

**FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES DOM CERO UNO  
VALORES DE TITULARIZACIÓN FTHVDOM CERO UNO**

|   |   |
|---|---|
| <b>Comité No. 92/2022</b>                                     |   |
| <b>Informe con Estados Financieros al 31 de marzo de 2022</b> | <b>Fecha de comité: jueves 19 de mayo de 2022</b>                       |
| Periodicidad de actualización: Semestral                      | Originador perteneciente al sector público<br>San Salvador, El Salvador |

|   |  |                 |
|---|--|-----------------|
| <b>Equipo de Análisis</b>   |  |                 |
| Gabriel Marín<br><a href="mailto:gmarin@ratingspcr.com">gmarin@ratingspcr.com</a> | Gerardo García<br><a href="mailto:ggarcia@ratingspcr.com">ggarcia@ratingspcr.com</a> | (503) 2266-9471 |

| <b>HISTORIAL DE CLASIFICACIONES</b>  |            |
|--|------------|
| Fecha de información   | mar-22     |
| Fecha de comité  | 19/05/2022 |
| Valores de Titularización Dirección Nacional de Obras Municipales Cero Uno |            |
| Un tramo como mínimo de hasta US\$808,000,000.00                           | AAA        |
| Perspectivas   | Estable    |

**Significado de la Clasificación**

**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.*

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

**Racionalidad**

En comité Ordinario de Clasificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad **asignar** la clasificación de riesgo de **'AAA'** con perspectiva **'Estable'**, a la **Emisión de los Valores de Titularización Hencorp Valores Dirección Nacional de Obras Municipales Cero Uno (FTHVDOM01)**. La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización proveniente de los flujos otorgados a la Dirección Nacional de Obras Municipales sobre una porción de los ingresos corrientes netos del Presupuesto General del Estado, lo cual permitirá holgados niveles de cobertura. Finalmente, se consideran los apropiados mecanismos operativos y resguardos legales que garantizarán el pago oportuno de la cesión mensual de la emisión.

**Perspectiva**

Estable.

## Resumen Ejecutivo

---

- **La Dirección Nacional de Obras Municipales (DOM) se establece mediante Decreto Legislativo.** La ley define a la institución como una entidad de derecho público descentralizada, con autonomía en la administración de su patrimonio. Asimismo, es responsable de calificar, aprobar, contratar y ejecutar los proyectos de inversión pública. La principal fuente de ingresos de la DOM se deriva de una porción de los ingresos corrientes netos del Presupuesto General del Estado, el cual en ningún caso podrán ser inferior al tres por ciento (3%).
- **El Originador transfiere los derechos sobre flujos futuros al Fondo de Titularización.** El originador se compromete, mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión de Derechos sobre Flujos Futuros a ceder al Fondo de Titularización (FTHVDOM01) todos los derechos sobre la cantidad estipulada de los ingresos totales que perciba mensualmente de los ingresos corrientes del Estado. En este sentido, la estructura de la emisión contará con mecanismos operativos y resguardos legales que garantizaran el pago oportuno de cesión mensual al Fondo de Titularización.
- **Holgados niveles de cobertura.** La principal fuente de ingresos de la DOM, se deriva de una porción de los ingresos corrientes netos del Presupuesto General del Estado. En consecuencia, la asignación presupuestaria para la institución durante el primer año (2022) de operaciones es del cinco por ciento (5%) y para los siguientes años proyectados se estima una asignación del cuatro por ciento (4%), otorgando un promedio anual de ingresos por US\$516,419 miles y una tasa de crecimiento compuesta de 6.66%. Lo anterior, permitirá mantener una holgada cobertura promedio de 4.48 veces durante la vigencia del fondo de titularización.
- **El fondo de titularización contará con un respaldo operativo que fortalecerá la estructura de la Emisión.** La DOM, por medio del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros, estará obligada a transferir la cesión de pagos sobrecolateralizada a través de girar la Orden Irrevocable de Retención y Transferencia (OIRT), las cuales serán válidas y vigentes mientras no se haya liquidado la totalidad de capital e intereses de la emisión del FTHVDOM CERO UNO, y que serán ejecutadas directamente por la Dirección General de Tesorería (DGT) del Ministerio de Hacienda. En este instrumento, la DGT se obliga a trasladar, de los ingresos asignados a la DOM en el Presupuesto General de la Nación, en montos mensuales y sucesivos equivalentes a DOS VECES el monto de cesión mensual, como resguardo operativo líquido de la emisión.
- **La estructura de la emisión tendrá un mecanismo de cobertura para mitigar el riesgo de liquidez.** El Fondo de Titularización contará con una cuenta bancaria denominada cuenta restringida, misma que se estable como respaldo de la emisión, la cual acumulará un saldo no menor a las cuatro próximas cuotas de cesión mensual de flujos financieros futuros que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos.
- **La estructura de la titularización establece un resguardo financiero que debe cumplir de forma semestral.** El resguardo comprende en que la DOM comprometerá hasta un máximo del 50% de sus ingresos para el pago de las deudas. En caso de superar el valor establecido en ambos resguardos financieros por dos periodos consecutivos, se presentará un escenario de incumplimiento de los ratios. En este sentido, de acuerdo con las estimaciones, la cesión anual al fondo de titularización tendrá una participación promedio de 26.7%, reflejando el indicador más alto en el año 2023 y 2024 con 40.1%, sin afectar lo establecido en la estructura de la emisión y permitiendo una brecha promedio de 23.3 puntos porcentuales (p.p.) hasta llegar al límite legal permitido.

## 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.
- Reformas de ley que impacten los ingresos del Originador.
- Incumplimientos de resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización.
- Modificaciones que debiliten la estructura de la emisión del Fondo 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.

## Información Utilizada para la Clasificación

---

- **Perfil de la Titularizadora:** Reseña y Gobierno Corporativo.
- **Información sobre la Emisión:** Contrato de Cesión de Flujos Futuros, Orden Irrevocable de Retención y Transferencia, Prospecto de la Emisión y Modelo Financiero.
- **Información financiera:** Estados Financieros al 31 de marzo 2022 y Proyectados (2022-2037) del Originador; Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre 2021 de la Titularizadora.
- **Documentos Legales:** Ley de Creación de la Dirección Nacional de Obras Municipales.

## **Limitaciones potenciales para la clasificación**

**Limitaciones encontradas:** El originador no cuenta información financiera histórica; en consecuencia, el análisis financiero se ha realizado sobre la base de las proyecciones de la entidad y sus supuestos.

**Limitaciones potenciales:** Considerando los altos niveles de endeudamiento del Gobierno y la prelación de pago de sus compromisos, esto podría generar situaciones de iliquidez en los pagos. En este sentido, PCR mantendrá en constante monitoreo al mecanismo de pago de la emisión por medio de la Orden Irrevocable de Retención y Transferencia (OIRT) y a los mitigantes del riesgo de liquidez (cuenta restringida) del Fondo de Titularización que permitan el pago oportuno de los compromisos adquiridos con los inversionistas.

Asimismo, la clasificación de riesgo está sujeta al endeudamiento final que genere la Dirección Nacional de Obras Municipales, una vez colocados los valores de titularización en el mercado bursátil.

## **Hechos relevantes.**

- El 26 diciembre de 2021, se aprueba el Presupuesto General de la Nación según Decreto Legislativo 255 y 256, publicado en el Diario Oficial.
- El 17 de noviembre de 2021, mediante Decreto Legislativo N°210 se crea la Dirección Nacional de Obras Municipales (DOM), quien tendrá la responsabilidad de calificar, aprobar, contratar y ejecutar los proyectos de inversión pública.

## **Panorama Internacional**

Tras una recesión en el 2020 no vista en décadas (la peor desde la gran depresión de los años 1930 según el Fondo Monetario Internacional), que afectó principalmente en los sectores económico, social y salud, llegó el 2021 con una recuperación de la economía mundial a pesar del resurgimiento de la pandemia por el SARS-CoV-2 con las variantes Delta y Ómicron, a partir del acceso a las vacunas y de las diversas políticas monetarias y fiscales aplicadas por los bancos centrales de las economías, con el objetivo de proteger principalmente los mercados financieros.

Por lo anterior, en julio de 2021 se proyectó un crecimiento económico en el PIB mundial de 5% para el 2022; sin embargo, debido a un deterioro de las economías en general durante esa misma fecha, y de la rápida propagación de las nuevas variantes, se corrigió a un crecimiento de 4.9%. Con lo anterior, se estimarían importantes crecimientos para economías como la de Estados Unidos, la Eurozona y Japón en el orden de 5.2%, 4.3% y 3.2% respectivamente, mientras que China presentará un crecimiento del 5.6%, y las economías de bajos ingresos percibirán una expansión económica de 5.1%.

Por su parte, la pandemia y sus variantes han revelado las asimetrías existentes en la capacidad de respuesta de los distintos países. Por el lado de políticas fiscales, si bien han existido distintas maneras de mitigar los efectos de la crisis e iniciar la pronta recuperación, esto ha significado un mayor nivel de endeudamiento en los países que ya presentaban problemas fiscales. En cuanto a los suministros, estos han presentado un mayor estancamiento económico para la recuperación mundial esperada, pues dadas las restricciones por la pandemia, el flujo de transportes marítimos se ha visto limitado, generando escasez de contenedores, afectando importantes mercados como el automotriz, cuya producción en Europa cayó fuertemente dada la escasez de productos intermedios.

Por el lado del comercio, la Organización Mundial del Comercio (OMC) espera un crecimiento del 8% para el 2022, tras una buena recuperación en 2021, luego de la caída de 5.4% en el 2020. Producto de los estímulos fiscales y monetarios aplicados por los gobiernos que fueron mucho mayores en magnitud y amplitud geográfica a los otorgados en la crisis mundial de 2008, los cuales ayudaron a evitar una mayor caída de la demanda mundial y el comercio. Al mismo tiempo, las restricciones impuestas en viajes y algunos cierres de fronteras generaron un efecto sustitución en el gasto de los hogares, los cuales destinaron mayores recursos para la compra de bienes. Asimismo, la adaptación en hogares y empresas al trabajo remoto fue acogida rápidamente y con ello hubo una recuperación en la producción que permitió mantener la generación de renta y la demanda.

Al recuperarse el comercio, aumentaron los precios de los productos primarios en 38% en 2021, respecto al 2020, mientras que el crecimiento registrado sin incluir la energía fue de 30%. Por su parte, la variación de los productos agroalimentarios, metales y minerales, y productos energéticos fue de 20%, 38% y 58% respectivamente. Lo anterior generó un fuerte escenario inflacionario, donde países como Estados Unidos, China y de la zona euro han registrado tasas históricas, causando un aumento en las tasas de rendimiento de los bonos soberanos de largo plazo de los países considerados como refugio. Por último, aun cuando el empleo estuvo por debajo de los niveles previos a la pandemia en varias economías, la inflación aumentó y con ello, las disyuntivas en la toma de decisiones ante esta situación, pues a medida se regulariza la actividad económica, existe un aumento de la demanda, cuya oferta no avanza con la misma velocidad.

## **Entorno económico**

De acuerdo con la última información disponible en el Banco Central de Reserva (BCR) a noviembre 2021, la actividad productiva del país medida por la variación interanual del índice de Volumen a la Actividad Económica (IVAE) refleja una tasa de crecimiento del 4.24%, mostrando una desaceleración comparada con los niveles de crecimiento de los meses previos, influenciados por el efecto rebote. Tres de los nueve sectores económicos englobados dentro del IVAE reflejaron resultados contractivos, siendo los más relevantes el de las "Actividades Financieras y de Seguros" (-10.88%), "Construcción" (-5.30%) y "Actividades Inmobiliarias" (-5.64%). Mientras que los sectores que reflejaron mayores crecimientos fueron el de "Actividades Profesionales, Científicas, Técnicas y otros servicios" y el sector de

“Actividades de Administración Pública y Defensa, Enseñanza, Salud y Asistencia Social” con un +14.24% y +10.38% respectivamente (mayo 2021: +40.07% y 10.74%).

Por otra parte, al analizar el PIB desde enfoque del gasto a precios corrientes, el consumo privado presenta un crecimiento del 21.82%, representando el 83.7% del PIB a septiembre 2021, lo cual fue influenciado por la mayor recepción de remesas que a la fecha de análisis reportaron un importante crecimiento de 26.77% (+US\$1,587 millones), incrementando su representación respecto del PIB estimado para diciembre 2021 con un porcentaje de 35.9% (dic-20: 24.1%), profundizando la dependencia del país a la recepción de remesas y reflejando la recuperación del mercado laboral de Estados Unidos que reporta una tasa de desempleo del 3.9%, siendo inferior a la del mismo período del año previo (6.7%).

El aumento en el consumo privado también benefició los ingresos fiscales del Sector Público No Financiero el cual reflejó un crecimiento de 23.4%, producto del alza en la recaudación tributaria del orden de 21.20% proveniente del impuesto al valor agregado y renta que se han visto favorecidos por la reactivación de los distintos sectores de la economía. A su vez, los gastos fiscales presentaron una desaceleración resultando en un déficit fiscal menor al reportado el período pasado, pero, manteniéndose en altos niveles al representar un 7.7% del PIB estimado a diciembre 2021, generando una mayor necesidad de financiamiento. El déficit fue financiado con una deuda externa neta de US\$795.23 millones y con US\$520.48 millones de deuda interna neta.

A diciembre de 2021, la deuda pública total se ubicó en US\$24,113.92 millones, reflejando un incremento interanual de US\$1,491 millones (+6.59%). La expansión de la deuda proviene del uso de diversos instrumentos financieros dentro de los cuales destacan la emisión de Certificados del Tesoro (CETES) y Letras del Tesoro (LETES), así como deuda adquirida con organismos multilaterales e inversionistas. Con el endeudamiento alcanzado a diciembre 2021 y considerando la proyección del PIB desarrollada por el BCR, el ratio Deuda/PIB se ubicó en 89%. Este contexto de las finanzas públicas ha generado una mayor percepción del riesgo soberano, ya que el EMBI al cierre del 2021 se ubicó en 14.91 puntos básicos, solo estando por debajo de Venezuela y Argentina.

Respecto a las variables externas, las exportaciones presentan un mayor dinamismo colocándose por encima del promedio regional. A diciembre de 2021, las exportaciones FOB totalizan en US\$6,629 millones, reflejando un efecto rebote de US\$1,600 millones (+31.8%), siendo las más dinámica de la región según el informe macroeconómico publicado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Lo anterior se refleja en un mayor dinamismo de la industria manufacturera del país, que según datos del BCR, presentó mejores resultados en los sectores de fabricación de prendas de vestir, productos textiles, fabricación de metales y fabricación de caucho y plástico, siendo el sector textil el más influyente con exportaciones que representan el 41% de las exportaciones totales a diciembre 2021.

Por otro lado, el índice de precios al consumidor (IPC) presentó una tasa de crecimiento del +6.11%, siendo superior al promedio de los últimos 10 años (+1.42%). Lo anterior se asocia con la recuperación de la demanda debido a la reactivación económica, aunado a un incremento en el precio de las materias primas y del petróleo, que ha generado un desequilibrio en el mercado. Los sectores que mayor impacto han reflejado son los de “Alimentos y Bebidas no alcohólicas” (+7.96%), “Transporte” (+9.45%) y “Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y otros Combustibles” (+6.97%). Las elevadas tasas inflacionarias también guardan relación con una alta dependencia del petróleo y sus derivados los cuales han presentado un incremento en su precio, al igual que el alza generalizada en los precios de los alimentos.

En lo referente al sistema financiero, al cierre de 2021 se observó una tendencia positiva en las tasas pasivas influenciadas por la desaceleración de la liquidez global del sector privado, así como el crecimiento en el riesgo soberano, por su parte, las tasas activas mantuvieron una tendencia negativa debido a la alta liquidez del sector privado, generando una reducción del spread bancario e impactando en los márgenes financieros y rentabilidad de las instituciones. Finalmente, el efecto de la inflación en el sistema financiero ha resultado en tasas pasivas reales negativas generando un deterioro en el valor debido a que estas no logran cubrir la cuota inflacionaria del país (6.11%).

De acuerdo con el Banco Mundial, para 2022 hay buenas expectativas de crecimiento para la economía salvadoreña estimando un crecimiento de 4.00% producto de la reactivación por completo de todas las actividades económicas y el nivel de avance de la población vacunada contra el COVID-19. Este crecimiento implica ciertos retos en materia de déficit fiscal, dinamización de la actividad económica, control de las presiones inflacionarias y estimulación en la generación de empleo formal para mejorar la actual vulnerabilidad de las finanzas públicas del país, el alza en el riesgo soberano y el consecuente incremento en los costos de financiamiento.

## **Análisis del originador – Dirección Nacional de Obras Municipales (DOM).**

### **Análisis cualitativo**

#### **Reseña**

La Dirección Nacional de Obras Municipales, DOM, se establece mediante Decreto Legislativo N°210 con fecha del 17 de noviembre de 2021. Dicho Decreto define a la DOM, como una entidad de derecho público descentralizada, con autonomía en la administración de su patrimonio, con personería jurídica propia, con domicilio en la ciudad de San Salvador, y podrá establecer dependencias en los lugares que estime convenientes, dentro del territorio nacional.

La Dirección Nacional de Obras Municipales, tendrá por objeto constituirse en la autoridad del Estado, responsable de calificar, aprobar, contratar y ejecutar los proyectos de inversión, financiados con recursos provenientes de los fondos asignados en su presupuesto y con otras fuentes de financiamiento.

También se establece que su principal responsabilidad será invertir y ejecutar los fondos públicos de forma eficiente los recursos financieros en beneficio de los salvadoreños, con un equipo de profesionales, que gestionarán la recepción, validación, aprobación y contratación de proyectos que serán ejecutados para el desarrollo de Obras de Infraestructura para la población.

Los proyectos que la DOM podrá ejecutar en el uso de sus facultades son los siguientes:

- Proyectos Viales: Construcción de puentes, Construcción de Carreteras y Calles, Construcción de Autopistas
- Proyectos Culturales y Turísticos: Centros Históricos, Cines y Teatros, Miradores, Polideportivos
- Proyectos de Infraestructura Sociales: Centros Escolares, Universidades, Hospitales, Mercados, Estación de Bomberos.
- Servicios Municipales: Gestión de Desechos Sólidos, Iluminación de carreteras, Bacheo y Recarpeteo de Calles y Carreteras.
- Obras para control de riesgos: Restauración de Cuencas y Ríos, Lagunas de Laminación, Bordas y Dragados de Ríos.
- Infraestructura Memorial: Ciudades Memoriales.

### Fuente de ingresos

Los ingresos de la DOM son conferidos por acto legislativo (Ley de Creación DOM, Artículo 18), siendo conformados por:

- Los aportes del Estado (>3% de los ingresos corrientes netos del Presupuesto General del Estado)
- Los ingresos provenientes de donaciones, herencias, legados a cualquier título otorgado por particulares en forma directa;
- Los ingresos provenientes de la cooperación internacional o de cualquier país u otro tipo de organismos;
- Los fondos provenientes de rentas, cánones, intereses, utilidades y frutos que obtenga de sus bienes muebles, o como producto de sus operaciones financieras; y
- Otros ingresos o bienes de cualquier tipo, que adquiera a cualquier título, inclusive los que originen como consecuencia del otorgamiento de una concesión.

### Consejo Directivo y Plana Gerencial

Actualmente, el Consejo Directivo de la DOM está integrado por el presidente (designado por el presidente de la república), tres directores propietarios y tres directores suplentes. Asimismo, la plana gerencial está conformada de la siguiente manera:

#### CONSEJO DIRECTIVO DE DOM

| NOMBRE                                     | CARGO   |
|--|---|
| Lic. Claudia Juana Rodríguez de Guevara    | Presidenta de la Junta Directiva                                      |
| Ing. Jaime David Batres Amaya              | Director propietario designado por el Presidente de la República      |
| Licda. Sandra Lisset Hernández de Orellana | Directora suplente designado por el Presidente de la República        |
| Lic. Herbert de Jesús Solano Argueta       | Director propietario designado por el Ministerio de Hacienda          |
| Lic. David Alejandro Vásquez Reyes         | Director suplente designado por el Ministerio de Hacienda             |
| Licda. María Ofelia Navarrete de Dubón     | Directora propietaria designada por el Ministerio de Desarrollo Local |
| Licda. Reina Marisol Bonilla Melgar        | Directora suplente designada por el Ministerio de Desarrollo Local    |

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

#### PLANA GERENCIAL

| NOMBRE                                     | CARGO                                   |
|--|---|
| Ing. Álvaro O'byrne                        | Director Ejecutivo                      |
| Ing. Jose Ricardo Zepeda Salguero          | Subdirector Ejecutivo                   |
| Licda. Leticia Verendice Rivas De Benitez  | Gerente Administrativo                  |
| Ing. Patricia Lisseth Alvarado Fuentes     | Gerente De Calidad                      |
| Licda. Xenia Patricia Contreras Rivas      | Gerente De Comunicaciones               |
| Ing. Armando Orison Mejía Rivera           | Gerente De Contrataciones Y Compras     |
| Licda. Ana Celina Serrano Rodríguez        | Gerente De Recursos Humanos             |
| Ing. Manolo Romer Amílcar Aguirre Martínez | Gerente De Tecnología de la Información |
| Licda. Sandra Cecilia Flores Delgado       | Gerente Financiero                      |
| Licda. Maria Alicia Andino Rivas           | Gerente Legal                           |
| Ing. Jose Gilberto Sandoval Albayero       | Gerente Técnico                         |

Fuente: Dirección Nacional de Obras Municipales / Elaboración: PCR

### Análisis cuantitativo del originador

La DOM, utiliza sistemas informáticos financieros desarrollados internamente permitiendo agilidad en el procesamiento de información pudiendo tener información veraz y oportuna para la toma de decisiones, la información financiera tiene como base la Ley Orgánica de Administración Financiera (AFI) y Manual técnico del Sistema de Administración Financiera Integrado (SAFI). El "Sistema de Contabilidad Gubernamental" tiene como finalidad el óptimo funcionamiento de las instituciones estatales y descentralizadas, así como ser un mecanismo fundamental para la transparencia de obtención de la información contable.

De acuerdo Decreto Legislativo, el patrimonio de la DOM estará constituido por:

- a) Aportes del Estado,

- b) Los bienes muebles e inmuebles que a cualquier título adquiera del Estado, las Municipalidades, entidades públicas o privadas;
- c) Los ingresos provenientes de donaciones, herencias, legados a cualquier título otorgado por particulares en forma directa;
- d) Los ingresos provenientes de la cooperación internacional o de cualquier país u otro tipo de organismos;
- e) Los fondos provenientes de rentas, cánones, intereses, utilidades y frutos que obtenga de sus bienes muebles, inmuebles, o como producto de sus operaciones financieras; y,
- f) Otros ingresos o bienes de cualquier tipo, que adquiera a cualquier título, inclusive los que se originen como consecuencia del otorgamiento de una concesión.

Cabe destacar que, la Dirección Nacional al ser una entidad recién constituida no cuenta con información financiera al cierre de 2021. Por lo anterior, PCR evalúa las proyecciones financieras y los principales riesgos previsibles a los que se expone la entidad.

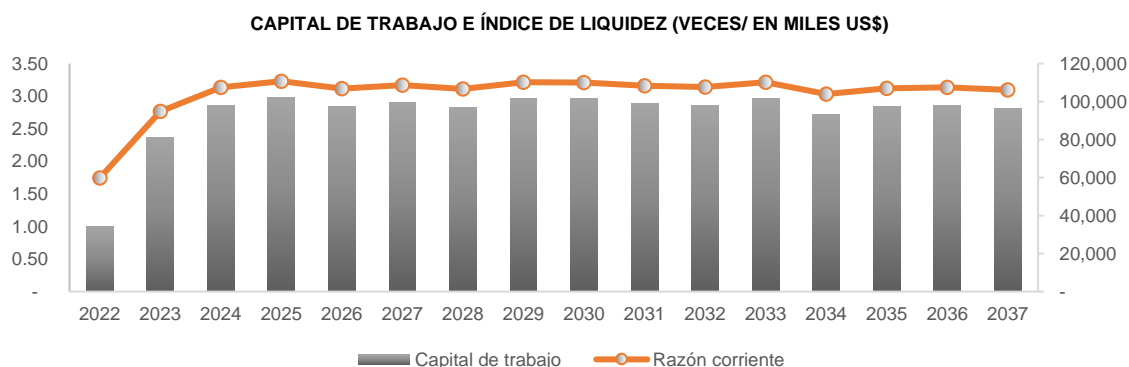
## Riesgos financieros (previsibles)

### Riesgo de Liquidez

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

Durante el período proyectado (2022-2037), la entidad estima mantener un saldo promedio en activos corrientes por US\$139,442 miles y una tasa de crecimiento compuesta<sup>1</sup> de 3.89%; dichos activos estarán mayormente representados por fondos disponibles. Por su parte, las obligaciones de corto plazo presentaran un comportamiento en promedio de US\$45,898 miles, como resultado de los compromisos adquiridos con acreedores financieros debido a la ejecución de proyectos.

En cuanto al capital de trabajo, éste mostrará un promedio de US\$93,524 miles, evidenciando un crecimiento progresivo de 7.13% durante el período proyectado, derivado del comportamiento de los fondos disponibles de la entidad. Por su parte, el indicador de liquidez corriente presentará un comportamiento estable durante los quince años proyectados, con un promedio de 3.04 veces. En este sentido, es necesario destacar que los niveles de liquidez proyectados serán congruentes con la naturaleza de las operaciones de la entidad, lo cual demandará una alta liquidez para honrar sus compromisos de corto plazo.



Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora - Dirección Nacional de Obras Municipales / **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, su grado de apalancamiento y el riesgo asociado con su estructura.

Los pasivos totales proyectados rondaran en promedio los US\$562,739 miles, como parte de las obligaciones contraídas por la entidad por medio de fuentes de endeudamiento interno, principalmente por la emisión de valores de titularización. Cabe precisar que, de acuerdo con la ley de creación de la Dirección Nacional de Obras Municipales, la entidad se encuentra facultada para tramitar recursos adicionales que provengan de cualquier fuente de financiamiento, sea de forma nacional e internacional, con el objetivo de financiar sus operaciones<sup>2</sup>. En cuanto al patrimonio proyectado, éste presentará una posición negativa durante dicho período derivado del déficit previsto para el 2022.

Por lo anterior, la razón de endeudamiento<sup>3</sup> promedio de la DOM será de 3.10 veces, comportamiento asociado a los compromisos que la entidad estima adquirir, lo cual permitirá financiar parte de las operaciones. Cabe destacar que el indicador reportará una disminución paulatina como resultado de la amortización de su principal deuda. Por su parte, el apalancamiento se ubicará en niveles negativos con un ratio promedio de -1.73 veces, lo cual obedece a la

<sup>1</sup> Compound Annual Growth Rate (CAGR):  $((\text{Valor final}/\text{Valor Inicial})^{1/\text{número de períodos}})-1$ .

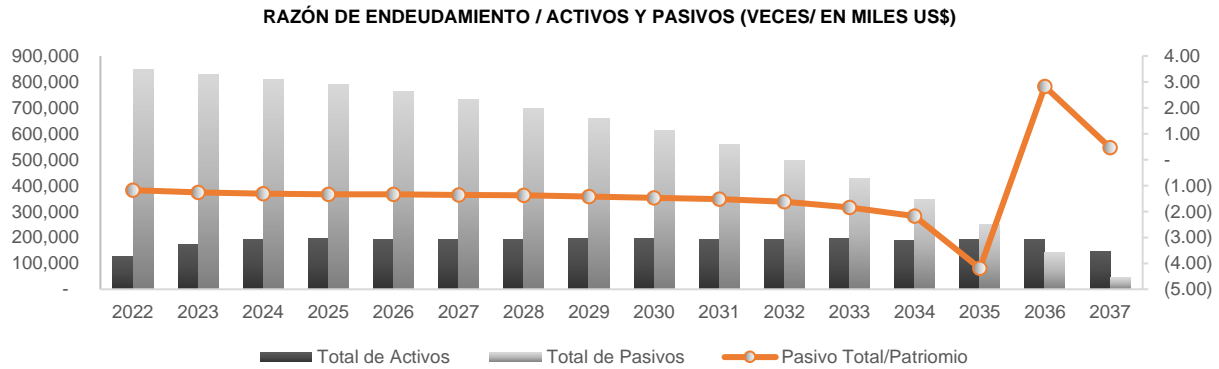
<sup>2</sup> Artículo 2 y 4 de la Ley de Creación de Dirección Nacional de Obras Municipales.

Recuperado de: <https://www.asamblea.gob.sv/sites/default/files/documents/decretos/6F9C65D1-774E-4B9E-8979-8E69232F18C0.pdf>

<sup>3</sup> Pasivo total / Activo total

[www.ratingspcr.com](http://www.ratingspcr.com)

posición del patrimonio debido al déficit acumulado que estiman presentar. No obstante, a partir del 2036 se prevé un comportamiento estable



### Análisis de resultados

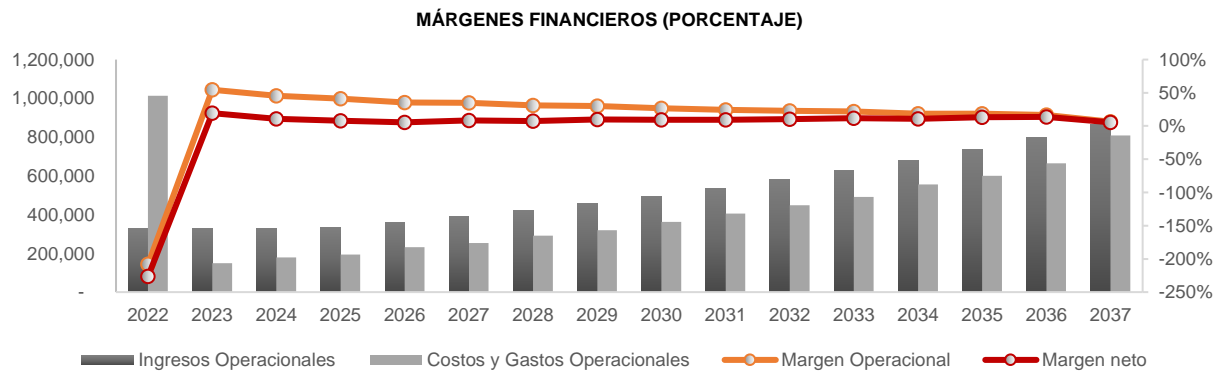
#### Ingresos

La principal fuente de ingresos de la institución se deriva de una porción de los ingresos corrientes netos del Presupuesto General del Estado, el cual en ningún caso podrán ser inferior al tres por ciento (3%). En este sentido, las proyecciones de la entidad, se considera para el primer año un aporte del cinco por ciento (5%) y posteriormente se mantendrá con un cuatro por ciento (4%) para el resto de los años proyectados, otorgando un promedio anual de ingresos por US\$516,419 miles y una tasa de crecimiento compuesta de 6.66%.

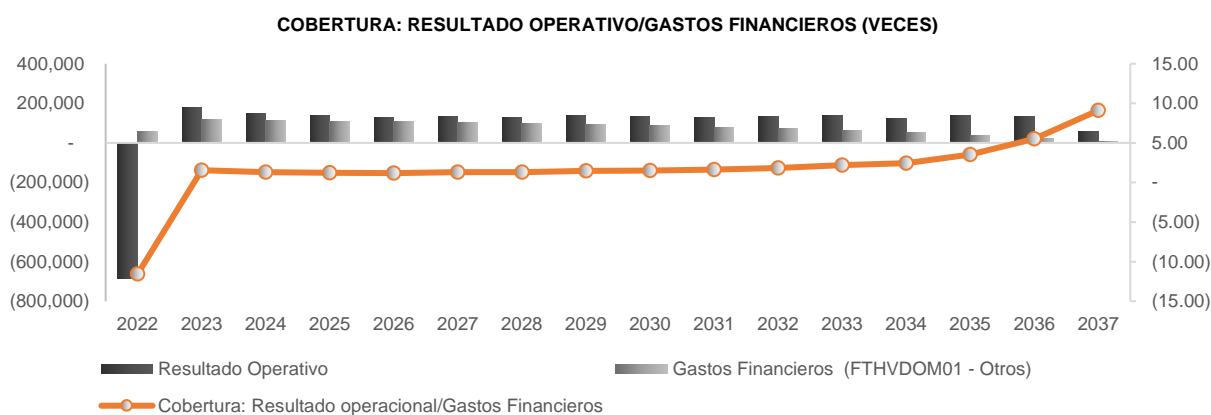
#### Costos y Gastos

Durante el período proyectado, los costos y gastos operacionales de la institución presentaran un promedio anual de US\$435,384 miles, evidenciando los montos más altos en el año 2022 y 2037, con US\$1,013,264 miles y US\$809,013 miles. El comportamiento anterior está naturalmente definido por la ejecución de proyectos, siendo los gastos de inversión pública los que cobran mayor relevancia dentro de la composición de gastos con 80.5% y denotando la tasa de crecimiento más alta de 7.91% anual. Es importante destacar que la volatilidad del gasto dependerá de la actividad política y eventos extraordinarios que afronte la entidad, que puedan crear la necesidad de aumentar el gasto de inversión pública.

A pesar del constante crecimiento de los costos y gastos operacionales, el resultado operacional promedio de la DOM para el período proyectado se ubicará en US\$81,035 miles, con los niveles más bajos el primer año (2022) de operaciones de la entidad, con un déficit operacional de -US\$684,376 miles, el cual se pretende financiar por medio de la emisión de titularización. Por su parte, el margen operacional promedio se ubicará en 22.9%.



Como parte de las operaciones que la institución deberá dar cumplimiento por ley, durante el 2022 la entidad estima realizar una emisión de deuda por medio de una titularización para financiar su déficit operativo, cuyo gasto financiero estará en función del comportamiento de las tasas de interés del mercado. En este sentido, con la finalidad de evaluar la capacidad operativa de la entidad para cubrir los gastos financieros derivados de los compromisos adquiridos, se observa que la cobertura promedio será de 1.60 veces, la cual estará presionada durante el primer año proyectado y posteriormente se mantendrá de forma estable.



Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora - Dirección Nacional de Obras Municipales / Elaboración: PCR

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

### Reseña

Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora es una empresa salvadoreña cuya finalidad es brindar liquidez a activos propiedad del sector corporativo salvadoreño, regional y otras entidades del sector público, mediante la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales a través de la constitución y administración de Fondos de Titularización, en conformidad con la Ley de Titularización de Activos. La empresa ofrece servicios de estudio de factibilidad, así como la estructuración de proyectos de Titularización. Hencorp Valores en su calidad de Sociedad Titularizadora se encarga de custodiar, administrar y representar legalmente a los Fondos de Titularización.

### Accionistas y Consejo de Gerentes

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

| PARTICIPANTES SOCIALES        |               | CONSEJO DE GERENTES    |                                 |
|-------------------------------|---------------|------------------------|---------------------------------|
| Accionista                    | Participación | Cargo                  | Nombre                          |
| Hencorp V Holding, S. de R.L. | 99.98%        | Gerente Presidente     | Raúl Henríquez Marroquín        |
| Eduardo Alfaro Barillas       | 00.02%        | Gerente Secretario     | Eduardo Arturo Alfaro Barillas  |
| <b>Total</b>                  | <b>100%</b>   | Gerente Administrativo | Víctor Manuel Henríquez         |
|                               |               | Gerente Administrativo | Jaime Guillermo Dunn de Ávila   |
|                               |               | Gerente Suplente       | Felipe Holguín                  |
|                               |               | Gerente Suplente       | Roberto Arturo Valdivieso       |
|                               |               | Gerente Suplente       | José Miguel Valencia Artiga     |
|                               |               | Gerente Suplente       | Gerardo Mauricio Recinos Avilés |

Fuente: Hencorp Valores / Elaboración: PCR

### Experiencia y participación de mercado

Hencorp Valores es una empresa autorizada por el regulador local para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con formación académica apropiada y amplia experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales, lo que ha hecho posible que la Titularizadora a la fecha de análisis tenga colocados más de US\$1,087 MM en el mercado salvadoreño, equivalentes a más de 15 Fondos de Titularización que representan un 70% de participación total del mercado.

### Gestión de riesgos

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 2021, Hencorp presentó una ligera disminución en su razón corriente, cerrando en 3.0 veces (diciembre 2020: 3.3 veces), pero manteniendo una buena capacidad financiera para responder a sus obligaciones de corto plazo.

| LIQUIDEZ (VECES) |        |        |        |        |        |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liquidez         | dic-17 | dic-18 | dic-19 | dic-20 | dic-21 |
| Razón Corriente  | 3.2    | 2.4    | 3.2    | 3.3    | 3.0    |

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



Por su parte, las utilidades netas reportadas a diciembre 2021 alcanzaron los US\$1,848 miles, mostrando un importante crecimiento de 44.0% (+US\$565 miles) respecto a diciembre 2020. Lo anterior influyó en una mejora de los indicadores de rentabilidad al reportar un retorno sobre activos (ROA) de 37.7 (diciembre 2020: 32.7%). Asimismo, el retorno patrimonial (ROE) se ubicó en 56.2%, evidenciando un crecimiento de 9.0 p.p. respecto a diciembre 2020 (47.2%).

| Rentabilidad | ROA Y ROE (%) |        |        |        |        |
|--------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
|              | dic-17        | dic-18 | dic-19 | dic-20 | dic-21 |
| ROA          | 34.6%         | 28.8%  | 34.6%  | 32.8%  | 37.7%  |
| ROE          | 49.9%         | 49.1%  | 50.6%  | 47.2%  | 56.2%  |

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

## Resumen de la Estructura de Titularización

| DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN   |   |
|---|---|
| Características de Emisión  |   |
| <b>Monto de la Emisión:</b>   | Hasta US\$808,000,000.00  |
| <b>Valor mínimo y múltiplos de contratación de anotaciones electrónicas de valores en cuenta:</b> | Cien (US\$ 100.00) y Múltiplos de cien dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 100.00).  |
| <b>Clase de Valor:</b>  | Valores de Titularización - Títulos de Deuda con Cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores DOM CERO UNO representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.  |
| <b>Moneda de negociación:</b>   | Dólares de los Estados Unidos de América.   |
| <b>Plazo de la emisión</b>  | La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de hasta ciento ochenta meses.   |
| <b>Respaldo de la Emisión:</b>  | La cesión contractual sobre Flujos Financieros Futuros de DIRECCIÓN NACIONAL DE OBRAS MUNICIPALES sobre una porción correspondiente a los primeros ingresos de cada mes de DOM conforme se establece en el primer párrafo de este prospecto. También formará parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida de Hencorp Valores Ltda., Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización HENCORP VALORES DOM CERO UNO. Este respaldo no deberá ser menor a los próximos cuatro montos de cesión mensual de flujos financieros futuros que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos.   |
| <b>Plazo de Negociación:</b>  | De acuerdo al Artículo setenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, el FTHV DOM CERO UNO, dispone del plazo de ciento ochenta días contados a partir de la fecha de cada colocación de oferta pública, según lo haya autorizado previamente la Superintendencia en la estructura de la emisión, para vender el setenta y cinco por ciento de la misma, plazo que podrá ser prorrogado por una ocasión hasta por ciento ochenta días, previa autorización de la Superintendencia, a solicitud de la Titularizadora. En caso no cumpla con el plazo estipulado se procederá a la liquidación del Fondo de Titularización de acuerdo a los mecanismos también establecidos en la Ley de Titularización de Activos.   |
| <b>Tasa de Interés:</b>   | La Sociedad Titularizadora con Cargo al Fondo de Titularización, pagará intereses de forma mensual sobre el saldo de las anotaciones electrónicas de valores en cuenta de cada titular durante todo el período de vigencia de la emisión que se calcularán con base en el año calendario. La Tasa de Interés podrá ser fija o variable a opción de la Titularizadora, lo que se determinará antes de la colocación de los Valores de Titularización. Si la tasa es variable estará conformada por una tasa base o de referencia y un diferencial de interés o sobretasa fija. La tasa base o de referencia a utilizar será: (i) la Tasa de Interés Básica Pasiva Promedio Ponderado, TIBP, a ciento ochenta días plazo publicada por el Banco Central de Reserva de El Salvador, la semana anterior a la primera negociación del tramo o de su reajuste; o (ii) la tasa denominada "Secured Overnight Financing Rate Data", mejor conocida como "SOFR" en su más reciente publicación por la Reserva Federal de Nueva York. A la tasa base se le sumará una sobretasa que será fija mientras se encuentre vigente el plazo de la emisión; dicha sobretasa no podrá ser menor de cero punto cero uno por ciento mientras se encuentre vigente el plazo de la emisión. En el caso de optar por tasa variable, la Sociedad Titularizadora podrá determinar una tasa de interés máxima, la que se establecería al momento de la colocación. Asimismo, la Sociedad Titularizadora podrá determinar una tasa de interés mínima, la que se establecería al momento de la colocación. Si la tasa es variable los reajustes de la tasa de interés se realizarán semestralmente y deberán ser comunicados a la Bolsa de Valores, mediante notificación por escrito de la Sociedad Titularizadora, debidamente legalizada ante Notario, y la Bolsa de Valores a la Superintendencia del Sistema Financiero a más tardar un día hábil antes de la vigencia de la nueva tasa, acompañada de la documentación respectiva que compruebe la tasa base de interés utilizada. La Sociedad Titularizadora con cargo al FTHV DOM CERO UNO deberá publicar en un periódico de circulación nacional los reajustes de las tasas de interés el día hábil antes de la fecha de reajuste.   |
| <b>Forma de Pago de Intereses:</b>  | La forma del pago del capital de la emisión se establecerá al momento de la colocación. Los intereses se pagarán de forma mensual y consecutiva. Tanto capital como intereses serán pagaderos a través del procedimiento establecido por CEDEVAL, S.A. DE C.V., consistente en: I) CEDEVAL, S.A. DE C.V., entregará a HENCORP VALORES, LIMITADA, TITULARIZADORA, con anticipación de tres días hábiles a la fecha de cada pago de intereses y amortizaciones de capital, un reporte en el cual detallará información de la emisión a pagar; II) HENCORP VALORES, LIMITADA, TITULARIZADORA, con cargo al Fondo de Titularización FTHV DOM CERO UNO, verificará con anterioridad de dos días hábiles a la fecha de pago, el monto a pagar y entregará los fondos a CEDEVAL, S.A. DE C.V., de la siguiente forma: 1) Si los fondos son entregados mediante cheque con fondos en firme a CEDEVAL, S.A. DE C.V., el pago se efectuará un día hábil antes del día de pago de los intereses o el capital; y 2) Si los fondos son entregados mediante transferencia bancaria cablegráfica hacia la o las cuentas que CEDEVAL, S.A. DE C.V., indique, el pago se efectuará antes de las nueve horas del día establecido para el pago de capital o intereses; III) HENCORP VALORES, LIMITADA, TITULARIZADORA, con cargo al Fondo de Titularización FTHV DOM CERO UNO, queda exonerada de realizar los pagos luego de realizar el pago a CEDEVAL, S.A. DE C.V., o a las cuentas que CEDEVAL, S.A. DE C.V., hubiere indicado, según el caso; IV) Una vez se tuviere la verificación del pago por parte de HENCORP VALORES, LIMITADA, TITULARIZADORA, con cargo al Fondo de Titularización FTHV DOM CERO UNO, CEDEVAL, S.A. DE C.V., procederá a cancelar a cada Participante Directo, Casa de Corredores de Bolsa, la cantidad que le corresponde, en la cuenta bancaria que cada una de éstas hubiere instruido a CEDEVAL, S.A. DE C.V., para dicho fin; V) Es el Participante Directo, Casa de Corredores de Bolsa, quien realizará los pagos individuales a cada inversionista titular de los Valores de Titularización; VI) El último pago de intereses de la emisión se efectuará al vencimiento del plazo de los Valores de Titularización; VII) Cuando los pagos vengan en día no hábil, el pago se realizará el día hábil inmediato siguiente; VIII) Los pagos que realizará CEDEVAL, S.A. DE C.V., se harán de sus oficinas principales ubicadas en Urbanización Jardines de La Hacienda, Boulevard Merliot y Avenida Las Carretas, Antiguo Cuscatlán, Departamento de La Libertad; y IX) Los pagos que realizarán las Casas de Corredores de Bolsa, se harán en sus oficinas. |

|   |  |
|---|--|
| <b>Forma de Representación de los Valores:</b>  | Anotaciones electrónicas de Valores en cuenta.   |
| <b>Bolsa en la que se inscribe la emisión:</b>  | Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V.  |
| <b>Forma de amortización de capital:</b>  | La forma de pago de capital podrá ser periódica, mensual, trimestral, semestral, anual o al vencimiento en cuotas iguales o desiguales y será definida por la Titularizadora antes de la colocación.   |
| <b>Destino de los Fondos Obtenidos de la Cesión de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros:</b> | De conformidad a lo dispuesto en Ley de Creación de la DIRECCIÓN NACIONAL DE OBRAS MUNICIPALES, los fondos que la DOM, reciba en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVDOM CERO UNO, serán invertidos por la DOM para la ejecución de obras municipales, prioritariamente en obras de infraestructura y en servicios vinculados a estas obras, en las áreas urbanas y rural, y en proyectos dirigidos a incentivar las actividades económicas, sociales, culturales, religiosas, deportivas, habitacionales o de vivienda, medioambientales y turísticas de los municipios.   |
| <b>Sobrecolateralización de Flujos con Ordenes Irrevocables de Retención y Transferencia:</b>     | Como respaldo operativo de la emisión, para la colecturía y traslado de un monto mensual equivalente a DOS VECES el Monto de Cesión Mensual, la DIRECCIÓN NACIONAL DE OBRAS MUNICIPALES, por medio del presente Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros se obliga a transferir la cesión de pagos a través de girar la Orden Irrevocable de Retención y Transferencia (OIRT) con el Ministerio de Hacienda – Dirección General de Tesorería, a favor del FTHVDOM CERO UNO, la cual será mantenida válida y vigente mientras no se haya liquidado la totalidad de capital e intereses de la emisión del FTHVDOM CERO UNO.  |
| <b>Ratios financieros</b>   | Durante la vigencia de la emisión a cargo del FTHVDOM CERO UNO, la DOM, se encontrará sujeta a cumplir con el siguiente ratio financiero: La DIRECCIÓN DE OBRAS PÚBLICAS MUNICIPALES, DOM podrá comprometer hasta el cincuenta por ciento de sus ingresos anuales para respaldar el pago del servicio de deuda de sus pasivos financieros. Si el indicador es superior al máximo permitido por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero. El ratio financiero se calculará con Estados Financieros al cierre de los meses de junio y diciembre de cada año, mientras existan obligaciones vigentes a favor de los Tenedores de Valores del FTHVDOM CERO UNO. En caso se dé un incumplimiento a este Ratio Financiero, la Titularizadora deberá informarlo dentro de las veinticuatro horas siguientes a la determinación del incumplimiento, a la Superintendencia y al Representante de Tenedores de Valores |

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

## Instrumentos Clasificados

### Características de los instrumentos clasificados

| DETALLE DE LA EMISIÓN                    |  |
|--|--|
| Descripción                              |  |
| <b>Monto</b>                             | Hasta US\$808,000,000.00   |
| <b>Tasa Rendimiento a Inversionistas</b> | La tasa de Interés podrá ser fija o variable a opción de la Titularizadora, lo que se determinará antes de la colocación de los Valores de Titularización.   |
| <b>Plazo</b>                             | 15 años (180 meses)  |
| <b>Monto a Ceder Mensualmente</b>        | Del mes 01 - 180: \$11,000,000.00  |
| <b>Destino de los Fondos</b>             | Financiamiento de proyectos de obras municipales, prioritariamente en obras de infraestructura y en servicios vinculados a estas obras, en las áreas urbanas y rural, y en proyectos dirigidos a incentivar las actividades económicas, sociales, culturales, religiosas, deportivas, habitacionales o de vivienda, medioambientales y turísticas de los municipios. |

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

El monto de la emisión es de hasta US\$808,000,000.00 representada por al menos por un tramo. Cabe mencionar que los montos de los Valores de Titularización están representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta y denominaciones en dólares de los Estados Unidos de América (US\$). La negociación de la emisión será en oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa.

Los flujos por ceder al Fondo de Titularización en los ciento ochenta meses que dure la emisión se realizarán de acuerdo con el cuadro que se encuentra a final del presente documento. Los intereses se pagan de forma mensual y consecutiva para el tramo sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante el período de vigencia de la emisión.

## Descripción de la Estructura

### Cesión de Derechos de Flujos Futuros

El originador se compromete, mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión de Derechos sobre Flujos Futuros a ceder a la Sociedad Titularizadora todos los derechos sobre la cantidad estipulada de los ingresos totales que perciba mensualmente.

Por ingresos percibidos por la Dirección Nacional de Obras Municipales se entenderán los flujos financieros futuros de: i) los aportes del estado; ii) los fondos provenientes de rentas, cánones, intereses, utilidades y frutos que obtenga de sus bienes muebles, inmuebles, o como producto de sus operaciones financieras; iii) otros ingresos o bienes de cualquier tipo, que adquiera a cualquier título, inclusive los que se originen como consecuencia del otorgamiento de una concesión, y iv) Cualquier otro ingreso que en el futuro se encuentre facultada legalmente a percibir.

Se realizarán ciento ochenta cesiones (180) de flujos hacia el Fondo de Titularización por parte del Originador. El monto total por ceder asciende a MIL NOVECIENTOS OCHENTA MILLONES DE DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (US\$1,980,000,000). La DOM se obliga a mantener vigente el mecanismo operativo de sobrecolateralización de flujos a través de la Orden Irrevocable de Retención Transferencia, el cual consiste en trasladar al fondo, forma mensual y sucesiva, el equivalente a dos veces el monto de cesión mensual. El excedente recaudado en el período será depositado en la cuenta designada por la DOM para recibir sus transferencias propias.

### Operatividad de la Estructura de Titularización

Para la operación de la estructura de Titularización se apertura las siguientes cuentas a nombre del Fondo de Titularización:

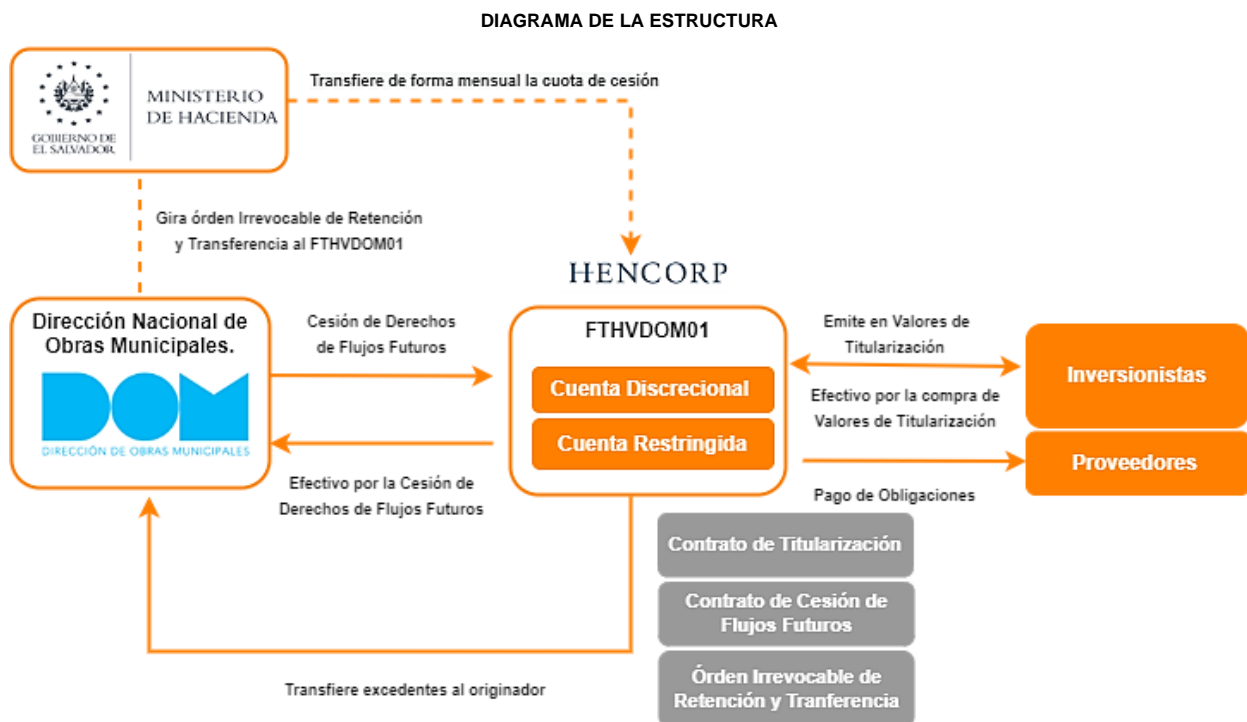
- **Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización:** Los fondos percibidos mensualmente por la entrada de flujos cedidos, serán depositados en una cuenta bancaria a nombre del FTHVDOM CERO UNO administrada por HENCORP VALORES, LIMITADA, TITULARIZADORA, abierta en un banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas.
- **Cuenta Restringida del Fondo de Titularización:** Formará parte del respaldo de esta emisión, la Cuenta Restringida del FTHVDOM CERO UNO, la que será administrada por HENCORP VALORES, LIMITADA, TITULARIZADORA. Este respaldo no deberá ser menor a los próximos cuatro montos de cesión mensual de flujos financieros futuros que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos.

### Respaldo Operativo

Como respaldo operativo para la emisión, la Dirección Nacional de Obras Municipales se compromete a celebrar el siguiente contrato:

- **Orden Irrevocable de Retención y Transferencia (OIRT):** Mediante contrato de Cesión de Flujos Financieros, la DOM instruye al Ministerio de Hacienda (a través de una Orden Irrevocable de Retención y Transferencia) a depositar un monto preestablecido correspondiente a cada mes en la Cuenta Discrecional a nombre del Fondo de Titularización.

Lo anterior no limita la responsabilidad de la DIRECCIÓN NACIONAL DE OBRAS MUNICIPALES de trasladar directamente el total de los Montos de Cesión Mensual establecidos en el Contrato de Cesión a favor del FTHVDOM CERO UNO, disponiendo para ello de los ingresos que legal o contractualmente esté facultado a percibir.



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

### Procedimiento en caso de mora

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

Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión, habrá lugar a una situación de mora. Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores, a las Sociedades Clasificadoras de Riesgo y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

## Factores de Riesgo

| Factores de riesgo asociados con la emisión                    |  |
|--|--|
| <b>Riesgo de Liquidez</b>                                      | El riesgo de liquidez de un inversionista en la presente emisión está relacionado con la incertidumbre en la venta de los valores en que ha invertido en el mercado secundario, o en la incertidumbre en la obtención de liquidez sobre su inversión a través de otros mecanismos del mercado de capitales. Los inversionistas pueden mitigar este riesgo mediante operaciones de mercado secundario o de reporto en las que la tasa de rendimiento del título sea equivalente a las tasas de mercado.   |
| <b>Riesgo de Mercado</b>                                       | El riesgo de mercado se refiere a las posibles pérdidas en que pueden incurrir los inversionistas debido a cambios en los precios de los Valores de Titularización ocasionados por variables exógenas que atienden al mecanismo de libre mercado. Los inversionistas pueden administrar este riesgo diversificando su portafolio de inversiones.   |
| <b>Riesgo de Tasa de Interés</b>                               | La tasa de interés de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda podrá ser fija o podrá usar como referencia la Tasa de Interés Básica Pasiva a 180 días (TIBP180) o la tasa LIBOR a 6 meses más una sobre tasa mínima de 0.01%. Una vez definida esta tasa de interés, el inversionista que adquiera dichos Valores de Titularización - Títulos de Deuda incurre en riesgo de tasa de interés ante la posibilidad de que las tasas de interés vigentes en el mercado de capitales en otros instrumentos de similar plazo y clasificación de riesgo un momento determinado puedan ser más competitivas que las de los valores de la presente emisión. En caso de un aumento de las tasas de interés, el riesgo para los inversionistas es de liquidez, quienes pueden mitigar este riesgo mediante operaciones de mercado secundario o de reporto en las que la tasa de rendimiento del título sea equivalente a las tasas de mercado. |
| Factores de Riesgo de la Sociedad Administradora de la Emisión |  |
| <b>Riesgo de mercado</b>                                       | Este riesgo está relacionado con las fluctuaciones en el valor de mercado y de la liquidez en el mercado secundario de las inversiones que la empresa realice con recursos de los Fondos de Titularización. El área de finanzas deberá obtener la autorización correspondiente para los instrumentos en que dichos recursos puedan sean invertidos. Este riesgo se ve mitigado por las políticas de administración del Fondo de Titularización, las cuales establecen que las inversiones con recursos de los Fondos únicamente podrán ser administrados por la Sociedad Titularizadora, colocándolos en depósitos bancarios en cuenta corriente y de ahorro, en bancos debidamente autorizados para realizar operaciones pasivas en El Salvador por la Superintendencia del Sistema Financiero y que cuenten con una calificación de riesgo en escala local mayor o igual a "AA+"   |
| <b>Riesgo Crediticio</b>                                       | Este riesgo está relacionado con la solvencia del emisor de los instrumentos en que se inviertan recursos propios o de los Fondos de Titularización. El área de finanzas deberá obtener la autorización correspondiente para los instrumentos en que dichos recursos puedan ser invertidos. Este riesgo se ve mitigado por las políticas de administración del Fondo de Titularización, las cuales establecen que las inversiones con recursos de los Fondos únicamente podrán ser administrados por la Sociedad Titularizadora, colocándolos en depósitos bancarios en cuenta corriente y de ahorro, en bancos debidamente autorizados para realizar operaciones pasivas en El Salvador por la Superintendencia del Sistema Financiero.   |
| <b>Riesgo Legal</b>  | Este riesgo está asociado principalmente con los contratos utilizados en el proceso de titularización e incluye, pero no se limita, a los siguientes contratos: Contrato de Cesión y Administración de los activos titularizados, Contrato de Titularización, Contrato de Calificación de Riesgo, Contrato con el Agente colocador de los valores de titularización en el mercado, Contrato de depósito y custodia.<br>Los contratos antes mencionados deben considerar el riesgo legal de malversación de fondos, fraude, movimientos de liquidez a cuentas no autorizadas, y otros actos indebidos asociados con la administración de los activos subyacentes de la titularización.  |

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

## Perspectivas Financieras del Originador y Emisión

La Dirección Nacional de Obras Municipales cederá por medio de la Titularización sus flujos futuros para obtener financiamiento para proyectos de inversión pública como ejecución de obras municipales, prioritariamente en obras de infraestructura y en servicios vinculados a estas obras, en las áreas urbanas y rural, y en proyectos dirigidos a incentivar las actividades económicas, sociales, culturales, religiosas, deportivas, habitacionales o de vivienda, medioambientales y turísticas de los municipios.

Por otra parte, se espera obtener un continuo crecimiento en los ingresos para los próximos años, siendo la principal fuente de ingresos una porción no menor al tres por ciento (3%) de los ingresos corrientes netos del Presupuesto General de la Nación. Con la finalidad de evaluar la capacidad de la entidad para generar flujos necesarios por medio de los aportes del Estado, se plantean los siguientes escenarios:

| Componente   | Escenario Base | Escenario Moderado | Escenario Pesimista |
|--|----------------|--------------------|---------------------|
| Tasa de Crecimiento Natural de Ingresos Corrientes del Estado  | 8.31%          | 7.64%              | 5.17%               |
| Ingresos de la Dirección Nacional de Obras Municipales (Porción sobre los Ingresos Netos del Presupuesto General de la Nación) | 4.0%           | 3.75%              | 3.25%               |

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

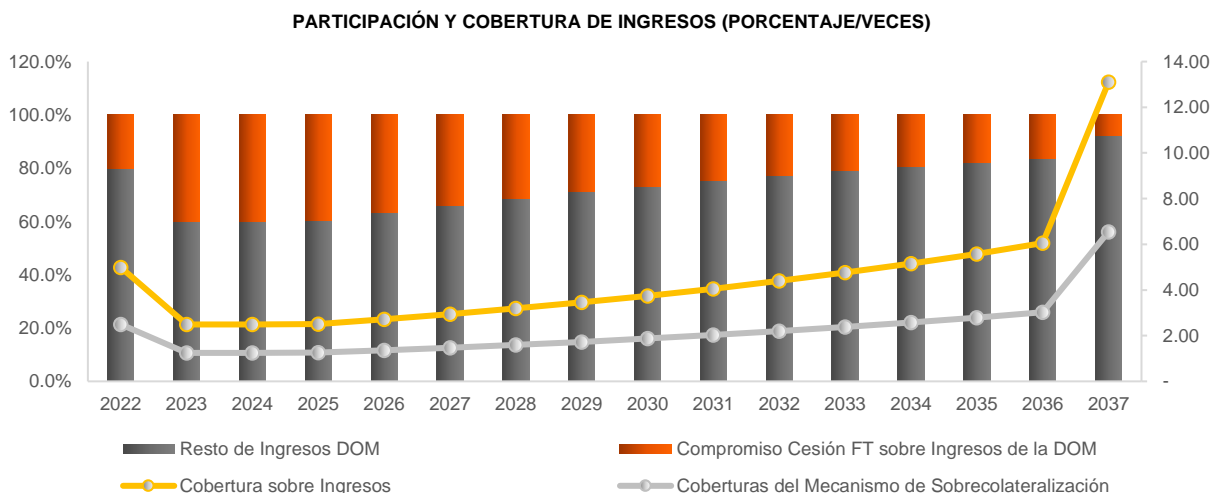
### Escenario Base

La tendencia de los ingresos de la institución se encuentra estrechamente relacionada al aporte que el Estado le brindará al originador. En consecuencia, bajo un escenario base y optimista, la Titularizadora toma de referencia los presupuestos por el Órgano Legislativo de El Salvador de los últimos cinco años aprobados, bajo dicho planteamiento la tasa para proyectar los ingresos corrientes del Estado será de 8.31% durante la vigencia de la emisión. Asimismo, se considera un aporte al Originador del 4% sobre los ingresos corrientes del Estado.

Con la finalidad de dar cumplimiento a las disposiciones legales con el Fondo de Titularización, el originador podrá comprometer hasta el cincuenta por ciento (50%) de los ingresos que percibe anualmente. En este sentido, de acuerdo con las estimaciones, la cesión anual al fondo de titularización tendrá una participación promedio de 26.7%, reflejando el indicador más alto en el año 2023 y 2024 con 40.1% sin afectar lo establecido en la estructura de la emisión y permitiendo una brecha promedio de 23.3 puntos porcentuales (p.p.) hasta llegar al límite legal permitido.

[www.ratingspcr.com](http://www.ratingspcr.com)

Por otra parte, para medir la capacidad de los flujos de la institución, se prevé que los ingresos otorguen una cobertura promedio de 4.48 veces. Asimismo, se toma en cuenta el mejorador crediticio de la DOM, al otorgar una cuota adicional al fondo de titularización como parte del mecanismo de sobrecolateralización, evidenciando una cobertura promedio de 2.24 veces durante el período proyectado.

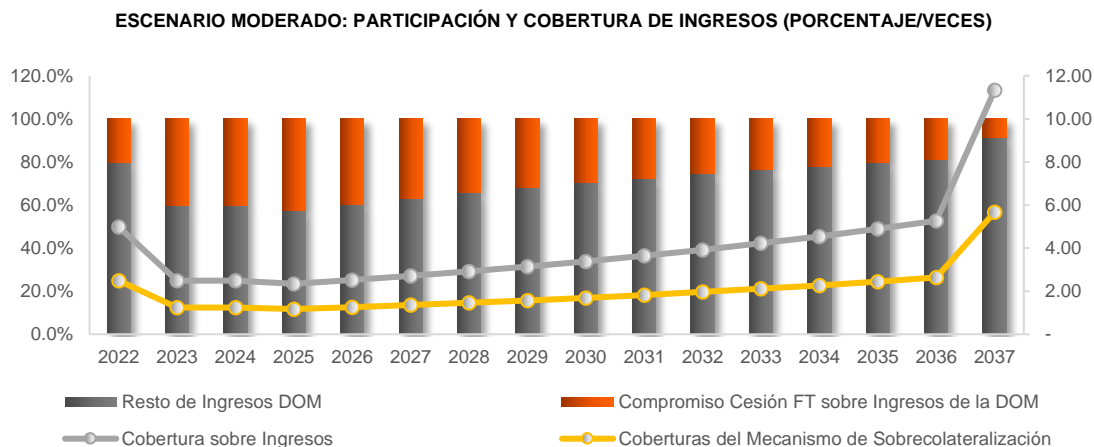


*Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR*

### Escenario Moderado

Para el planteamiento de este escenario se ha considerado una disminución de 0.67 p.p. de los ingresos corrientes del Estado respecto al escenario base, tomando de referencia de la tasa de crecimiento intermedia de los últimos cinco años. Adicionalmente, para el presente análisis de sensibilidad se redujo 0.20 p.p. de los aportes que brindará el Estado a la DOM respecto a su proyección base (4.0%).

Al considerar los aspectos antes mencionados dentro del escenario moderado, los flujos que genere la entidad seguirán siendo suficientes para responder a las obligaciones de la emisión. En este sentido, la cesión de flujos al Fondo de Titularización tendría una participación promedio de 28.9%, ubicándose ligeramente por encima del 28.6% del escenario base. Asimismo, la brecha resulta en 21.1 p.p. hasta llegar al límite legal permitido (50%).



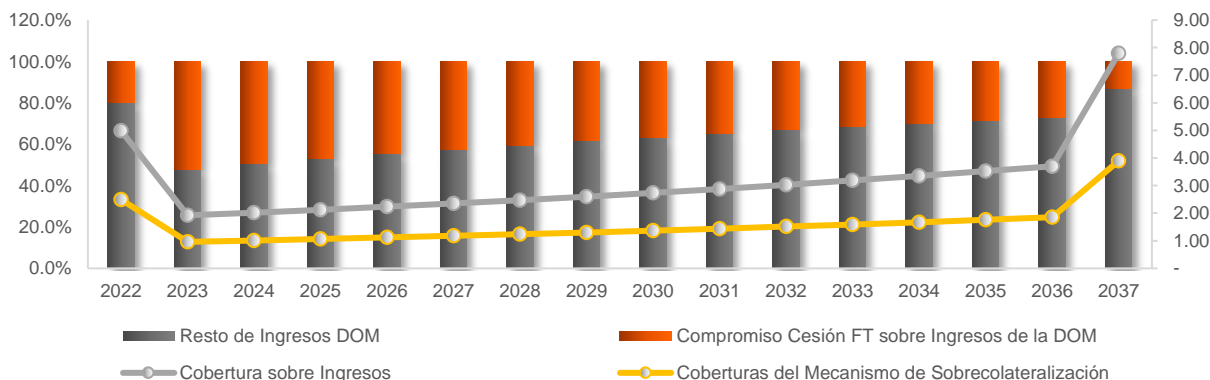
*Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR*

### Escenario Pesimista

En el análisis de sensibilidad del presente escenario se han ajustado los principales supuestos del modelo financiero, es decir las principales variables que podrían influir en un ajuste del flujo financiero futuro; el escenario pesimista se ha determinado que los ingresos corrientes del Estado muestren una de las tasas de crecimiento más bajas de los últimos cinco años (5.17%), así como un ajuste de 0.30 p.p. los ingresos que perciba el Originador sobre los ingresos corrientes netos de Presupuesto General de la Nación.

Luego de realizar un análisis de estrés en los flujos de la DOM, ésta sigue presentando adecuados niveles de participación de cesión al Fondo de Titularización, otorgando una participación promedio de 34.2% respecto a los ingresos totales que perciba el originador, con una brecha de 15.8 p.p. hasta llegar a su límite legal permitido (50%). Cabe destacar que, bajo dicho escenario durante el año 2025 estaría presentando cerca de los límites de endeudamiento permitido (47%), disminuyendo paulatinamente a partir del 2026. Finalmente, los niveles de cobertura a la Titularización se ubicarían en 3.25 veces y bajo el mecanismo de Sobrecolateralización la cobertura resultaría en 1.62 veces.

### ESCENARIO PESIMISTA: PARTICIPACIÓN Y COBERTURA DE INGRESOS (PORCENTAJE/VECES)



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

### Análisis de la Estructura

La clasificación de riesgo tiene como finalidad dar una opinión sobre el riesgo de incumplimiento en el pago de los intereses y la amortización del principal, derivado de los valores emitidos con cargo al Fondo de Titularización FTHVDOM CERO UNO.

Luego de analizar los factores cuantitativos y cualitativos de los derechos sobre los flujos futuros titularizados, el nivel crediticio del Originador (Dirección Nacional de Obras Municipales), 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. Puede considerarse que el fondo de titularización cuenta con la cobertura necesaria para pagar a los inversionistas. Es importante mencionar que, al tratarse de una titularización de una porción de los ingresos totales de la DOM y los mecanismos operativos de transferencia al Fondo de Titularización, éstos mantienen mayor confiabilidad y predictibilidad.

El Fondo de Titularización cuenta con los mecanismos legales-jurídicos para la administración de los flujos a obtener por parte del Originador; además la porción de ingresos que cederá la DOM no generaría impactos negativos a la situación financiera del Originador. El establecimiento de la Orden Irrevocable de Transferencia a través de la Dirección General de Tesorería del Ministerio de Hacienda, aseguran el traslado y custodia de los fondos obtenidos a través de la cesión.

Finalmente, es importante destacar que los flujos financieros futuros de la entidad originadora se derivan de la asignación al Presupuesto General de la Nación, por ende, se consideran los altos niveles de endeudamiento del Gobierno y la prelación de pago de éstas, lo cual podría ocasionar pagos extemporáneos al fondo de titularización. No obstante, dicho riesgo se mitiga con las cuentas de liquidez (cuenta restringida) de la Titularización la cual en ningún momento podrá ser inferior a las próximas cuatro cuotas de cesión mensual.

## Estados Financieros Proyectados Originador – Dirección Nacional de Obras Municipales

| BALANCE GENERAL (EN MILES US\$)      |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
|--------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA       | 2022             | 2023             | 2024             | 2025             | 2026             | 2027             | 2028             | 2029             | 2030             | 2031             | 2032             | 2033             |
| FONDOS                               | 60,021           | 106,878          | 123,735          | 128,109          | 122,961          | 125,410          | 122,748          | 127,462          | 127,243          | 125,007          | 123,911          | 127,376          |
| DISPONIBILIDADES                     | 42,422           | 89,279           | 106,136          | 110,510          | 105,362          | 107,811          | 105,149          | 109,863          | 109,644          | 107,408          | 106,312          | 109,777          |
| ANTICIPO DE FONDOS                   | 17,599           | 17,599           | 17,599           | 17,599           | 17,599           | 17,599           | 17,599           | 17,599           | 17,599           | 17,599           | 17,599           | 17,599           |
| INVERSIONES FINANCIERAS              | 64,123           | 64,123           | 64,123           | 64,123           | 64,123           | 64,123           | 64,123           | 64,123           | 64,123           | 64,123           | 64,123           | 64,123           |
| INVERSIONES TEMPORALES               | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                |
| CUENTA RESTRINGIDA FTHVDM01          | 44,000           | 44,000           | 44,000           | 44,000           | 44,000           | 44,000           | 44,000           | 44,000           | 44,000           | 44,000           | 44,000           | 44,000           |
| DEUDORES MONETARIOS Y FINANCIEROS    | 20,000           | 20,000           | 20,000           | 20,000           | 20,000           | 20,000           | 20,000           | 20,000           | 20,000           | 20,000           | 20,000           | 20,000           |
| INVERSIONES INTANGIBLES              | 123              | 123              | 123              | 123              | 123              | 123              | 123              | 123              | 123              | 123              | 123              | 123              |
| INVERSIONES EN EXISTENCIAS           | 322              | 322              | 322              | 322              | 322              | 322              | 322              | 322              | 322              | 322              | 322              | 322              |
| INVERSIONES EN BIENES DE USO         | 2,176            | 2,165            | 2,153            | 2,142            | 2,131            | 2,119            | 2,108            | 2,097            | 2,085            | 2,074            | 2,063            | 2,051            |
| BIENES DEPRECIABLES (NETO)           | 1,365            | 1,354            | 1,342            | 1,331            | 1,320            | 1,308            | 1,297            | 1,286            | 1,274            | 1,263            | 1,252            | 1,240            |
| BIENES DEPRECIABLES (BRUTO)          | 1,376            | 1,376            | 1,376            | 1,376            | 1,376            | 1,376            | 1,376            | 1,376            | 1,376            | 1,376            | 1,376            | 1,376            |
| DEPRECIACIÓN ACUMULADA               | (11)             | (23)             | (34)             | (45)             | (57)             | (68)             | (79)             | (91)             | (102)            | (113)            | (125)            | (136)            |
| BIENES NO DEPRECIABLES               | 811              | 811              | 811              | 811              | 811              | 811              | 811              | 811              | 811              | 811              | 811              | 811              |
| INVERSIONES EN PROYECTOS Y PROGRAMAS | 1,053            | 1,053            | 1,053            | 1,053            | 1,053            | 1,053            | 1,053            | 1,053            | 1,053            | 1,053            | 1,053            | 1,053            |
| <b>TOTAL DE ACTIVOS</b>              | <b>127,694</b>   | <b>174,540</b>   | <b>191,386</b>   | <b>195,749</b>   | <b>190,590</b>   | <b>193,027</b>   | <b>190,354</b>   | <b>195,056</b>   | <b>194,826</b>   | <b>192,578</b>   | <b>191,471</b>   | <b>194,924</b>   |
| DEPÓSITO DE TERCEROS                 | 4,073            | 4,073            | 4,073            | 4,073            | 4,073            | 4,073            | 4,073            | 4,073            | 4,073            | 4,073            | 4,073            | 4,073            |
| ENDEUDAMIENTO INTERNO                | 800,643          | 783,880          | 764,562          | 742,174          | 716,342          | 686,502          | 652,077          | 612,245          | 566,259          | 513,140          | 451,817          | 380,930          |
| ENDEUDAMIENTO EXTERNO                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                |
| ACREEDORES FINANCIEROS               | 41,825           | 41,825           | 41,825           | 41,825           | 41,825           | 41,825           | 41,825           | 41,825           | 41,825           | 41,825           | 41,825           | 41,825           |
| <b>TOTAL DE PASIVOS</b>              | <b>846,542</b>   | <b>829,778</b>   | <b>810,461</b>   | <b>788,072</b>   | <b>762,240</b>   | <b>732,401</b>   | <b>697,975</b>   | <b>658,143</b>   | <b>612,157</b>   | <b>559,038</b>   | <b>497,716</b>   | <b>426,829</b>   |
| PATRIMONIO                           | 3,771            | 3,771            | 3,771            | 3,771            | 3,771            | 3,771            | 3,771            | 3,771            | 3,771            | 3,771            | 3,771            | 3,771            |
| RESULTADO DE EJERCICIOS ANTERIORES   | 21,889           | (722,618)        | (659,009)        | (622,845)        | (596,094)        | (575,421)        | (543,145)        | (511,392)        | (466,857)        | (421,102)        | (370,231)        | (310,015)        |
| RESULTADO DEL EJERCICIO CORRIENTE    | (744,508)        | 63,609           | 36,164           | 26,751           | 20,673           | 32,276           | 31,753           | 44,534           | 45,756           | 50,871           | 60,215           | 74,340           |
| <b>TOTAL PATRIMONIO</b>              | <b>(718,847)</b> | <b>(655,238)</b> | <b>(619,075)</b> | <b>(592,324)</b> | <b>(571,650)</b> | <b>(539,374)</b> | <b>(507,621)</b> | <b>(463,087)</b> | <b>(417,331)</b> | <b>(366,460)</b> | <b>(306,244)</b> | <b>(231,904)</b> |
| <b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO</b>    | <b>127,694</b>   | <b>174,540</b>   | <b>191,386</b>   | <b>195,749</b>   | <b>190,590</b>   | <b>193,027</b>   | <b>190,354</b>   | <b>195,056</b>   | <b>194,826</b>   | <b>192,578</b>   | <b>191,471</b>   | <b>194,924</b>   |

Fuente: Dirección Nacional de Obras Municipales / Elaboración: PCR

| ESTADO DE RESULTADOS (EN MILES US\$)     |                  |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
|--|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ESTADO DE SITUACIÓN ECONÓMICA            | 2022             | 2023           | 2024           | 2025           | 2026           | 2027           | 2028           | 2029           | 2030           | 2031           | 2032           | 2033           |
| <b>INGRESOS OPERACIONALES</b>            | <b>328,888</b>   | <b>328,888</b> | <b>328,888</b> | <b>331,611</b> | <b>359,181</b> | <b>389,043</b> | <b>421,387</b> | <b>456,421</b> | <b>494,367</b> | <b>535,468</b> | <b>579,987</b> | <b>628,206</b> |
| TRANSFERENCIAS CORRIENTES MH             | 30,438           | 30,438         | 30,438         | 30,690         | 33,241         | 36,005         | 38,998         | 42,241         | 45,752         | 49,556         | 53,676         | 58,139         |
| TRANSFERENCIAS DE CAPITAL MH             | 298,450          | 298,450        | 298,450        | 300,921        | 325,940        | 353,038        | 382,389        | 414,180        | 448,615        | 485,912        | 526,310        | 570,067        |
| <b>COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES</b>     | <b>1,013,264</b> | <b>149,403</b> | <b>179,403</b> | <b>194,604</b> | <b>231,642</b> | <b>253,850</b> | <b>291,241</b> | <b>318,831</b> | <b>361,637</b> | <b>404,676</b> | <b>447,967</b> | <b>491,532</b> |
| GASTO DE INVERSIONES PÚBLICAS            | 237,933          | 125,000        | 155,000        | 170,000        | 205,000        | 225,000        | 260,000        | 285,000        | 325,000        | 365,000        | 405,000        | 445,000        |
| FTHVDM01 - GASTO DE INVERSIONES PÚBLICAS | 751,000          | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| GASTO EN PERSONAL                        | 14,186           | 14,267         | 14,267         | 14,385         | 15,581         | 16,876         | 18,279         | 19,799         | 21,445         | 23,228         | 25,159         | 27,250         |
| GASTO EN BIENES DE CONSUMO Y SERVICIOS   | 10,049           | 10,049         | 10,049         | 10,132         | 10,974         | 11,887         | 12,875         | 13,945         | 15,105         | 16,361         | 17,721         | 19,194         |
| GASTO EN BIENES CAPITALIZABLES           | 87               | 87             | 87             | 87             | 87             | 87             | 87             | 87             | 87             | 87             | 87             | 87             |
| GASTOS EN TRANSFERENCIAS OTORGADAS       | -                | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| COSTO DE VENTAS Y CARGOS CALCULADOS      | 9                | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>RESULTADO OPERATIVO</b>               | <b>(684,376)</b> | <b>179,485</b> | <b>149,485</b> | <b>137,007</b> | <b>127,539</b> | <b>135,193</b> | <b>130,146</b> | <b>137,590</b> | <b>132,730</b> | <b>130,793</b> | <b>132,020</b> | <b>136,674</b> |
| OTROS INGRESOS                           | -                | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| INGRESOS POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES   | -                | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>OTROS GASTOS</b>                      | <b>60,132</b>    | <b>115,876</b> | <b>113,321</b> | <b>110,256</b> | <b>106,866</b> | <b>102,917</b> | <b>98,393</b>  | <b>93,055</b>  | <b>86,975</b>  | <b>79,922</b>  | <b>71,804</b>  | <b>62,334</b>  |
| GASTOS FINANCIEROS Y OTROS               | 639              | 639            | 639            | 644            | 698            | 756            | 819            | 887            | 961            | 1,041          | 1,127          | 1,221          |
| GASTOS FINANCIEROS FTHVDM01              | 58,643           | 115,237        | 112,682        | 109,612        | 106,168        | 102,161        | 97,574         | 92,168         | 86,014         | 78,881         | 70,677         | 61,113         |
| GASTOS POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES     | 849              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>RESULTADO NETO</b>                    | <b>(744,508)</b> | <b>63,609</b>  | <b>36,164</b>  | <b>26,751</b>  | <b>20,673</b>  | <b>32,276</b>  | <b>31,753</b>  | <b>44,534</b>  | <b>45,756</b>  | <b>50,871</b>  | <b>60,215</b>  | <b>74,340</b>  |

Fuente: Dirección Nacional de Obras Municipales / Elaboración: PCR

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

| BALANCE GENERAL                                       |                |                |                |                |                |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA (US\$ MILES)   |                |                |                |                |                |
| COMPONENTE  | dic-17         | dic-18         | dic-19         | dic-20         | dic-21         |
| EFFECTIVO Y SUS EQUIVALENTES                          |                |                |                |                |                |
| BANCOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS      | 143            | 1,430          | 666            | 2,543          | 3,580          |
| INVERSIONES FINANCIERAS                               | 2,987          | 2,395          | 2,493          | 143            | 143            |
| CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR                       | 726            | 760            | 879            | 1,045          | 1,008          |
| CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR RELACIONADAS          | 108            | 91             | 90             | 92             | 71             |
| RENDIMIENTOS POR COBRAR                               | 2              | 3              | 2              | 19             | -              |
| IMPUESTOS   | 57             | 60             | 62             | 54             | 92             |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>                               | <b>4,023</b>   | <b>4,740</b>   | <b>4,192</b>   | <b>3,897</b>   | <b>4,894</b>   |
| MUEBLES   | 22             | 9              | 8              | 10             | 10             |
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>                            | <b>22</b>      | <b>9</b>       | <b>8</b>       | <b>10</b>      | <b>10</b>      |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                                   | <b>4,045</b>   | <b>4,750</b>   | <b>4,199</b>   | <b>3,907</b>   | <b>4,904</b>   |
| CUENTAS POR PAGAR                                     | 486            | 486            | 568            | 497            | 703            |
| CUENTAS POR PAGAR RELACIONADAS                        | -              | 150            | 130            | 147            | 121            |
| IMPUESTOS POR PAGAR                                   | 603            | 590            | 631            | 544            | 792            |
| DIVIDENDOS POR PAGAR                                  | 150            | 741            | -              | -              | -              |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>                               | <b>1,239</b>   | <b>1,967</b>   | <b>1,329</b>   | <b>1,188</b>   | <b>1,616</b>   |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>                            | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>       |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                                   | <b>1,239</b>   | <b>1,967</b>   | <b>1,329</b>   | <b>1,188</b>   | <b>1,616</b>   |
| CAPITAL   | 1,165          | 1,177          | 1,177          | 1,200          | 1,200          |
| RESERVAS DE CAPITAL                                   | 233            | 233            | 235            | 235            | 240            |
| RESULTADOS  | 1,408          | 1,372          | 1,458          | 1,284          | 1,848          |
| RESULTADOS ACUMULADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES        | 7              | 5              | 5              | 0              | -              |
| RESULTADOS DEL PRESENTE PERIODO                       | 1,401          | 1,367          | 1,453          | 1,283          | 1,848          |
| <b>TOTAL PATRIMONIO</b>                               | <b>2,806</b>   | <b>2,782</b>   | <b>2,871</b>   | <b>2,719</b>   | <b>3,288</b>   |
| <b>TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO</b>                    | <b>4,045</b>   | <b>4,750</b>   | <b>4,199</b>   | <b>3,907</b>   | <b>4,904</b>   |
| CUENTAS CONTINGENTES DE COMPROMISO DEUDORAS           | 633,428        | 607,068        | 628,854        | 654,915        | 786,028        |
| OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS                     | 633,428        | 607,068        | 628,854        | 654,915        | 786,028        |
| <b>TOTAL</b>  | <b>633,428</b> | <b>607,068</b> | <b>628,854</b> | <b>654,915</b> | <b>786,028</b> |
| CUENTAS CONTINGENTES Y DE COMPROMISOS                 | 633,428        | 607,068        | 628,854        | 654,915        | 786,028        |
| RESPONSABILIDAD POR OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS | 633,428        | 607,068        | 628,854        | 654,915        | 786,028        |
| <b>TOTAL</b>  | <b>633,428</b> | <b>607,068</b> | <b>628,854</b> | <b>654,915</b> | <b>786,028</b> |

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

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

| COMPONENTE  | dic-17       | dic-18       | dic-19       | dic-20       | dic-21       |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>INGRESOS DE EXPLOTACIÓN</b>  | <b>3,280</b> | <b>3,343</b> | <b>3,501</b> | <b>3,055</b> | <b>5,102</b> |
| INGRESOS POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS  | 3,280        | 3,343        | 3,501        | 3,055        | 5,102        |
| <b>COSTOS DE EXPLOTACIÓN</b>  | <b>1,290</b> | <b>1,394</b> | <b>1,432</b> | <b>1,290</b> | <b>2,546</b> |
| GASTOS DE OPERACIÓN POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS                                 | 12           | 93           | 80           | 15           | 900          |
| GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN Y DE PERSONAL DE OPERACIONES DE TITULARIZACIÓN | 1,254        | 1,285        | 1,348        | 1,272        | 1,642        |
| GASTOS POR DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO POR OPERACIONES CORRIENTES      | 25           | 16           | 4            | 3            | 3            |
| <b>RESULTADOS DE OPERACIÓN</b>  | <b>1,990</b> | <b>1,949</b> | <b>2,069</b> | <b>1,765</b> | <b>2,556</b> |
| <b>INGRESOS FINANCIEROS</b>   | <b>41</b>    | <b>40</b>    | <b>17</b>    | <b>65</b>    | <b>84</b>    |
| INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS  | 36           | 37           | 13           | 24           | 2            |
| INGRESOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR                                      | 1            | 3            | 5            | 41           | 82           |
| OTROS INGRESOS FINANCIEROS  | 4            | -            | -            | -            | 0            |
| <b>GASTOS FINANCIEROS</b>   | <b>27</b>    | <b>36</b>    | <b>10</b>    | <b>7</b>     | <b>0</b>     |
| GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS                             | 1            | 1            | -            | -            | -            |
| GASTOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR   | 24           | 3            | 1            | 0            | 0            |
| OTROS GASTOS FINANCIEROS  | -            | 5            | 9            | 7            | -            |
| PÉRDIDAS EN VENTA DE ACTIVOS  | 2            | 27           | -            | -            | -            |
| <b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>  | <b>2,004</b> | <b>1,953</b> | <b>2,076</b> | <b>1,823</b> | <b>2,640</b> |
| IMPUESTO SOBRE LA RENTA   | 603          | 586          | 625          | 540          | 792          |
| <b>RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>  | <b>1,401</b> | <b>1,367</b> | <b>1,451</b> | <b>1,283</b> | <b>1,848</b> |
| INGRESOS EXTRAORDINARIOS  | 0            | -            | 2            | -            | -            |
| <b>RESULTADOS NETOS DEL PERIODO</b>   | <b>1,401</b> | <b>1,367</b> | <b>1,453</b> | <b>1,283</b> | <b>1,848</b> |

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

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

| Período | Cuota  | Período | Cuota  | Período | Cuota  | Período | Cuota  | Período | Cuota  | Período | Cuota  |
|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 1       | 11,000 | 31      | 11,000 | 61      | 11,000 | 91      | 11,000 | 121     | 11,000 | 151     | 11,000 |
| 2       | 11,000 | 32      | 11,000 | 62      | 11,000 | 92      | 11,000 | 122     | 11,000 | 152     | 11,000 |
| 3       | 11,000 | 33      | 11,000 | 63      | 11,000 | 93      | 11,000 | 123     | 11,000 | 153     | 11,000 |
| 4       | 11,000 | 34      | 11,000 | 64      | 11,000 | 94      | 11,000 | 124     | 11,000 | 154     | 11,000 |
| 5       | 11,000 | 35      | 11,000 | 65      | 11,000 | 95      | 11,000 | 125     | 11,000 | 155     | 11,000 |
| 6       | 11,000 | 36      | 11,000 | 66      | 11,000 | 96      | 11,000 | 126     | 11,000 | 156     | 11,000 |
| 7       | 11,000 | 37      | 11,000 | 67      | 11,000 | 97      | 11,000 | 127     | 11,000 | 157     | 11,000 |
| 8       | 11,000 | 38      | 11,000 | 68      | 11,000 | 98      | 11,000 | 128     | 11,000 | 158     | 11,000 |
| 9       | 11,000 | 39      | 11,000 | 69      | 11,000 | 99      | 11,000 | 129     | 11,000 | 159     | 11,000 |
| 10      | 11,000 | 40      | 11,000 | 70      | 11,000 | 100     | 11,000 | 130     | 11,000 | 160     | 11,000 |
| 11      | 11,000 | 41      | 11,000 | 71      | 11,000 | 101     | 11,000 | 131     | 11,000 | 161     | 11,000 |
| 12      | 11,000 | 42      | 11,000 | 72      | 11,000 | 102     | 11,000 | 132     | 11,000 | 162     | 11,000 |
| 13      | 11,000 | 43      | 11,000 | 73      | 11,000 | 103     | 11,000 | 133     | 11,000 | 163     | 11,000 |
| 14      | 11,000 | 44      | 11,000 | 74      | 11,000 | 104     | 11,000 | 134     | 11,000 | 164     | 11,000 |
| 15      | 11,000 | 45      | 11,000 | 75      | 11,000 | 105     | 11,000 | 135     | 11,000 | 165     | 11,000 |
| 16      | 11,000 | 46      | 11,000 | 76      | 11,000 | 106     | 11,000 | 136     | 11,000 | 166     | 11,000 |
| 17      | 11,000 | 47      | 11,000 | 77      | 11,000 | 107     | 11,000 | 137     | 11,000 | 167     | 11,000 |
| 18      | 11,000 | 48      | 11,000 | 78      | 11,000 | 108     | 11,000 | 138     | 11,000 | 168     | 11,000 |
| 19      | 11,000 | 49      | 11,000 | 79      | 11,000 | 109     | 11,000 | 139     | 11,000 | 169     | 11,000 |
| 20      | 11,000 | 50      | 11,000 | 80      | 11,000 | 110     | 11,000 | 140     | 11,000 | 170     | 11,000 |
| 21      | 11,000 | 51      | 11,000 | 81      | 11,000 | 111     | 11,000 | 141     | 11,000 | 171     | 11,000 |
| 22      | 11,000 | 52      | 11,000 | 82      | 11,000 | 112     | 11,000 | 142     | 11,000 | 172     | 11,000 |
| 23      | 11,000 | 53      | 11,000 | 83      | 11,000 | 113     | 11,000 | 143     | 11,000 | 173     | 11,000 |
| 24      | 11,000 | 54      | 11,000 | 84      | 11,000 | 114     | 11,000 | 144     | 11,000 | 174     | 11,000 |
| 25      | 11,000 | 55      | 11,000 | 85      | 11,000 | 115     | 11,000 | 145     | 11,000 | 175     | 11,000 |
| 26      | 11,000 | 56      | 11,000 | 86      | 11,000 | 116     | 11,000 | 146     | 11,000 | 176     | 11,000 |
| 27      | 11,000 | 57      | 11,000 | 87      | 11,000 | 117     | 11,000 | 147     | 11,000 | 177     | 11,000 |
| 28      | 11,000 | 58      | 11,000 | 88      | 11,000 | 118     | 11,000 | 148     | 11,000 | 178     | 11,000 |
| 29      | 11,000 | 59      | 11,000 | 89      | 11,000 | 119     | 11,000 | 149     | 11,000 | 179     | 11,000 |
| 30      | 11,000 | 60      | 11,000 | 90      | 11,000 | 120     | 11,000 | 150     | 11,000 | 180     | 11,000 |

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

**Nota sobre información empleada para el análisis**

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

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