

Fitch Centroamérica, S.A.
T (503) 2516 6600 F (503) 2516 66 50
Edificio Plaza Cristal 3er Nivel, 79Av. Sur y Calle Cuscatlán
San Salvador, El Salvador

Fitch Costa Rica Calificadora de Riesgo S.A.
T (506) 2296 9182 / 2296-9454 F (506) 2296 98 95
Apartado 10828-1000
San José, Costa Rica

30 de octubre de 2018
FITCA SV-195-18

Licenciada
Ana Virginia de Guadalupe Samayoa Barón
Superintendente Adjunto de Valores
Superintendencia del Sistema Financiero
Presente


Estimada Licenciada Samayoa:

Con la presente estamos remitiendo informe de Clasificación de Riesgo **Títulos de Tramos con cargo al fondo de Titularización Ricorp Titularizadora, FOVIAL 03 (FTRTFOV03)** al 30 de junio de 2018. Esta Clasificación ha sido asignada en estricto cumplimiento al Artículo 95B 95C, del Capítulo II, Título VI de la Ley de Mercado de Valores de El Salvador y a las “Normas Técnicas sobre Obligaciones de las Sociedades Clasificadoras de Riesgo” emitida por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

Asimismo, para dar cumplimiento a lo establecido en el Artículo 32 de la Norma NRP-07 emitida por el Banco Central de Reserva de El Salvador, en mi calidad de Representante Legal de **FITCH CENTROAMÉRICA, S.A.**, bajo juramento declaro que ningún miembro del Comité de Clasificación u otro empleado de mi representada, es persona interesada en la Clasificación de la Entidad a la que se hace referencia la clasificación que adjunto, en los términos establecidos en el artículo 95 de la Ley del Mercado de Valores.

Atentamente,

FITCH CENTROAMÉRICA S.A.



Eric Campos B.
Director Ejecutivo

José Carlos Bonilla
Valentín Arrieta
Melissa Franco

Ricorp Titularizadora
Bolsa de Valores de El Salvador
Fitch Centroamérica S.A.

Fondo de Conservación Vial

Títulos con Cargo a FTRTFOV03

Informe de Clasificación

Índice	Página
Estructura de Capital	1
Factores Clave	1
Sensibilidad de las Clasificaciones	1
Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información	2
Descripción del Originador	2
Estructuras Financiera y Legal de la Transacción	4
Análisis del Activo Subyacente	7
Seguimiento y Proyecciones Financieras	9
Riesgo de Contraparte	10
Clasificaciones en Escala de Fitch	10
Anexo	11

Estructura de Capital

Denominación	Monto Máximo (USD)	Plazo	Tasa (%)	Clasificación	Perspectiva
Tramo 1	17,500,000	14 años	6.75	A+(slv)	Estable
Tramo 2	7,500,000	6 años	6.00	A+(slv)	Estable
Total	25,000,000				

Las clasificaciones se basan en información a junio de 2018, provista por el originador. Las clasificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

Factores Clave de las Clasificaciones

Relación Estrecha con el Soberano: Los recursos financieros de la transacción están respaldados por los derechos de recibir una porción de la Contribución de Conservación Vial (CCV), un tributo de carácter especial generado de la venta o cualquier forma de transferencia de propiedad de diésel y gasolinas, o sus mezclas con otros carburantes, realizada por importadores o refinadores. La Tesorería de El Salvador es la encargada de recaudar directamente la renta antes de que esta ingrese al fondo de titularización. Dada la naturaleza del colateral, la clasificación de las tres emisiones considera el riesgo de generación de caja asociado al soberano. La clasificación de soberano de El Salvador se afirmó por Fitch Ratings el 13 de junio de 2018 en 'B-'.

Desempeño del Activo Subyacente: El desempeño bueno de la transacción ha estado respaldado por un comportamiento de los ingresos superior a lo que se esperaba inicialmente. Los ingresos de la CCV han sido superiores a las proyecciones que se tenían al inicio de la emisión, producto de la estabilidad en el consumo de combustible y crecimiento moderado del recaudo. Al 30 de junio de 2018, los ingresos aumentaron casi 5% en comparación con el mismo período de 2017. De igual manera, desde que se emitieron los tramos, el mecanismo de transferencia de flujos se ha cumplido a cabalidad.

Niveles de Cobertura Apropriados: De acuerdo con varios escenarios realizados por Fitch, los flujos transferidos al fondo de titularización serán suficientes para atender las obligaciones financieras y mantenerse dentro de las autorizaciones establecidas por la ley. La agencia también espera que los costos y gastos de la transacción sean previsibles ya que el pago se realizará en cuotas fijas para capital e intereses. Además, la transacción cuenta con recursos adicionales que podrían cubrir variaciones inesperadas en escenarios de estrés acordes a la clasificación asignada.

Riesgo de Redireccionamiento o de Desvío: Como se mencionó, El Salvador es el encargado de hacer la recolección y transferencia de la CCV al patrimonio autónomo (PA). En consideración a que, previo a la transferencia de los recursos al PA, estos deben ser depositados en la tesorería del soberano y que la continuidad en la recolección de la CCV de carácter nacional estaría sujeta a decisiones del soberano, la agencia considera que los flujos están expuestos a riesgo de desvío.

Sensibilidad de las Clasificaciones

Modificaciones en la calidad crediticia de El Salvador podrían implicar variaciones en la clasificación de los bonos, los cuales podrían moverse en la misma dirección que la del soberano.

Analistas

Melissa Franco
571-484-6770 ext. 1252
melissa.franco@fitchratings.com

Nicolás Torres
1-312-368-3117
nicolas.torres@fitchratings.com

Asimismo, una reducción significativa en los ingresos totales del Fondo de Conservación Vial (Fovial) podría afectar la cantidad de recursos potenciales para el fondo de titularización y presionar los indicadores de cobertura. En tal caso, Fitch realizaría una revisión extraordinaria con el fin de incluir el estrés adicional.

Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

Criterios Aplicados

Los criterios aplicables a esta transacción son: “Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”, del 21 de mayo de 2018; “Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros”, del 17 de septiembre de 2018; y la “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos” del 20 de septiembre de 2018, disponibles en las páginas web de Fitch: www.fitchratings.com y www.fitchratings.com/site/centralamerica/elsalvador/metodologias.

Simulación

Con el objetivo de verificar el cumplimiento de los pagos esperados, Fitch realizó varias simulaciones en distintos escenarios, con base en las condiciones macroeconómicas, las características de la emisión y la sensibilidad de los distintos mecanismos de protección. La agencia consideró la cascada de pagos y los mecanismos de dirección de los pagos, de acuerdo a como estos componentes fueron especificados en los documentos de la emisión. Lo anterior tuvo el propósito de verificar si los flujos estresados y los niveles de sobrecolateral provistos por la transacción son suficientes para cubrir el pago de capital y de intereses.

Suficiencia de la Información

Ricorp Titularizadora S.A. (Ricorp), en su condición de estructurador, y Fovial, como originador, suministraron a Fitch información sobre el comportamiento del activo subyacente, así como la documentación respectiva a la estructuración de la emisión. La información fue entregada en el formato solicitado por la agencia y, al revisarla, Fitch la consideró adecuada para el análisis.

Descripción del Originador

Fovial es una institución pública de la República de El Salvador, creada en noviembre de 2000. Su responsabilidad es administrar eficientemente los recursos financieros que le sean conferidos y realizar un servicio de conservación adecuado de la red vial nacional, urbana y rural de El Salvador. La conservación vial contempla un conjunto de actividades destinadas a preservar el buen estado de las vías, de modo que un servicio óptimo se garantice al usuario. Algunas de ellas son el mantenimiento rutinario y periódico, la señalización y las labores de mantenimiento de puentes y obras de paso. Estas se realizan a través de los siguientes programas:

- Programa de Mantenimiento Rutinario;
- Programa de Mantenimiento Periódico;
- Programa de Mantenimiento de Puentes y Obras de Paso;
- Programa de Mantenimiento;
- Señalización y Seguridad Vial.

Los ingresos de Fovial, conferidos mediante acto legislativo están conformados por la CCV y la recolección de tasas y multas. La primera, que es la fuente de ingresos más importante de Fovial, fue constituida como un tributo de carácter especial creado a través del Decreto No. 597 de 2001. El hecho generador de tal contribución es la venta o cualquier forma de transferencia de propiedad de diésel y gasolinas, o sus mezclas con otros carburantes, realizada por importadores o refinadores.

Metodologías Relacionadas

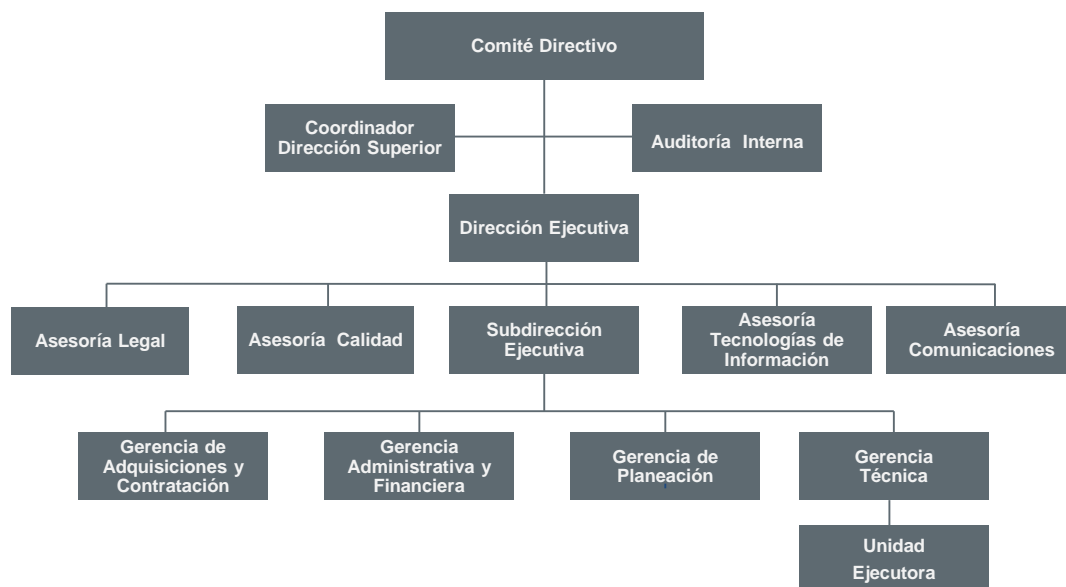
[Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas \(Mayo 21, 2018\).](#)

[Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros \(Septiembre 17, 2018\).](#)

[Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos \(Septiembre 20, 2018\).](#)

En cuanto a la segunda fuente de ingresos, en junio de 2012 se modificó el Decreto No. 208 como consecuencia de la insuficiencia de los recursos asignados para cubrir las necesidades de mantenimiento. Como resultado, se le asignó a Fovial una fuente de recursos nueva, los derechos de circulación vehicular y multas de tránsito, con lo que sus ingresos aumentaron aproximadamente 20%.

Estructura Organizacional



Fuente: Fovial.

El consejo directivo que encabeza Fovial está compuesto por el Ministro de Obras Públicas, transporte, vivienda y desarrollo urbano, un representante del Ministerio de Economía, tres representantes de los usuarios provenientes de diferentes gremios de la Asociación Nacional de la Empresa Privada, así como dos representantes de los usuarios, nombrados por el Presidente de la República. En opinión de Fitch, tener un órgano directivo alto, como una asamblea de accionistas o un comité directivo que dé direccionamiento estratégico a la compañía, es una buena práctica de gobierno corporativo para la continuidad y sostenibilidad de la organización.

Fovial ha buscado mantener una estructura organizacional horizontal, a fin de garantizar la eficiencia operacional y un flujo adecuado de la información. La dirección ejecutiva y los responsables de cada una de las unidades operativas y de asesoría proponen las políticas de administración y operación de Fovial, las cuales son aprobadas por el consejo directivo. Asimismo, este autoriza los procedimientos y prácticas asociados a la administración del capital humano, en términos de reclutamiento, selección, contratación, inducción, permisos, capacitación, evaluación del desempeño, administración y régimen de salarios, medidas de estímulo y disciplinarias, destituciones y disposiciones especiales entre Fovial y el personal.

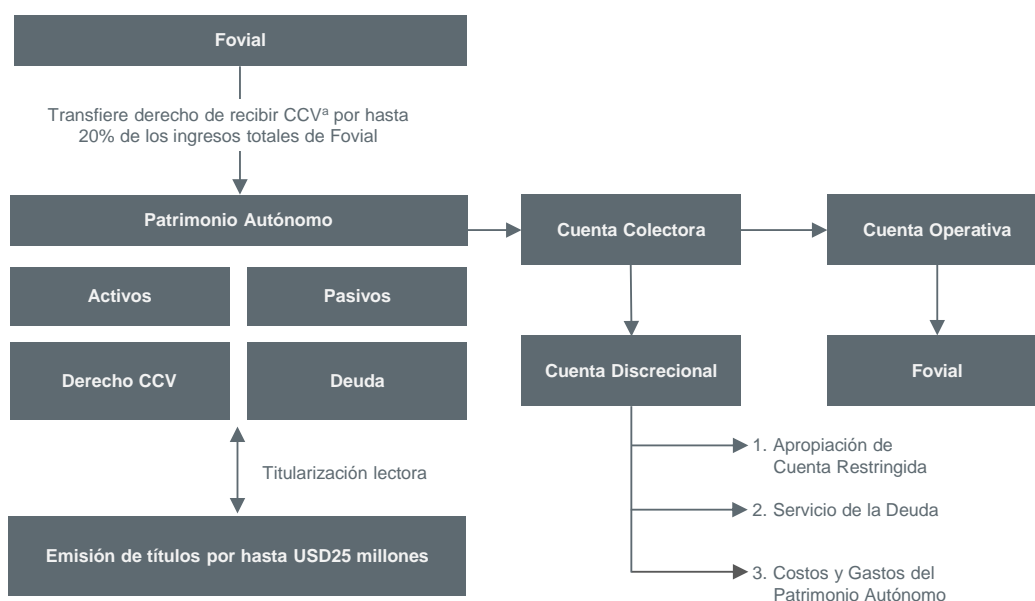
Como órgano de control interno, Fovial cuenta con la unidad de auditoría interna (UAI), encargada de mantener una actividad independiente y objetiva que proporcione reportes relevantes para la seguridad de la institución. El objetivo de la UAI es vigilar el cumplimiento de las políticas y procedimientos, de acuerdo con lo aprobado por el comité ejecutivo. Para ello, se alinea con la consecución de una administración sistémica adecuada y mantiene un enfoque profesional que permite evaluar y mejorar la administración de riesgos de control. La UAI está sujeta a la aplicación de las normas de auditoría gubernamental, definidas por la Corte de Cuentas de la República de El Salvador, así como a la aplicación de las normas para el ejercicio profesional de la auditoría

interna, siempre que estén en armonía con las primeras. El auditor interno de Fovial es nombrado por el consejo directivo y tiene plena independencia para ejercer sus labores.

Para la identificación y administración de riesgos, Fovial cuenta con el Programa de Planificación de Riesgos Institucionales. En este, el consejo directivo, la dirección ejecutiva y las unidades operativas y de asesoría son responsables de identificar y analizar las fuentes de riesgos relevantes, internos y externos de Fovial por lo menos una vez al año, así como las actividades para mitigarlos. Ello se basa en el manual de riesgos y está en congruencia con el logro de los objetivos estratégicos institucionales. Los factores de riesgo identificados se analizan a través de una matriz que determina su impacto o significado, así como la probabilidad de ocurrencia, con el fin de definir su importancia y priorizar las actividades de mitigación.

Estructuras Financiera y Legal de la Transacción

Estructura de la Transacción



^aCCV: Contribución de Conservación Vial.
Fuente: Fovial y Ricorp.

El programa de emisión de hasta USD125 millones de bonos estructurados de Fovial se divide en tres emisiones *pari-passu*, las dos primeras son de hasta USD50 millones, mientras que la tercera es de hasta USD25 millones. En las tres emisiones, las estructuras financiera y legal de las transacciones son iguales. La titularización consiste en la transferencia al patrimonio autónomo, por parte de Fovial, de los derechos de recibir una porción de los ingresos por CCV. Por medio del Decreto No. 110 de 2012, se autoriza a Fovial comprometer hasta 20% de sus ingresos anuales para este fin. El fondo de titularización realizó la emisión, respaldado por un contrato irrevocable de cesión de derechos sobre flujos financieros entre el fondo y Fovial.

Condiciones de la Emisión

Emisor	Fondo de Titularización 03 – Ricorp Titularizadora
Monto	USD25 millones
Agente de Manejo	Ricorp Titularizadora S.A.
Originador	Fondo de Conservación Vial (Fovial)
Tramos	Tramo 1: USD17,500,000 Tramo 2: 7,500,000
Tasa Cupón	Tramo 1: 6.75% a tasa fija Tramo 2: 6.0% a tasa fija Pago trimestral de intereses
Amortización	Tramo 1: 14 años Tramo 2: 6 años
Tipo de Clasificación	Pago oportuno trimestral de intereses y capital programado (<i>timely</i>)

Fuente: Fovial y Ricorp.

El valor de la CCV está ligado únicamente al consumo de combustible sujeto a contribución y, por lo tanto, no existe un ajuste de precios. El costo a pagar es de USD0.20 por galón de diésel, gasolinas o sus mezclas con otros carburantes. Tal tributo deberá ser retenido por el importador o refinador al momento de la venta o en la transferencia de combustibles en el mercado local.

Los importadores o refinadores deberán consignar las contribuciones acumuladas del mes anterior en una cuenta a nombre del Ministerio de Hacienda, denominada Fondo General del Estado – Dirección General de Tesorería del Ministerio de Hacienda (DGTMH). Posteriormente, los recursos se transferirán a una cuenta especial de la DGTMH en el Banco Central de Reserva de El Salvador.

A través de la orden irrevocable de retención y transferencia de fondos, la tesorería de El Salvador hará las transferencias correspondientes a 1.1 veces (x) la cuota mensual a ceder, predeterminada a la cuenta del banco administrador del fondo de titularización de Fovial en el banco central. El banco administrador aplicará inmediatamente los fondos en la cuenta colectora del fondo de titularización. Una vez que los flujos hayan ingresado a la cuenta colectora, se deberá transferir en 0.1x la cuota a la cuenta operativa, la cual se encuentra fuera del patrimonio autónomo. Estos recursos no estarían disponibles para la atención de las obligaciones del fondo de titularización.

Fitch considera que tal mecanismo incorpora el riesgo crediticio de El Salvador dentro de la transacción. Esto se debe a que interrupciones temporales o permanentes en el cobro o distribución de los recursos cobrados por el soberano podrían impactar negativamente el pago oportuno de las obligaciones del fondo de titularización.

Las cuotas mensuales, que deberán transferirse a la cuenta discrecional, se han estimado como una tercera parte de los costos y gastos trimestrales del fondo de titularización, más un tercio del servicio de deuda trimestral. Durante los primeros meses de la emisión, la cesión mensual equivaldrá a la mitad de estos egresos, incluyendo una porción denominada como margen de seguridad, equivalente a 0.5% de los pagos de capital, intereses y gastos totales del fondo de titularización. De esta manera, Fovial estaría asegurando que, a lo largo de la vida de la emisión, los recursos necesarios se apropiarán desde un mes antes. Además, la transacción contaría con los flujos suficientes para cubrir posibles sobrecostos de la emisión en escenarios de estrés acordes a la categoría A(slv).

Dada la estructura financiera, Fitch espera que las coberturas de la emisión sean predecibles hasta la fecha de vencimiento de los títulos. Sin embargo, considera que uno de los riesgos más importantes es que la apropiación de las cuotas supere 20% de los ingresos totales de Fovial, de acuerdo con lo establecido en el marco regulatorio. Según varios escenarios analizados por Fitch, existe una probabilidad baja de que este evento ocurra.

De acuerdo con el Decreto No. 110 de 2012, los recursos de la emisión deberán destinarse para mejorar la red vial nacional prioritaria, además de cumplir con otras responsabilidades y objetivos fundamentales de Fovial. Para asegurar el uso correcto de los recursos, Fovial realizará reuniones

trimestrales en las que informará al representante de tenedores de valores y a Ricorp sobre los avances en la ejecución de los proyectos, a los cuales se destinarán los fondos obtenidos de la cesión de los derechos de los flujos.

Prelación de Pagos

Mensualmente, los recursos que alimentan el patrimonio autónomo e ingresan a la cuenta colectora serán distribuidos de la siguiente manera.

1. Cuenta discrecional: Esta realizará un cargo diario en la cuenta colector, hasta completar 1.0x la cuota mensual a ceder predeterminada. A su vez, estos recursos serán distribuidos así:
 - a. cuenta restringida: en caso de ser necesario, se abonará en esta el saldo mínimo de la próxima cuota de capital y/o intereses;
 - b. apropiación para el pago de capital e intereses;
 - c. costos y gastos del patrimonio autónomo.
2. Cuenta operativa: A esta se le transferirán 0.1x los recursos de la cuenta colectora. Esta cuenta estaría por fuera del patrimonio autónomo y, por lo tanto, los recursos no estarían disponibles para la atención de las obligaciones de la titularización.

Los excedentes de la cuenta discrecional quedarían atrapados hasta el final de la emisión y podrán utilizarse para cubrir cualquier sobre costo de la transacción. En opinión de Fitch, tal mecanismo permitiría cubrir apropiadamente los costos de la transacción, aún en escenarios de estrés acordes a la categoría A(slv).

Eventos de Incumplimiento (Default)

La emisión contempla los siguientes como eventos de incumplimiento:

- si alguna contingencia legal material afectase el ingreso de Fovial;
- si la administración de Fovial decidiese modificar alguna de las condiciones de la transacción o tomase alguna medida administrativa o legal que representase un cambio material adverso sobre los flujos adquiridos por el fondo;
- si los flujos cedidos anualmente por Fovial sobrepasaran 20% de los ingresos anuales de la entidad;
- si la relación de deuda a ingresos sobrepasase 2.4x;
- si no se pagase alguna obligación.

Mecanismos de Cobertura

La estructura de la transacción contempla distintos mecanismos de mejora crediticia, entre los cuales se encuentran los siguientes.

Fondo de Liquidez (Cuenta Restringida): Contará con recursos equivalentes al saldo mínimo de la próxima cuota de capital o intereses. Su constitución se realizará en el momento de la emisión de los bonos y, de ser necesario, se fondeará nuevamente con los recursos que ingresen mensualmente al patrimonio. Los recursos depositados en esta cuenta que excedan el saldo mínimo de la próxima cuota se retornarán a la cuenta discrecional.

Coberturas de Deuda Predecibles: De acuerdo con la estructura de la emisión, las coberturas a lo largo de la vida de la emisión serán de 1.86x. De esta forma, existirá protección suficiente ante posibles variaciones en los costos y gastos del patrimonio autónomo, puesto que el pago de intereses y capital es fijo. Fitch considera que una cobertura adicional de 0.5% de los pagos de capital, intereses y gastos totales del patrimonio autónomo (margen de seguridad) generará una protección significativa, dado que los egresos operativos del fondo de titularización corresponden a 2.2% anual del total de gastos. Esta protección sería suficiente, aún en escenarios de estrés fuerte en que los costos y gastos creciesen considerablemente.

Derecho de hasta 20% de los Ingresos Totales de Fovial: De acuerdo con estimaciones de Fitch en diversos escenarios, las cuotas mensuales a ceder equivaldrán aproximadamente 17% de los ingresos totales de Fovial. Dado lo anterior, estos últimos deberían reducirse considerablemente para que no fuese posible cumplir con las coberturas de deuda esperadas.

Políticas de Inversión

Los recursos de las distintas cuentas que forman parte del patrimonio autónomo deben depositarse en establecimientos cuya clasificación sea mayor o igual que la menor clasificación de riesgo crediticio recibida por la emisión. Para Fitch, tales políticas otorgan seguridad para la disposición de los recursos del fondo de titularización.

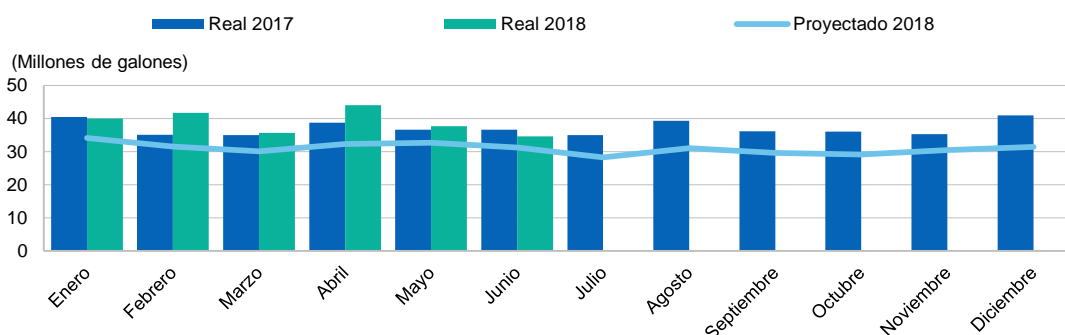
Información Importante

Para establecer una claridad mayor, Fitch puede acudir a las opiniones de profesionales expertos en temas legales o tributarios en caso de ser necesario. Como la agencia siempre ha dejado en claro, Fitch no provee consejo legal o tributario ni confirma que las opiniones legales o tributarias o cualquier otro documento de la transacción o estructura son suficientes para algún propósito específico. La aclaración al final de este informe deja en claro que el mismo no constituye consejo legal, tributario o de estructuración por parte de Fitch y no debería ser interpretado como tal. Si los lectores de este informe requieren de una opinión experta en alguno de estos temas, se les sugiere contactar a un asesor relevante en dicha jurisdicción.

Análisis del Activo Subyacente

La transacción está respaldada por el derecho a recibir la CCV en hasta 20% de los ingresos totales anuales de Fovial para las emisiones que componen el programa. El valor de la contribución y, por ende, los ingresos a los cuales tiene derecho el fondo de titularización están relacionados altamente con la demanda de combustibles sujetos a contribución. Dado que el costo a pagar es fijo (USD0.20 por galón), no existe un ajuste anual de precios ni un impacto directo que sea producto de variaciones en el precio de los combustibles.

Galones de Combustible en El Salvador

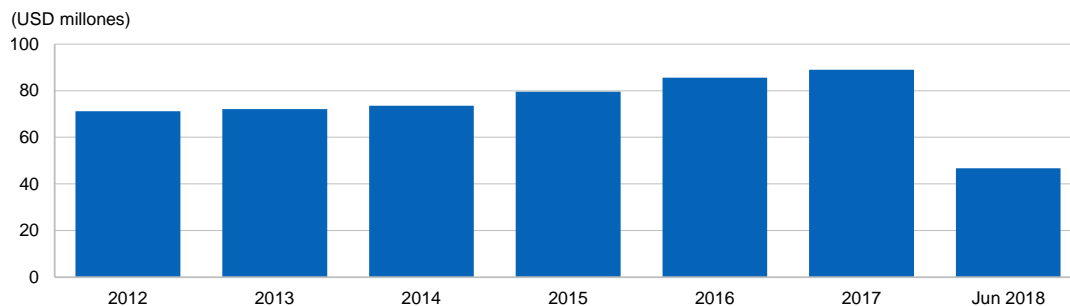


Fuente: Fovial y Ricorp.

De acuerdo con la información provista con corte de junio de 2018, Fitch observa que el consumo de combustible en El Salvador es altamente predecible, al igual que la recaudación del impuesto por CCV. Esto se debe a que gran parte proviene de las importaciones, aspecto que facilita su recolección.

Los ingresos por CCV han sido relativamente estables durante los últimos 6 años. Debido a que El Salvador no es un país productor, depende en gran medida de la importación de combustible, lo que hace predecibles los ingresos por CCV. La relación directa de importación o transferencia de combustibles con la recolección contribuye a predecir con precisión los ingresos.

Ingreso por Contribución Vial



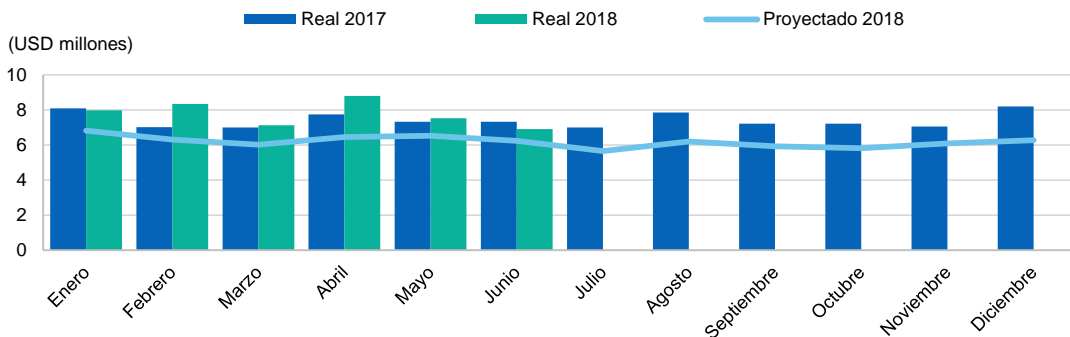
Fuente: Fovial.

Los sujetos obligados a pagar la contribución son pocos y casi no han variado durante los últimos años. Los recursos de la CCV tienen una concentración significativa en dos pagadores que reúne alrededor de 76% de las contribuciones: Chevron Caribbean Inc y Puma Energy. En opinión de Fitch, dada la naturaleza del activo subyacente, sería muy factible que una empresa nueva sustituyera a una de las existentes en caso de que fuera necesario. Dado lo anterior, espera que el flujo de caja tenga continuidad y consistencia a lo largo de la transacción.

Las características del mercado monopolístico del activo subyacente son muy favorables para la estabilidad de los ingresos. En el mediano plazo, Fitch considera que existe una probabilidad muy baja de obsolescencia del producto (combustible sujeto a contribución). Asimismo, no existen productos sustitutos que puedan modificar la demanda.

Contribución de Conservación Vial

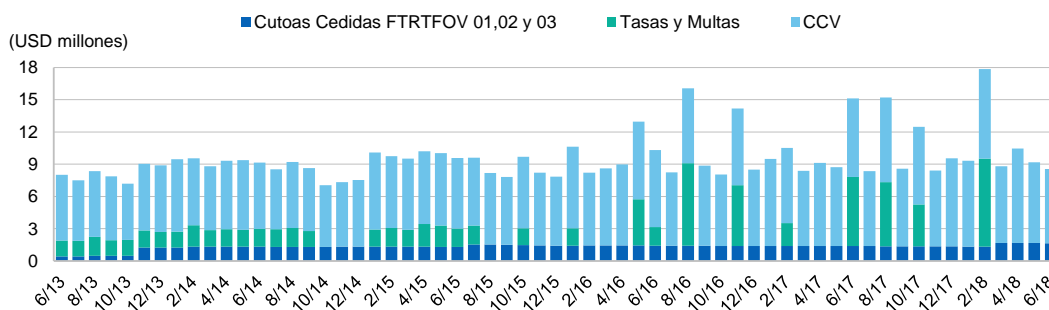
(A junio de 2018)



Fuente: Fovial y Ricorp.

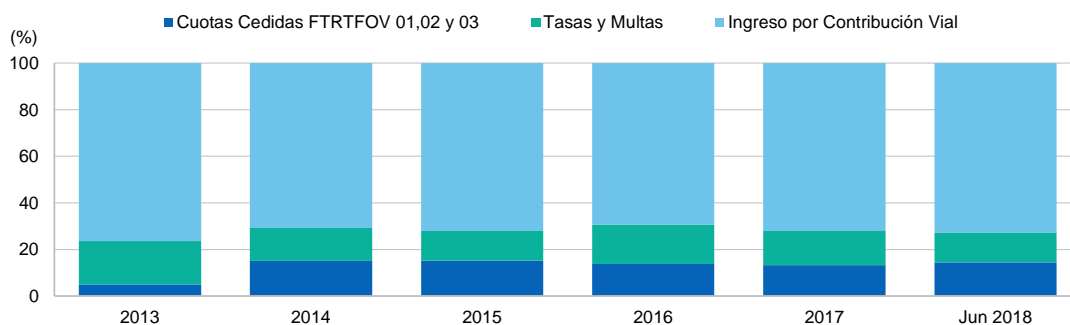
Como indicador del desempeño del activo subyacente y del comportamiento de las transferencias hacia el fondo de titularización, se analizaron los ingresos de la entidad frente a la cuota cedida mensualmente a los tres fondos. El resultado muestra que esta última ha representado en promedio 16.6% de los ingresos mensuales de Fovial, permitiendo tener holgura cuando los ingresos mensuales sean inferiores, ya que el límite se aplica sobre 20% de los ingresos anuales. Desde su emisión y hasta junio de 2018, se han cumplido con holgura las condiciones expuestas en el Decreto No. 110 de 2012 y el mecanismo de transferencia de flujos.

Control Mensual de Cuotas Cedidas



Fuente: Fovial y RICORP.

Desempeño de los Ingresos



Fuente: Fovial.

Como se observa en la tabla siguiente, la cobertura de la transacción se ha mantenido superior a la proyección inicial, ofreciendo protección suficiente ante posibles variaciones en los costos y gastos del patrimonio autónomo, atributo que Fitch clasifica como positivo, ya que brinda estabilidad a la emisión.

Histórico: Índice de Cobertura del Servicio de la Deuda

(Veces)	Mínimo	Máximo	Promedio
Índice de Cobertura del Servicio de la Deuda FTRTFOV03	2.42	6.11	3.04

Nota: El índice es trimestral, en consideración de la periodicidad de pago. Las cifras incluyen excedentes de caja.
Fuente: Fitch Ratings, con información provista por Ricorp.

Seguimiento y Proyecciones Financieras

Fitch observa favorablemente la estabilidad de los flujos de Fovial, puesto que permite mayor predictibilidad de los recursos a los cuales tendrá derecho el patrimonio autónomo. Los ingresos de la CCV superaron los esperados al inicio de la emisión, producto del crecimiento en el consumo de combustible. La agencia estima una probabilidad alta de que los recursos necesarios para la atención de las obligaciones del fondo de titularización sean inferiores a 20% de los ingresos totales anuales de Fovial. En lo que resta de 2018 (a junio 30) los ingresos promedio mensuales de Fovial deberán caer más de 21%, frente al promedio de ingresos mensuales en los últimos 5 años, para incumplir el límite establecido.

Los flujos de caja proyectados fueron sometidos por Fitch a diversas tensiones mediante la sensibilización de diferentes variables que inciden en su comportamiento. Algunos factores sometidos a escenarios de estrés fueron los indicadores macroeconómicos, los ingresos operacionales y las variables específicas del sector. En estos escenarios evaluados, las coberturas

del servicio de la deuda resultaron en niveles acordes con las clasificaciones de los tramos que conforman la transacción.

Riesgo de Contraparte

Como parte de la evaluación de la estructura financiera, Fitch analiza cualquier dependencia en relación con las contrapartes. En este caso, analizó la calidad crediticia de El Salvador, dada su responsabilidad en el cobro y la distribución de los recursos al patrimonio autónomo. También consideró la naturaleza de Fovial y su importancia estratégica para el desarrollo del país.

El Salvador

Fitch considera que esta transacción es altamente dependiente del soberano, ya que el desempeño de los activos titularizados está ligado al desempeño económico de El Salvador, teniendo en consideración que la continuidad en la recolección de la CCV de carácter nacional estaría sujeta a decisiones del soberano. De esta manera, fluctuaciones en este último podrían afectar los recursos disponibles para el fondo de titularización. La agencia destaca la naturaleza jurídica de la contribución y el objetivo específico del mismo, haciendo posible considerar que el proyecto es de carácter estratégico a nivel nacional.

Como parte del proceso de transferencia de los recursos al patrimonio autónomo, los flujos deberán ingresar a la Tesorería del soberano. Los importadores o refinadores deberán consignar los recursos en una cuenta a nombre del Ministerio de Hacienda, denominada Fondo General del Estado – DGTMH. Dado lo anterior, inconvenientes en el cobro o la distribución de los recursos podrían impactar el pago oportuno de las obligaciones de la titularización. Para mayor información consultar el informe de clasificación de [El Salvador](#) publicado el 19 de junio de 2018, en www.fitchratings.com.

Fovial

Fovial es una entidad de derecho público con carácter autónomo, personalidad jurídica, patrimonio propio y carácter monopólico. Administra eficientemente los recursos transferidos por el soberano y brinda servicios adecuados de mantenimiento a la red nacional de carreteras. Se encarga del mantenimiento de 6,420 kilómetros a lo largo del territorio nacional.

La entidad ha demostrado ser una entidad importante para los planes del gobierno salvadoreño, aspecto que Fitch considera positivo para la transacción. Del total de deuda titularizada se ha invertido y contratado aproximadamente un 35% para mantenimiento periódico de la red vial y un 62% para desarrollo de proyectos. De acuerdo con Fovial se espera terminar la ejecución de los proyectos en 2018.

Clasificaciones en Escala de Fitch

Las clasificaciones de riesgo vigentes en escala de Fitch se detallan a continuación:

- clasificación de largo plazo de FTRTFOV03 – Tramo 1: 'A+(slv)';
- clasificación de largo plazo de FTRTFOV03 – Tramo 2: 'A+(slv)';

Ambas clasificaciones tienen Perspectiva Estable.

Anexo

Flujos Mensuales Cedidos al Fondo de Titularización FTRTFOV03

Mes	Cesión en USD	Mes	Cesión en USD	Mes	Cesión en USD
1	214,119.61	63	429,073.64	125	166,943.49
2	214,119.61	64	429,073.64	126	164,688.38
3	166,972.39	65	429,073.64	127	164,688.38
4	166,972.39	66	423,501.12	128	164,688.38
5	166,972.39	67	423,501.12	129	174,759.75
6	141,972.39	68	423,501.12	130	174,759.75
7	141,972.39	69	221,746.64	131	174,759.75
8	141,972.39	70	221,746.64	132	161,017.77
9	154,020.50	71	221,746.64	133	161,017.77
10	154,020.50	72	206,945.65	134	161,017.77
11	154,020.50	73	206,945.65	135	157,923.08
12	142,811.98	74	206,945.65	136	157,923.08
13	142,811.98	75	203,784.33	137	157,923.08
14	142,811.98	76	203,784.33	138	155,667.98
15	141,972.39	77	203,784.33	139	155,667.98
16	141,972.39	78	201,464.11	140	155,667.98
17	141,972.39	79	201,464.11	141	165,739.34
18	141,972.39	80	201,464.11	142	165,739.34
19	141,972.39	81	211,350.82	143	165,739.34
20	141,972.39	82	211,350.82	144	151,997.36
21	154,020.50	83	211,350.82	145	151,997.36
22	154,020.50	84	197,663.27	146	151,997.36
23	154,020.50	85	197,663.27	147	148,902.67
24	142,811.98	86	197,663.27	148	148,902.67
25	142,811.98	87	194,503.46	149	148,902.67
26	142,811.98	88	194,503.46	150	146,647.57
27	141,972.39	89	194,503.46	151	146,647.57
28	141,972.39	90	192,183.24	152	146,647.57
29	141,972.39	91	192,183.24	153	156,783.22
30	141,972.39	92	192,183.24	154	156,783.22
31	141,972.39	93	202,069.94	155	156,783.22
32	141,972.39	94	202,069.94	156	142,976.95
33	484,979.96	95	202,069.94	157	142,976.95
34	484,979.96	96	188,382.40	158	142,976.95
35	484,979.96	97	188,382.40	159	139,882.26
36	470,063.40	98	188,382.40	160	139,882.26
37	470,063.40	99	185,222.59	161	139,882.26
38	470,063.40	100	185,222.59	162	133,627.16
39	473,653.87	101	185,222.59	163	133,627.16
40	473,653.87	102	182,902.37	164	133,627.16
41	473,653.87	103	182,902.37	165	3,302.59
42	468,081.34	104	182,902.37	166	3,302.59
43	468,081.34	105	192,847.38	167	3,302.59
44	468,081.34	106	192,847.38	168	-
45	474,607.29	107	192,847.38		
46	474,607.29	108	179,101.52		
47	474,607.29	109	179,101.52		
48	457,775.88	110	179,101.52		
49	457,775.88	111	175,963.90		
50	457,775.88	112	175,963.90		
51	451,363.75	113	175,963.90		
52	451,363.75	114	173,708.79		
53	451,363.75	115	173,708.79		
54	445,791.23	116	173,708.79		
55	445,791.23	117	183,718.92		
56	445,791.23	118	183,718.92		
57	452,370.08	119	183,718.92		
58	452,370.08	120	170,038.18		
59	452,370.08	121	170,038.18		
60	435,485.76	122	170,038.18		
61	435,485.76	123	166,943.49		
62	435,485.76	124	166,943.49		
				Total	38,143,350.38

Fuente: Ricorp.

Información Regulatoria de El Salvador

Nombre del Emisor o Sociedad Administradora	Originador: Fondo de Conservación Vial; Emisiones: Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Fovial03
Fecha del Consejo de Clasificación	16 de octubre de 2018
Número de Sesión	092-2018
Fecha de la Información Financiera en que Se Basó la Clasificación	AUDITADA: 31/12/2017 NO AUDITADA: 30/06/2018
Clase de Reunión (Ordinaria/Extraordinaria)	Ordinaria
Clasificación Anterior (si aplica)	FTRTFOV03:'A+(slv)' con Perspectiva Estable
Link del Significado de la Clasificación	https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6a0e5ed1-7dc1-4305-9d18-1d35fcd451e9/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20de%20El%20Salvador.pdf

Se aclara que cuando en los documentos que sustentan la calificación (RAC/Reporte) se alude a calificación debe entenderse incluido el término clasificación.

La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá 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.

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO.

Las clasificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de clasificación.

TODAS LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS.](https://fitchratings.com/understandingcreditratings) ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CLASIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CLASIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CLASIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CLASIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2018 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión clasificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una clasificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una clasificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las clasificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una clasificación o un informe. La clasificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una clasificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las clasificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las clasificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las clasificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las clasificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una clasificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer clasificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de clasificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".