización FTHVFOV01 bajo las siguientes condiciones: Durante el período de emergencia, el cual consta de siete meses contados a partir de junio a diciembre 2020, se podrán hacer uso de los fondos de la Cuenta Restringida para la amortización del capital y/o intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, pagos de comisiones y pago de proveedores. Durante el período de Emergencia no se trasladarán flujos a la Cuenta Restringida y su período de restitución será de hasta dieciocho meses posteriores al período de emergencia. De acuerdo con la modificación de Cesión FTHVFOV01 se realizan los siguientes ajustes: Durante el período de Emergencia se reducirá la cuota de cesión pactada originalmente y los flujos no cedidos durante el período, serán restituidos en un período de hasta dieciocho meses posterior al periodo de emergencia. Durante el período no se abonarán flujos a la Cuenta Restringida, terminado el período de Emergencia se procederá a restituir el monto de la Cuenta Restringida según lo establecido en el PERÍODO DE RESTITUCIÓN DE LA CUENTA RESTRINGIDA; una vez finalizado el PERÍODO DE RESTITUCIÓN DE LA CUENTA RESTRINGIDA, se abonará a la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida.
Destino	: Los fondos que FOVIAL reciba en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización, deberán ser destinados por FOVIAL en proyectos para el mejoramiento de la Red Vial Nacional Prioritaria y Mantenible, y para el cumplimiento de otras responsabilidades y objetivos fundamentales del FOVIAL.
Condiciones Especiales	: A) Razones Financieras; Durante todo el proceso de titularización y mientras existan obligaciones a cargo del Fondo FTHVFOV Cero Uno, FOVIAL se obliga a cumplir las siguientes razones financieras: a) FOVIAL podrá comprometer hasta el veinte por ciento de sus ingresos anuales, para garantizar el pago del servicio de deuda relacionada a procesos de titularización. Esta condición especial deberá ser verificada anualmente por el Auditor Externo de FOVIAL, a partir de información financiera auditada, para ello, FOVIAL deberá nombrar un Auditor Externo que se encuentre autorizado por la Superintendencia del Sistema Financiero; b) La relación endeudamiento total a ingresos totales anuales de FOVIAL no deberá ser mayor a 2.40 veces. El

endeudamiento total se entenderá como la suma del saldo vigente de capital de cualquier pasivo proveniente de deuda bancaria y bursátil en los Estados Financieros de FOVIAL, más el saldo vigente adeudado de capital en el pasivo de cualquier fondo de titularización en el que FOVIAL participe como Originador. Los ingresos totales anuales se entenderán como los ingresos de los últimos doce meses provenientes de: i) Las transferencias de recursos que anualmente se consignan en el Presupuesto General del Estado en el Ramo de Obras Públicas calculado en base al monto generado por la aplicación de la contribución de conservación vial a la venta o cualquier otra forma de transferencia de propiedad de diésel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes que realicen importadores o refinadores, conforme lo establece el artículo veintiséis de la Ley del Fondo de Conservación Vial; ii) Los pagos por derechos y multas establecidos por la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos que ingresan al Fondo General del Estado, a ser transferidos íntegramente al Fondo de Conservación Vial (FOVIAL), para ser utilizados en el mantenimiento y conservación de la Red Vial Nacional Prioritaria y Mantenible, conforme lo establece el artículo treinta y cinco de la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos reformado mediante Decreto Legislativo número sesenta y dos de fecha doce de julio del año dos mil doce y publicado en El Diario Oficial el dieciséis de julio de dos mil doce, número ciento treinta y uno, tomo número trescientos noventa y seis; y iii) Cualquier otro ingreso que en el futuro se encuentre facultada legalmente a percibir. Esta relación deberá ser sometida al Consejo Directivo de FOVIAL de forma semestral, con Estados Financieros de los meses de junio y diciembre. El Secretario del Consejo Directivo emitirá la certificación de punto de acta respectiva y la enviará a la Titularizadora. La medición de junio deberá ser presentada a la Titularizadora a más tardar el último día hábil del mes de agosto, la medición de diciembre deberá ser presentada a la Titularizadora a partir de información financiera auditada al treinta y uno de diciembre a más tardar el último día hábil de abril. A partir de la entrega de la certificación de punto de acta por parte de FOVIAL, la Titularizadora contará con diez días hábiles para determinar si existe incumplimiento y notificar de dicha situación a FOVIAL y al Representante de Tenedores. B) Plazo de regularización: A partir de la fecha en que la Titularizadora determine el incumplimiento de cualquiera de las razones financieras y se lo haya notificado a FOVIAL y al Representante de Tenedores, FOVIAL contará con diez días hábiles para notificar al Representante de Tenedores y a la Titularizadora de las acciones que tomará para regularizar la situación y contará con seis meses para tomar las acciones necesarias para regularizar las razones financieras a fin que por medio de un nuevo cálculo presentado a la Titularizadora se verifique el cumplimiento de los máximos establecidos informándose dicho cumplimiento al Representante de Tenedores

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

### Detalle de la Emisión

CONCEPTO	DETALLE
Denominación del Tramo	VTHVFOV01
Monto de la Emisión	Hasta US\$50,000,000.00
Plazo de la emisión	Hasta 180 meses
Tasas de Interés	Tramo 1: 5.9%. Tramo 2: 5.2% Tramo 3: 6.0%
Periodicidad de Pago de Intereses	Las Tasas de Interés serán fijas por la totalidad del plazo. Los intereses se pagarán trimestralmente, a partir de la primera fecha establecida de pago.

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

#### DETALLE DE TRAMOS EMITIDOS<sup>6</sup>

Estado	Tramo	Monto del Tramo US\$	Monto Vendido US\$	Capital Pagado US\$	Plazo Emisión (meses)	Fecha de colocación	Fecha de vencimiento	Tasa Interés
Emitido	Tramo 1	35,000,000	35,000,000	20,000,000	180	29/05/2013	29/05/2028	5.9%

**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.

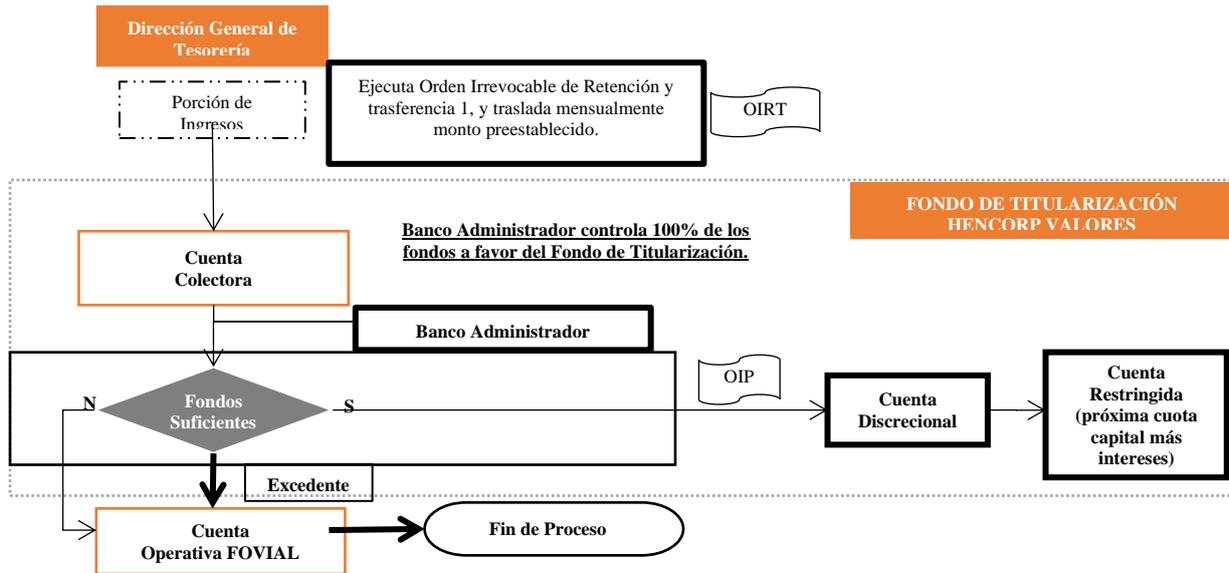
La Cuenta Colectora es administrada por el Banco Administrador de acuerdo con contrato firmado por el Banco, la Titularizadora y FOVIAL, y cuenta con los fondos mencionados anteriormente. El Banco Administrador deposita el monto de cesión en la Cuenta Discrecional del fondo de titularización a través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

<sup>6</sup> Autorizados por la Superintendencia del Sistema Financiero.

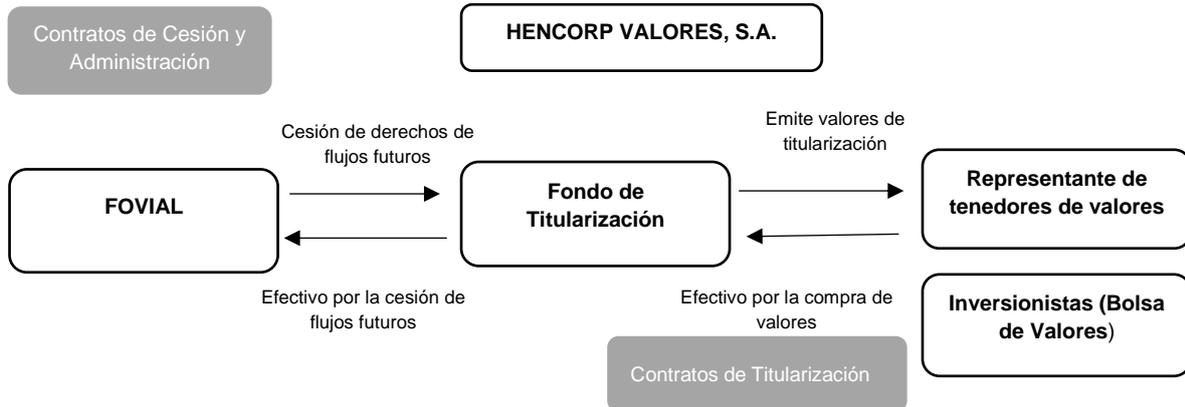
## Mecanismo de asignación de flujos



### Estructura de colocación del Fondo.

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

### Diagrama de la estructura



### Factores de riesgo asociados con la titularización

<b>Riesgo de Mora</b>	Riesgo asociado a una posible disminución en el pago de los servicios que presta FOVIAL, este riesgo se refiere a cualquier evento que redunde a una disminución en los ingresos de la institución.
<b>Riesgo Regulatorio</b>	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.
<b>Factores de riesgo asociados con la emisión</b>	
<b>Riesgo de Liquidez</b>	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.
<b>Riesgo de Mercado</b>	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.
<b>Riesgo de Tasa de Interés</b>	Es el riesgo de cambio en las tasas de interés en el mercado para instrumentos de similar plazo y riesgo que puedan ser más competitivas que la tasa fija de la presente emisión de Valores de Titularización.

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

### Análisis de la Estructura

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

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

### Cobertura de la Titularización

La estructura de la titularización de los ingresos futuros de FOVIAL se ha dividido en cuatro fondos de titularización, independiente uno de los otros. Los primeros dos fondos podían emitir hasta US\$50 millones, el tercero hasta US\$25 millones y el cuarto de US\$615.52 millones, respetando que la acumulación de las cesiones para los primeros tres fondos no comprometiera más del 20% de los ingresos percibidos por FOVIAL; para el caso del fondo cuatro, como parte de la emisión ya se considera la reforma a la ley de creación de dicha institución, en la que se establece que se podrán comprometer 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 de la República de El Salvador.

En conjunto, a la fecha de análisis la cesión a los fondos de titularización representa el 4.96% de los ingresos totales del FOVIAL, equivalentes a un monto cedido de US\$8.78 millones, mayor al periodo pasado (US\$7.80 millones), debido a los tramos emitidos del Fondo 04. Cabe destacar que los primeros tres Fondos se encuentran en el periodo de restitución, el cual finaliza en diciembre del presente año.

CESIÓN DE FONDOS PROYECTADOS (MILLONES US\$)											
Fondos	2021	jun-22	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Fondo 01	5.70	2.71	1.70	3.28	3.13	2.97	2.83	2.67	0.22	-	-
Fondo 02	4.90	2.37	2.34	3.40	3.22	3.04	2.86	1.39	-	-	-
Fondo 03	4.21	1.87	1.17	2.29	2.18	2.07	1.97	1.86	1.75	0.28	-
Fondo 04	-	1.84	7.35	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90
<b>Total</b>	<b>14.81</b>	<b>8.78</b>	<b>12.56</b>	<b>77.87</b>	<b>77.43</b>	<b>76.99</b>	<b>76.56</b>	<b>74.82</b>	<b>70.87</b>	<b>69.18</b>	<b>68.90</b>

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

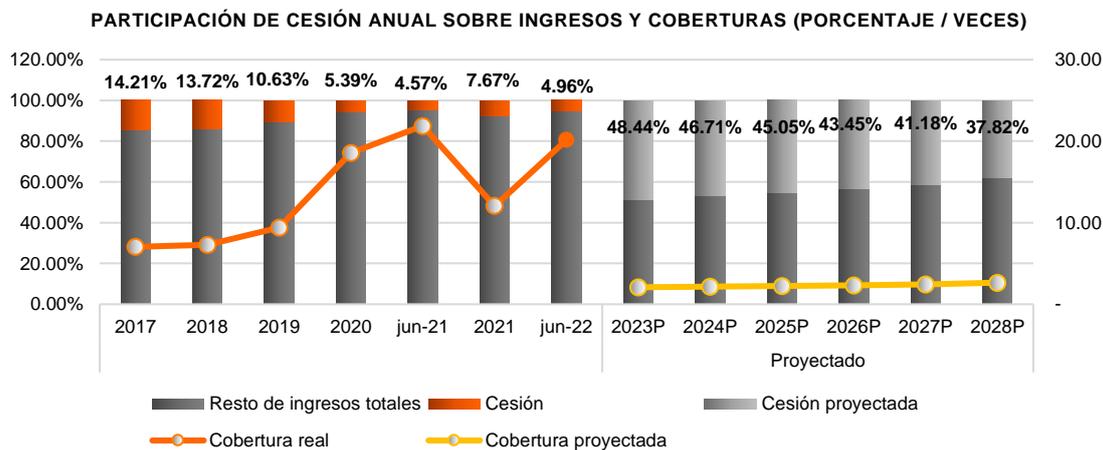
### Niveles de cobertura de los ingresos percibidos por FOVIAL:

La demanda de combustible mostró un comportamiento positivo a junio 2022, evidenciando los niveles más altos respecto a los últimos cinco años. En este sentido, la recaudación por contribución vial mostró una mejora del 0.70% (+US\$0.40 millones), registrando bajo este concepto US\$53.29 millones al primer semestre de 2022. Lo anterior, aunado a un incremento en la recaudación por derechos y multas favorecieron el aumento de los ingresos totales de FOVIAL (+13.82%; US\$2.18 millones).

COBERTURA DE LA CESIÓN (MILLONES US\$)										
COMPONENTE	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21	dic-21	jun-22	2022P	2023P	2024P	2025P
INGRESOS TOTALES (US\$ MM)	126.83	148.14	147.27	170.58	193.17	176.92	77.9	160.7	165.7	170.9
INGRESOS POR CV (US\$ MM)	92.51	96.09	83.48	52.92	106.06	53.29	54.0	112.3	116.8	121.5
CESIÓN TOTAL (US\$ MM)	17.40	15.74	7.93	7.80	14.81	8.78	12.6	77.9	77.4	77.0
<b>COBERTURA INGRESOS TOTALES (VECES)</b>	7.29	9.41	18.56	21.87	13.04	20.14	<b>6.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>
<b>COBERTURA INGRESOS CV (VECES)</b>	5.32	6.10	10.52	6.79	7.16	6.07	<b>4.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>
<b>PARTICIPACIÓN: CESIÓN/INGRESOS TOTAL</b>	13.72%	10.63%	5.39%	4.57%	7.67%	4.96%	<b>16.1%</b>	<b>48.4%</b>	<b>46.7%</b>	<b>45.1%</b>
<b>PARTICIPACIÓN: CESIÓN/ INGRESOS CV</b>	18.81%	16.38%	9.50%	14.74%	13.96%	16.48%	<b>23.3%</b>	<b>69.3%</b>	<b>66.3%</b>	<b>63.3%</b>

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

Finalmente, se destaca el buen comportamiento de los ingresos de FOVIAL, los cuales permitieron una holgada cobertura de 20.14 veces al período de análisis, ubicándose por encima de la cobertura promedio de los últimos cinco cierres (10.87 veces), asimismo, se observan niveles holgados de cobertura por ingresos por contribución vial de 6.07 veces, levemente menor al periodo pasado (6.79 veces). Cabe precisar que, en cuanto a los niveles de participación, éstos siguen siendo bajos tanto a nivel de ingresos por contribución vial como de ingresos totales al representar 16.48% y 4.96%, respectivamente.



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

### 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 veinte por ciento (20%)<sup>7</sup> 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 4.66% de los ingresos totales, ubicándose por debajo del promedio reportado durante los últimos cinco años (10.45%) y cumpliendo con el requerimiento legal, derivado del favorable comportamiento de los ingresos, permitiendo tener superiores niveles de cobertura que amparan la emisión.
- 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 2.40 veces. El endeudamiento total se entenderá como la suma del saldo vigente de capital de cualquier pasivo proveniente de deuda bancaria y bursátil en los Estados Financieros de FOVIAL, más el saldo vigente adeudado de capital en el pasivo de cualquier fondo de titularización en el que dicha institución participe como Originador.

A la fecha de análisis, el Originador mantiene un saldo en capital por financiamiento<sup>8</sup> de US\$148.82 millones, mientras que los ingresos de los últimos doce meses reportados por FOVIAL suman US\$190.34 millones; en ese sentido, la razón de endeudamiento se ubicó en 0.78 veces, por encima del 0.56 veces reportado en junio 2021, comportamiento que obedece al incremento de las obligaciones financieras de la entidad.

Es importante destacar que, el Fondo de Titularización FOVIAL 04 (FTHVFOV04) puede tener un límite de endeudamiento sobre los ingresos de cuatro punto cinco veces (4.5 veces); en caso de colocar el monto máximo autorizado por la Superintendencia del Sistema Financiero que implique sobrepasar el límite permitido en las primeras titularizaciones (FTHVFOV 01,02,03); 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 a los Fondos mencionados para que el correspondiente ratio de endeudamiento sea homologado con el del Fondo FTHVFOV 04. Caso contrario, se deberán redimir anticipadamente y en su totalidad las emisiones con cargo a las primeras titularizaciones (FTHVFOV 01,02,03).

<sup>7</sup> Cabe destacar que mediante el Decreto Legislativo No.102, se autorizó a FOVIAL comprometer hasta el 50% de sus ingresos anuales para respaldar el pago de sus obligaciones, sin embargo, para la fecha del análisis, el prospecto de la emisión no presenta enmiendas, por lo tanto, se mantiene la redacción del resguardo conforme al prospecto vigente y publicado.

<sup>8</sup> Préstamo BCIE US\$48.58 millones + Titularización (FT01,02,03,04) US\$76.60 + Préstamo Banco Hipotecario US\$23.64 millones.

## Estados Financieros No Auditados FOVIAL

BALANCE GENERAL DE FOVIAL (EN MILLONES US\$)						
COMPONENTES	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
FONDOS	48.06	63.02	43.32	61.49	142.99	203.67
INVERSIONES FINANCIERAS	27.07	34.21	72.79	102.55	16.38	0.23
INVERSIONES EN EXISTENCIAS	0.00	0.01	0.03	0.02	0.01	0.05
INVERSIONES EN BIENES DE USO	1.39	1.41	1.39	1.74	1.40	1.78
DEUDORES FINANCIEROS- LARGO PLAZO	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	31.41
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>76.52</b>	<b>98.65</b>	<b>117.53</b>	<b>165.80</b>	<b>160.78</b>	<b>237.13</b>
DEPÓSITOS DE TERCEROS	0.77	0.89	1.38	1.31	1.38	1.70
ACREEDORES MONETARIOS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.85	0.40
ENDEUDAMIENTO INTERNO	74.90	63.60	52.45	58.74	47.08	100.24
ENDEUDAMIENTO EXTERNO	64.15	59.27	55.00	50.72	52.86	48.58
ACREEDORES FINANCIEROS	12.01	10.20	48.44	112.60	22.56	55.99
PROVISIONES POR ACREEDORES MONETARIOS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	51.74
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>151.83</b>	<b>133.97</b>	<b>157.26</b>	<b>223.37</b>	<b>124.73</b>	<b>258.66</b>
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	-62.55	-132.13
RESULTADO DEL EJERCICIO ACTUAL	-20.56	40.00	-4.42	-17.84	75.78	87.78
DETRIMENTO PATRIMONIAL	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>-75.32</b>	<b>-35.32</b>	<b>-39.74</b>	<b>-57.57</b>	<b>36.04</b>	<b>-21.53</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>76.52</b>	<b>98.65</b>	<b>117.52</b>	<b>165.80</b>	<b>160.77</b>	<b>237.12</b>

Fuente: FOVIAL. / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS DE FOVIAL (EN MILLONES US\$)						
COMPONENTES	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
FINANCIEROS Y OTROS	1.25	1.75	2.36	1.22	0.69	0.72
POR TRANSFERENCIAS CORRIENTES RECIBIDAS	0.06	0.04	0.19	0.04	59.47	62.52
POR TRANSFERENCIAS DE CAPITAL RECIBIDAS	124.49	145.55	144.22	186.34	109.31	113.32
POR DERECHOS Y MULTAS	-	-	-	-	-	-
POR VENTA DE BIENES Y SERVICIOS	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	1.03	0.81	0.49	5.57	1.11	0.36
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>126.83</b>	<b>148.14</b>	<b>147.27</b>	<b>193.17</b>	<b>170.58</b>	<b>176.92</b>
INVERSIÓN PÚBLICA	133.12	95.69	140.40	196.08	27.19	18.28
PERSONAL	2.49	2.88	3.04	3.39	1.44	1.84
BIENES DE CONSUMO Y SERVICIOS	0.93	1.01	0.93	1.26	0.33	0.73
INVERSIÓN PÚBLICA	0.04	0.02	0.06	0.04	0.01	0.01
FINANCIEROS Y OTROS	9.95	8.14	6.62	7.04	3.50	5.55
POR TRANSFERENCIAS OTORGADAS	0.01	0.01	0.00	0.01	59.45	62.51
COSTOS DE VENTAS Y CARGOS CALCULADOS	0.37	0.40	0.46	0.50	0.19	0.22
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	0.49	0.00	0.17	2.68	2.68	0.00
<b>GASTOS TOTALES</b>	<b>147.39</b>	<b>108.14</b>	<b>151.68</b>	<b>211.00</b>	<b>94.80</b>	<b>89.13</b>
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>-20.56</b>	<b>40.00</b>	<b>-4.42</b>	<b>-17.84</b>	<b>75.78</b>	<b>87.78</b>

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

## Estados Financieros de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora

BALANCE GENERAL HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA (US\$ MILES)						
COMPONENTE	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
EFFECTIVO Y SUS EQUIVALENTES	0	0	0	0	0	0
BANCOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS	1,430	666	2,543	3,580	1,748	1,002
INVERSIONES FINANCIERAS	2,395	2,493	143	143	143	1,022
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	760	879	1,045	1,008	1,071	1,046
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR RELACIONADAS	91	90	92	71	70	67
RENDIMIENTOS POR COBRAR	3	2	19	-	-	0
IMPUESTOS	60	62	54	92	30	37
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>4,740</b>	<b>4,192</b>	<b>3,897</b>	<b>4,894</b>	<b>3,063</b>	<b>3,174</b>
MUEBLES	9	8	10	10	10	11
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4,750</b>	<b>4,199</b>	<b>3,907</b>	<b>4,904</b>	<b>3,073</b>	<b>3,186</b>
CUENTAS POR PAGAR	486	568	497	703	339	375
CUENTAS POR PAGAR RELACIONADAS	150	130	147	121	121	54
IMPUESTOS POR PAGAR	590	631	544	792	352	389
DIVIDENDOS POR PAGAR	741	-	-	-	-	-
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>1,967</b>	<b>1,329</b>	<b>1,188</b>	<b>1,616</b>	<b>811</b>	<b>818</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,967</b>	<b>1,329</b>	<b>1,188</b>	<b>1,616</b>	<b>811</b>	<b>818</b>
CAPITAL	1,177	1,177	1,200	1,200	1,200	1,200
RESERVAS DE CAPITAL	233	235	235	240	240	240
RESULTADOS	1,372	1,458	1,284	1,848	821	928
RESULTADOS ACUMULADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	5	5	0	-	-	-
RESULTADOS DEL PRESENTE PERIODO	1,367	1,453	1,283	1,848	821	928
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2,782</b>	<b>2,871</b>	<b>2,719</b>	<b>3,288</b>	<b>2,261</b>	<b>2,368</b>
<b>TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO</b>	<b>4,750</b>	<b>4,199</b>	<b>3,907</b>	<b>4,904</b>	<b>3,073</b>	<b>3,186</b>
CUENTAS CONTINGENTES DE COMPROMISO DEUDORAS	607,068	628,854	654,915	786,028	669,968	804,754
OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	607,068	628,854	654,915	786,028	669,968	804,754
<b>TOTAL</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>	<b>786,028</b>	<b>669,968</b>	<b>804,754</b>
CUENTAS CONTINGENTES Y DE COMPROMISOS	607,068	628,854	654,915	786,028	669,968	804,754
RESPONSABILIDAD POR OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	607,068	628,854	654,915	786,028	669,968	804,754
<b>TOTAL</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>	<b>786,028</b>	<b>669,968</b>	<b>804,754</b>

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

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

COMPONENTE	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
<b>INGRESOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>3,343</b>	<b>3,501</b>	<b>3,055</b>	<b>5,102</b>	<b>1,845</b>	<b>2,229</b>
INGRESOS POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3,343	3,501	3,055	5,102	1,845	2,229
<b>COSTOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>1,394</b>	<b>1,432</b>	<b>1,290</b>	<b>2,546</b>	<b>699</b>	<b>954</b>
GASTOS DE OPERACIÓN POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	93	80	15	900	1	142
GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN Y DE PERSONAL DE OPERACIONES DE TITULARIZACIÓN	1,285	1,348	1,272	1,642	696	810
GASTOS POR DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO POR OPERACIONES CORRIENTES	16	4	3	3	2	1
<b>RESULTADOS DE OPERACIÓN</b>	<b>1,949</b>	<b>2,069</b>	<b>1,765</b>	<b>2,556</b>	<b>1,146</b>	<b>1,275</b>
<b>INGRESOS FINANCIEROS</b>	<b>40</b>	<b>17</b>	<b>65</b>	<b>84</b>	<b>27</b>	<b>51</b>
INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS	37	13	24	2	2	22
INGRESOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	3	5	41	82	25	29
OTROS INGRESOS FINANCIEROS	-	-	-	0	-	-
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>36</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10</b>
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	1	-	-	-	-	-
GASTOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	3	1	0	0	0	0
OTROS GASTOS FINANCIEROS	5	9	7	-	-	10
PÉRDIDAS EN VENTA DE ACTIVOS	27	-	-	-	-	-
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>1,953</b>	<b>2,076</b>	<b>1,823</b>	<b>2,640</b>	<b>1,173</b>	<b>1,317</b>
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	586	625	540	792	352	389
<b>RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>1,367</b>	<b>1,451</b>	<b>1,283</b>	<b>1,848</b>	<b>821</b>	<b>928</b>
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	-	2	-	-	-	-
<b>RESULTADOS NETOS DEL PERIODO</b>	<b>1,367</b>	<b>1,453</b>	<b>1,283</b>	<b>1,848</b>	<b>821</b>	<b>928</b>

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

**Estados Financieros No Auditados FTHVFOV01**

**BALANCE GENERAL (EN MILLONES US\$)**

COMPONENTES	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
BANCOS	1.71	1.69	0.32	1.61	0.65	2.56
CARTERA DE INVERSIONES	1.57	1.51	-	-	-	-
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	6.09	5.83	5.70	4.40	5.45	3.36
RENDIMIENTOS POR COBRAR	0.01	0.00	-	0.00	0.00	0.00
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>9.37</b>	<b>9.03</b>	<b>6.02</b>	<b>6.01</b>	6.10	5.92
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	28.11	22.29	19.50	15.10	16.80	13.44
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>28.11</b>	<b>22.29</b>	<b>19.50</b>	<b>15.10</b>	16.80	13.44
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>37.49</b>	<b>31.31</b>	<b>25.52</b>	<b>21.11</b>	22.90	19.36
COMISIONES POR PAGAR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	0.00	0.00	-	0.01	-	0.00
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	4.76	4.60	-	0.00	0.01	0.00
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>4.76</b>	<b>4.60</b>	3.61	2.59	2.59	2.58
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	24.00	19.53	3.61	2.60	2.60	2.59
INGRESOS DIFERIDOS	7.90	6.22	16.03	13.75	15.00	12.50
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>31.89</b>	<b>25.75</b>	4.86	4.20	4.53	3.88
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	0.71	0.84	20.88	17.95	19.53	16.38
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	0.13	0.13	0.97	1.03	1.03	0.55
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	0.84	0.97	0.06	(0.47)	(0.26)	(0.16)
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>37.49</b>	<b>31.31</b>	<b>1.03</b>	<b>0.55</b>	0.77	0.39

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

**ESTADO DE RESULTADOS (EN MILLONES US\$)**

COMPONENTES	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	1.93	1.67	1.37	0.65	0.33	0.33
INGRESOS POR INVERSIONES	0.06	0.06	0.05	0.00	0.00	0.00
OTROS INGRESOS	0.03	0.03	0.02	-	-	-
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>2.03</b>	<b>1.76</b>	<b>1.44</b>	<b>0.66</b>	<b>0.33</b>	<b>0.33</b>
POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	0.01	0.01	0.05	0.04	0.02	0.02
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
POR PAGO DE SERVICIO DE LA DEUDA	0.00	0.00	-	-	-	-
POR SERVICIO DE LA EVALUACIÓN	-	0.00	-	-	-	-
POR HONORARIOS PROFESIONALES	-	-	0.02	0.02	0.01	0.00
<b>GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN</b>	<b>0.02</b>	<b>0.03</b>	<b>0.08</b>	<b>0.08</b>	<b>0.05</b>	<b>0.03</b>
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	1.80	1.54	1.29	-	-	-
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>1.80</b>	<b>1.54</b>	<b>1.29</b>	1.04	0.54	0.46
OTROS GASTOS	0.07	0.07	0.00	0.01	0.00	0.00
<b>TOTAL GASTO</b>	<b>1.90</b>	<b>1.63</b>	<b>1.37</b>	<b>1.13</b>	<b>0.59</b>	<b>0.49</b>
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	0.13	0.13	0.06	(0.47)	(0.26)	(0.16)

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

**CESIONES DE FLUJO (US\$)**

Período	Cesión	Período	Cesión	Período	Cesión	Período	Cesión
1	413,073.18	46	554,933.13	91	65,000.00	136	255,459.41
2	413,073.18	47	554,933.13	92	640,223.33	137	255,459.41
3	482,044.61	48	553,743.97	93	462,112.29	138	257,426.57
4	482,044.61	49	553,743.97	94	462,112.29	139	257,426.57
5	482,044.61	50	553,743.97	95	462,112.29	140	257,426.57
6	516,665.56	51	544,029.06	96	463,295.35	141	249,086.21
7	516,665.56	52	544,029.06	97	463,295.35	142	249,086.21
8	516,665.56	53	544,029.06	98	463,295.35	143	249,086.21
9	595,288.03	54	543,736.02	99	455,673.14	144	250,547.21
10	595,288.03	55	543,736.02	100	455,673.14	145	250,547.21
11	595,288.03	56	543,736.02	101	455,673.14	146	250,547.21
12	569,168.39	57	533,124.99	102	457,640.31	147	242,859.57
13	569,168.39	58	533,124.99	103	457,640.31	148	242,859.57
14	569,168.39	59	533,124.99	104	457,640.31	149	242,859.57
15	576,120.15	60	532,103.33	105	449,289.48	150	244,928.81
16	576,120.15	61	532,103.33	106	449,289.48	151	244,928.81
17	576,120.15	62	532,103.33	107	449,289.48	152	244,928.81
18	592,493.78	63	522,220.92	108	450,528.02	153	236,680.04
19	592,493.78	64	522,220.92	109	450,528.02	154	236,680.04
20	592,493.78	65	522,220.92	110	288,616.29	155	236,680.04
21	581,882.74	66	521,927.88	111	280,994.08	156	238,188.15
22	581,882.74	67	521,927.88	112	280,994.08	157	238,188.15
23	581,882.74	68	521,927.88	113	280,994.08	158	238,188.15
24	572,360.25	69	511,316.85	114	282,961.24	159	230,500.52
25	572,360.25	70	511,316.85	115	282,961.24	160	230,500.52
26	572,360.25	71	511,316.85	116	282,961.24	161	230,500.52
27	587,645.34	72	510,295.19	117	274,610.41	162	232,569.75
28	587,645.34	73	510,295.19	118	274,610.41	163	232,569.75
29	587,645.34	74	510,295.19	119	274,610.41	164	232,569.75
30	564,018.97	75	500,412.78	120	276,016.45	165	224,320.99
31	564,018.97	76	500,412.78	121	276,016.45	166	224,320.99
32	564,018.97	77	500,412.78	122	276,016.45	167	224,320.99
33	576,741.27	78	500,119.74	123	268,226.74	168	225,829.10
34	576,741.27	79	500,119.74	124	268,226.74	169	225,829.10
35	576,741.27	80	500,119.74	125	268,226.74	170	225,829.10
36	575,552.11	81	489,508.71	126	270,193.91	171	218,141.46
37	575,552.11	82	489,508.71	127	270,193.91	172	218,141.46
38	575,552.11	83	489,508.71	128	270,193.91	173	218,141.46
39	565,837.20	84	488,487.05	129	261,843.07	174	215,889.20
40	565,837.20	85	65,000.00	130	261,843.07	175	215,889.20
41	565,837.20	86	65,000.00	131	261,843.07	176	215,889.20
42	565,544.17	87	65,000.00	132	263,249.12	177	2,112.67
43	565,544.17	88	65,000.00	133	263,249.12	178	2,112.67
44	565,544.17	89	65,000.00	134	263,249.12	179	2,112.67
45	554,933.13	90	65,000.00	135	255,459.41	180	-

*Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR*

**Nota sobre información empleada para el análisis**

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de 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.