

**Fondo de Titularización -Hencorp Valores- FOVIAL
Valores de Titularización FTHVFOV 03**

Comité No. 61/2022		
Informe con EEFF Auditados al 31 de diciembre de 2021	Fecha de comité: 24 de abril de 2022	
Periodicidad de actualización: Semestral	Institución Pública, El Salvador	
Equipo de Análisis		
Gabriel Marín gmarin@ratingspcr.com	Diego Monzón dmonzon@ratingspcr.com	(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CALIFICACIONES						
Fecha de información	mar-20	jun-20	sep-20	dic-20	jun-21	dic-21
Fecha de comité	26/06/2020	29/10/2020	13/01/2020	24/04/2021	27/10/2021	24/04/2022
Valores de Titularización Hencorp Valores FOVIAL 03						
Tramo 1	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Calificación

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

Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" indica un nivel mayor de riesgo.

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

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

Racionalidad

En Comité Ordinario de clasificación de riesgo, PCR decidió por unanimidad mantener la clasificación de riesgo del Fondo de Titularización FTHVFOV 03 en "AAA", con perspectiva "Estable".

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización derivado del desempeño de los flujos de ingresos provenientes de la contribución vial, la cual resultó beneficiada por la recuperación del consumo de combustibles asociado a la reactivación de la economía, permitiendo holgados niveles de cobertura de cesión. Adicionalmente se considera el cumplimiento de los resguardos financieros y los apropiados mecanismos operativos y legales de la emisión que dan solidez a la estructura del Fondo.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **El Fondo de Titularización posee adecuados respaldos legales y operativos:** La emisión dispone de una cuenta restringida que debe acumular un mínimo de un monto de cesión mensual. También cuenta con una orden irrevocable de retención y transferencia con la Dirección General de Tesorería y una orden irrevocable de pago suscrita con el Banco Davivienda. Además, la emisión considera dos resguardos financieros en los cuales se obliga a no comprometer más del 20% de sus ingresos anuales y a mantener una relación de endeudamiento total a ingresos totales no mayor a 2.4 veces. A la fecha de análisis, el originador cumple satisfactoriamente ambos resguardos.
- **Recuperación de demanda de combustible eleva los ingresos por contribución vial:** Luego de la reactivación económica, la demanda de combustible mostró un comportamiento positivo al cierre de 2021 +27.0% (+112 millones de galones), evidenciando los niveles más altos respecto a los últimos cinco años 27.0%. Lo cual obedece a la reactivación del sector industrial y sector transporte, favoreciendo el consumo de derivados del petróleo. En este sentido, los ingresos por recaudación por contribución vial mostraron una mejora del 27.0% (+US\$22.58 millones), registrando bajo este concepto US\$106.06 millones al cierre de 2021. Lo anterior, aunado a un incremento en la recaudación por derechos y multas, favoreció el incremento de los ingresos totales de FOVIAL (+31.2%; US\$45.90 millones).
- **Crecimiento de los ingresos por contribución vial favorece los niveles de cobertura de cesión a las emisiones de titularización:** A la fecha de análisis, se destaca el buen comportamiento de los ingresos de FOVIAL, los cuales permitieron una holgada cobertura de 13 veces al período de análisis, ubicándose por encima de la cobertura promedio de los últimos cinco años (10.87 veces). Cabe precisar que el buen desempeño de los ingresos permitió que los niveles de participación con respecto a la cesión se mantengan bajos considerando ingresos exclusivamente por contribución vial e ingresos totales lo cuales representan 13.96% y 7.67%, respectivamente.
- **Márgenes operacionales deteriorados ante la expansión de gastos de inversión pública:** A diciembre 2021, el margen operacional resultó presionado ante el crecimiento de los gastos de inversión, pasado de 1.5% a -5.6% al período analizado. Por lo anterior, el resultado neto del ejercicio se ubicó en una posición negativa cerrando en -US\$17.84 millones, exhibiendo una mayor expansión respecto al período pasado (diciembre 2020: -US\$4.42 millones), como resultado de la mayor ejecución de proyectos durante el período de evaluación, generando más gasto. En consecuencia, el margen neto evidenció una caída al ubicarse en -9.2% (diciembre 2020: -3.0%) asociado a un ligero incremento de los gastos financieros (+5.88%), ante nuevos compromisos financieros adquiridos por FOVIAL.
- **Solvencia del Originador presionada ante mayores compromisos financieros adquiridos:** Al cierre 2021, la razón de endeudamiento¹ de FOVIAL fue de 1.35 veces, sin variaciones significativas respecto a diciembre 2020 (1.34 veces), lo anterior obedece a los altos compromisos financieros que mantiene la institución, demostrando que los recursos han sido mayormente financiados por deuda. Por su parte, los niveles de apalancamiento se posicionaron en niveles negativos al reportar un ratio de -3.86 veces, en condiciones similares respecto al período pasado (diciembre 2020: 3.92 veces), lo cual responde a un deterioro del patrimonio durante los últimos años, generado por el déficit acumulado. A pesar de dicho comportamiento, la entidad recibe apoyo del Gobierno de El Salvador, permitiendo responder oportunamente a las obligaciones adquiridas.
- **Adecuados indicadores de liquidez.** El fondo de maniobra de FOVIAL se ubicó en US\$50.14 millones, mostrando una disminución de 24.39% respecto a diciembre de 2020, derivado de mayores compromisos adquiridos con acreedores financieros, los cuales reportaron un alza de 132.48% (+US\$64.17 millones), asociado a los pagos pendientes a compañías de servicios de construcción, señalización vial, entre otros. En consecuencia, el indicador de liquidez corriente resultó presionado al pasar de 2.33 a 1.44 veces al período analizado, ubicándose por debajo del promedio reportado durante los últimos cinco años (5.58 veces).

Factores Clave

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación.

- No aplica. El Fondo de Titularización cuenta con la clasificación más alta.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación.

- Deterioro de la calidad crediticia del originador.
- Inestabilidad económica o social que afecte el consumo de combustible y por ende disminuya los ingresos por conservación vial impactando las coberturas del fondo.
- Reformas de ley que impacten los ingresos del Originador.
- Incumplimientos de resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 25 de noviembre de 2021. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

¹ Pasivo total / Activo total

Limitaciones potenciales para la clasificación

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

Limitaciones Potenciales. PCR dará seguimiento a la capacidad del fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago en tiempo y forma de sus obligaciones, así como el cumplimiento de los resguardos financieros establecidos en el contrato de cesión.

Hechos de Importancia

- El 22 de febrero 2022, la Superintendencia del Sistema Financiero autorizó el Fondo de Titularización FOVIAL Cero Cuatro, por un monto máximo de emisión de US\$615,524,000 millones para un plazo de 240 meses.
- A junio 2021, de acuerdo con el informe de avance del Programa Anual de Inversión Pública 2021, FOVIAL registra un total de 11 programas con un monto ejecutado de US\$ 19.59 millones. Mientras que, a junio 2020 la inversión ejecutada por FOVIAL ascendió a US\$ 25.42 millones. Entre sus principales proyectos de inversión se encuentran el programa de mantenimiento periódico, el programa de mantenimiento rutinario de vías pavimentadas a nivel nacional, programa de mantenimiento de puentes y obras de paso y el programa de señalización y seguridad vial.

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 es cierto 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. Esto, 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.

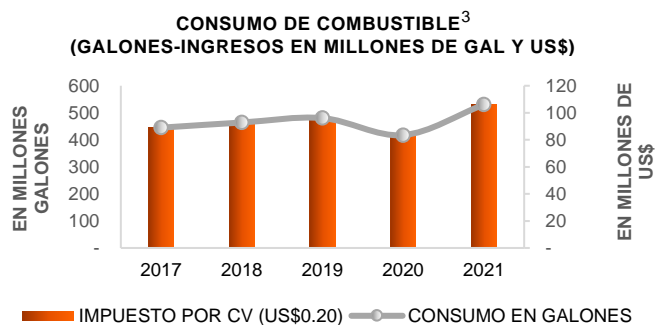
Por otro lado, el índice de precios al consumidor (IPC) presentó una tasa de crecimiento del +6.11%, siendo superior al promedio de los últimos 10 años (+1.42%). Lo anterior se asocia con la recuperación de la demanda debido a la reactivación económica que ha generado un desequilibrio en el mercado. 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.

Por último, la demanda de combustible (diésel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes) ascendió a 530 millones de galones², reflejando un aumento interanual de 27.0% (+112 millones de galones), superando a los niveles prepandémicos. Lo anterior obedece a la reactivación del sector industrial y sector transporte, favoreciendo el consumo de derivados del petróleo permitiendo que los ingresos por conservación vial se comporten con una tendencia hacia el alza, considerando a su vez, la baja elasticidad de la demanda de gasolina ante los constantes incrementos de precios.

² Cifras reportadas por FOVIAL.



Fuente: FOVIAL / Elaborado: PCR

Análisis del originador - FOVIAL

Análisis cualitativo

Reseña

El Fondo de Conservación Vial, FOVIAL, se establece mediante Decreto Legislativo N°208 con fecha del 30 de noviembre de 2000. Dicho Decreto define a FOVIAL como una entidad de derecho público, de carácter técnico, de utilidad pública, de duración indefinida, con personalidad jurídica y patrimonio propio, con plena autonomía en el ejercicio de sus funciones, tanto en lo financiero como en lo administrativo y presupuestario.

También se establece que su principal responsabilidad será administrar eficientemente los recursos financieros que le corresponden, realizar un nivel adecuado de servicio de conservación en la *Red Vial Nacional Prioritaria Mantenible* y en la *Red Vial Urbana Prioritaria Mantenible*; mantener una adecuada comunicación con los usuarios de las vías y dar cuenta pública de sus acciones al menos una vez al año.

La conservación vial contempla un amplio conjunto de actividades destinadas a preservar en forma continua y sostenida el buen estado de las vías terrestres de comunicación, de modo que se garantice un servicio óptimo al usuario.

Las actividades de conservación vial se realizan a través de los programas:

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

Fuente de ingresos

FOVIAL cuenta con cuatro fuentes principales de ingresos:

- La contribución de conservación vial: una contribución especial de US\$0.20 por cada galón de gasolina, diésel, o sus mezclas con otros carburantes, aplicado a la venta que realicen los importadores o refinadores de dicho material, de acuerdo con la Ley de Conservación Vial No. 208.
- Aportes extraordinarios que por cualquier concepto le otorgue el estado.
- Las transferencias de recursos que anualmente se consignan en el presupuesto general del estado.
- Los pagos por derechos y multas, establecidos en el Decreto Legislativo 504, "Ley de derechos fiscales por la circulación de vehículos". (De acuerdo con reformas vigentes a partir del 16 de julio de 2012).

Consejo Directivo y Plana Gerencial

A diciembre 2021, el Consejo Directivo de FOVIAL está integrado por el presidente (Ministro de Obras Públicas), cinco directores propietarios y cinco directores suplentes. Asimismo, la plana gerencial está conformada de la siguiente manera:

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

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

³ Cifras reportadas por FOVIAL.

Análisis cuantitativo del originador

Activos

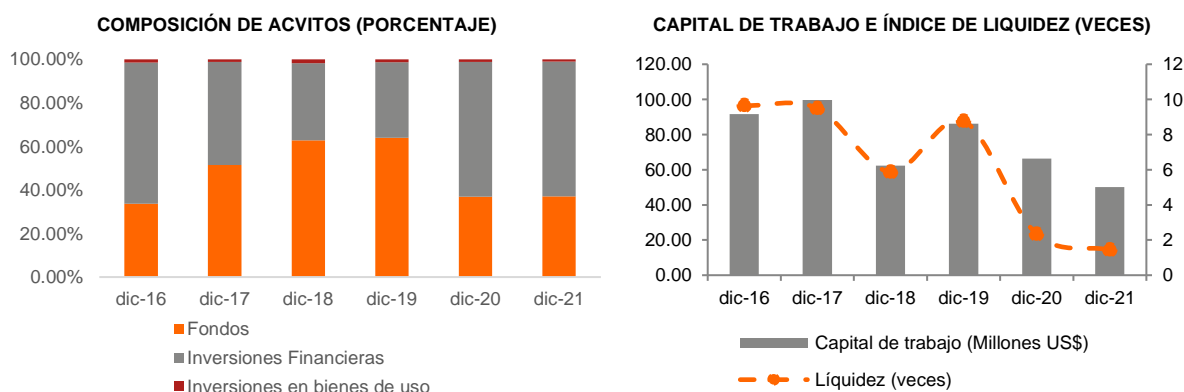
Al período de análisis, los activos de FOVIAL ascendieron a US\$165.8 millones, reflejando un crecimiento interanual de 24.66%, dicho comportamiento obedece al incremento en los fondos disponibles (41.96%) e inversiones financieras (40.88%), éste último se encuentra influenciado por un financiamiento complementario por US\$10.45 millones, el cual no fue autorizado por la Dirección General de Presupuesto y se procedió a revertir al cierre de enero 2022.

En términos de estructura, las inversiones financieras y fondos disponibles concentran la mayor parte de los activos de FOVIAL, con una participación de 61.85% y 37.09%, respectivamente, el 1.06% restante corresponde a inversiones en existencias e inversiones en bienes de uso.

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.

Al cierre de 2021, el fondo de maniobra de FOVIAL se ubicó en US\$50.14 millones, mostrando una disminución de 24.39% respecto a diciembre de 2020, derivado de mayores compromisos adquiridos con acreedores financieros, lo cuales reportaron un alza de 132.48% (+US\$64.17 millones), asociado a los pagos pendientes a compañías de servicios de construcción, señalización vial, entre otros. En consecuencia, el indicador de liquidez corriente resultó presionado al pasar de 2.33 a 1.44 veces al período analizado, ubicándose por debajo del promedio reportado durante los últimos cinco años (5.58 veces).



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Pasivos y Patrimonio

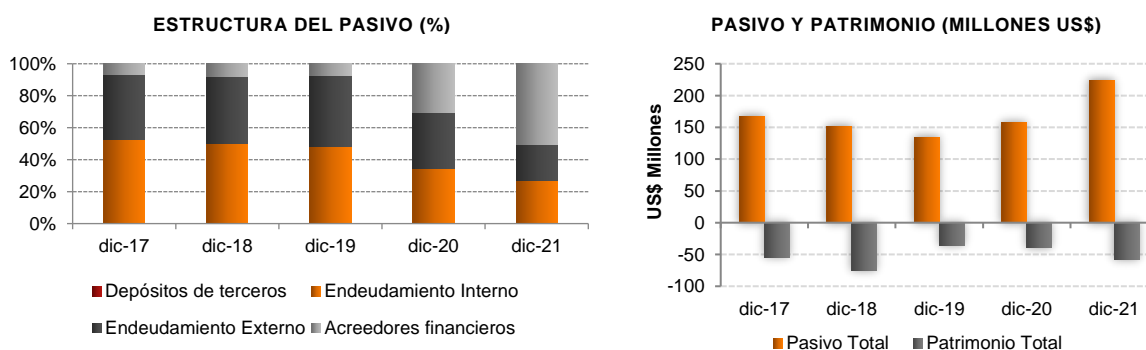
A diciembre 2021, los pasivos de FOVIAL totalizaron US\$223.37 millones, reportando una expansión de 42.04%, ante el alza en los compromisos de corto plazo adquiridos con acreedores financieros (+132.48%; US\$64.17 millones) con compañías de servicios de construcción, señalización, otros. Adicionalmente, los niveles de endeudamiento interno presentaron un incremento de 12% (+US\$6.29 millones), los cuales estuvieron motivados por la contratación de nuevos compromisos financieros con Banco Hipotecario⁴ por US\$15 millones, con la finalidad de llevar a cabo proyectos de mantenimiento, reparación y ejecución de obras. Por su parte, el endeudamiento externo de FOVIAL reportó un saldo de US\$50.72 millones, evidenciando una reducción de 7.78% (US\$4.28 millones), derivado del pago de capital de la deuda contratada con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE).

A nivel de estructura, los acreedores financieros representan el 50.41% del total de pasivos, seguido del endeudamiento interno con 26.30%⁵ y endeudamiento externo con 22.71%, el 0.59% restante pertenece a depósitos de terceros y corresponden a retenciones del 1% sobre el precio de bienes o servicios que adquiere FOVIAL.

En cuanto al patrimonio, éste se ubicó en una posición negativa -US\$57.57 millones, reportando una mayor expansión respecto al reportado al cierre de 2020 (-US\$39.74 millones), producto de las pérdidas de ejercicios anteriores, las cuales pasaron de -US\$58.13 a -US\$62.55 millones al período analizado, presionados ante el aumento de gastos de gestión de la entidad. Cabe destacar que FOVIAL invierte la mayor parte de sus ingresos en la reparación y mantenimiento de la red vial, de propiedad pública, por lo que éste solo puede ser considerado como gasto y no en inversiones de activo.

⁴ Financiamiento aprobado en septiembre 2021, con un plazo de 15 años (incluye período de gracias por 3 años) y una tasa de interés de 5.7%.

⁵ Incluye saldo en capital de las emisiones de Titularización (FTHVFOV01-02-03) y deuda contratada con Banco Hipotecario.

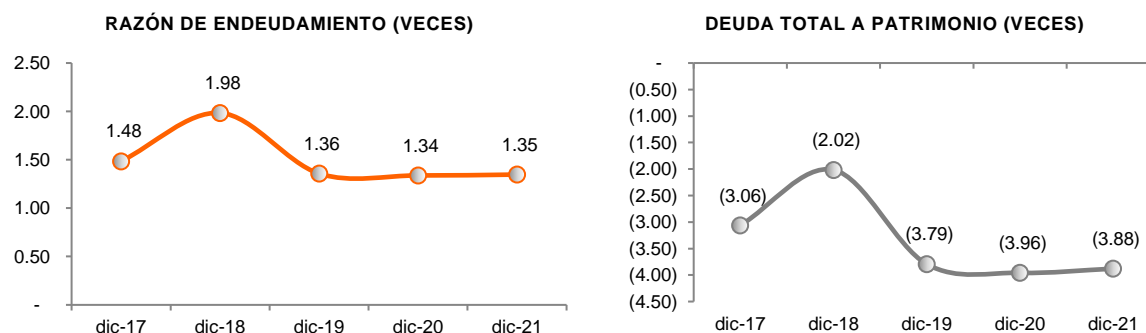


Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Riesgo de Solvencia

Este riesgo se asocia a la capacidad de la entidad para cumplir con sus obligaciones financieras y asegurar fondos en el futuro. Lo cual se encuentra relacionado con la estructura de capital general de la institución, su grado de apalancamiento y el riesgo asociado con su estructura.

Al cierre de 2021, la razón de endeudamiento⁶ de FOVIAL fue de 1.35 veces, sin variaciones significativas respecto a diciembre 2020 (1.34 veces), lo anterior obedece a los altos compromisos financieros que mantiene la institución, lo que demuestra que los recursos han sido mayormente financiados por deuda. Por su parte, el apalancamiento se posicionó en niveles negativos al reportar un ratio de -3.86 veces, en condiciones similares respecto al período pasado (diciembre 2020: -3.92 veces), lo cual obedece a un deterioro del patrimonio durante los últimos años generado por el déficit acumulado. A pesar de dicho comportamiento, la entidad recibe apoyo del Gobierno de El Salvador, lo cual permite responder oportunamente a las obligaciones adquiridas.



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Análisis de resultados

Ingresos

A diciembre 2021, los ingresos totales de FOVIAL fueron de US\$170.58 millones, presentando un importante crecimiento interanual de (+31.2%), derivado de mayores transferencias de capital recibidas (+29.2%), correspondientes a las transferencias de fondos que recibe el FOVIAL de la Dirección General de Tesorería a través del Ministerio de Obras Públicas, Transporte, Vivienda y Desarrollo Urbano. La principal fuente de ingresos se origina por las contribuciones obligatorias que realizan los importadores o refinadores por la venta de diesel, gasolina o mezclas de carburantes⁷. Cabe destacar que la entidad percibió un incremento de 27.0% (+US\$22.58 millones) sobre la recaudación de impuestos a la contribución vial.

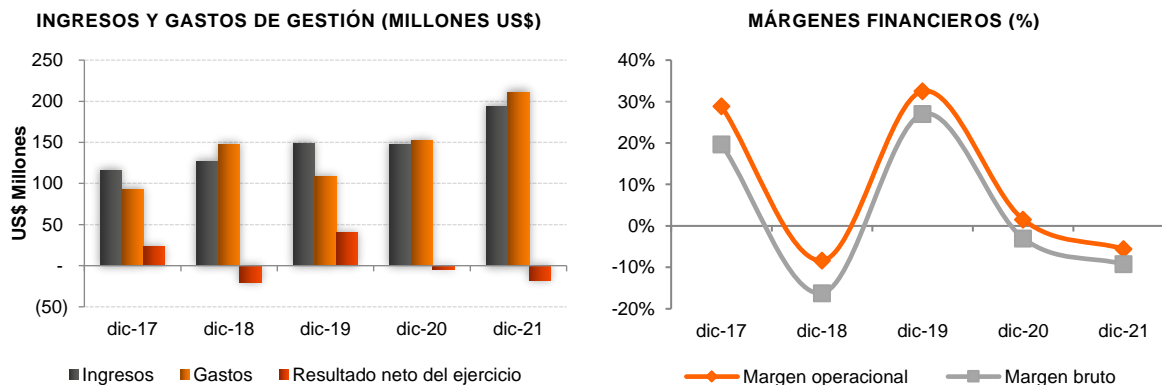
Costos y Gastos

A la fecha de análisis, los gastos totales se ubicaron en US\$196.08 millones, presentando una expansión de 39.65% (+US\$56 millones), comportamiento explicado por un incremento en los gastos de inversión pública. A nivel de estructura, los gastos de inversión concentran la mayor parte de gastos de FOVIAL con 92.9%, el 7.1% restante se encuentra distribuido en gastos financieros, personal, bienes de consumo y servicios, entre otros.

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

⁶ Pasivo total / Activo total

⁷ Contribución equivalente a US\$0.20 por cada galón de gasolina.



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Por su parte, el resultado neto del ejercicio se ubicó en una posición negativa cerrando en -US\$17.84 millones, exhibiendo una expansión respecto al período pasado (diciembre 2020: -US\$4.42 millones), lo anterior obedece a la mayor ejecución de proyectos durante el período de evaluación, generando un mayor gasto. Cabe precisar que el margen operativo resultó presionado ante el crecimiento de los gastos de inversión, pasando de 1.5% a -5.6% al período analizado. Finalmente, el margen neto evidenció una caída al ubicarse en -9.2% (diciembre 2020: -3.0%) asociado a un ligero incremento de los gastos financieros (+5.88%) ante nuevos compromisos financieros adquiridos por FOVIAL.

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
Total	100%	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%).

ROA Y ROE (%)					
Rentabilidad	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 Estructura de Titularización – FTHVFOV03

CONCEPTO	DETALLE
Emisor	: Fondo de Titularización – Hencorp Valores – FOVIAL - FTHVFOV 03
Originador	: Fondo de Conservación Vial, FOVIAL
Sociedad de Titularización	: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora
Clase de Valor	: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Hencorp Valores – FOVIAL Cero Tres, cuya abreviación es VTHVFOV 03.
Monto de la Emisión	: Hasta US\$ 25,000,000.00
Moneda	: Dólares de los Estados Unidos de América.
Plazo de la Emisión	: El plazo de la emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tiene un plazo de hasta 180 meses, contados a partir de la fecha de colocación.
Respaldo de la Emisión	: El pago de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda, está únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVFOV 03, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora.
Custodia y Depósito:	: La emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, estará depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V., para lo cual será necesario presentarle el Contrato de Titularización de la emisión correspondiente y la certificación del asiento registral que emita la Superintendencia del Sistema Financiero, a la que se refiere el párrafo final del Artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.
Negociabilidad	: La negociación de los tramos de oferta pública se efectuará en la Bolsa de Valores por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa. La fecha de negociación será comunicada a la Bolsa de Valores mediante certificación de punto de acta de Junta Directiva de la Titularizadora.
Mecanismos de Cobertura	: El pago de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda, está únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVFOV 03, sirviéndose de la adquisición de los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción correspondiente a los ingresos mensuales percibidos por FOVIAL conforme se establece en el prospecto de la emisión. También forma parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida del Fondo de Titularización FTHVFOV 03, administrado por Hencorp Valores, la cual no debe ser menor a la próxima cuota de capital y/o intereses a pagarse a los Tenedores de Valores. Debido al actual período de emergencia sanitaria (COVID-19) y con autorización previa por parte de la Superintendencia del Sistema financiero, se celebró junta extraordinaria de Tenedores de Valores en conjunto con la Administradora del Fondo de Titularización FTHVFOV 03, se realizan los siguientes cambios al Contrato de Titularización bajo las siguientes condiciones: Durante el período de emergencia, el cual consta de siete meses contados a partir de junio a diciembre 2020, se podrán hacer uso de los fondos de la Cuenta Restringida para la amortización del capital y/o intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, pagos de comisiones y pago de proveedores. El período de Emergencia no se trasladarán flujos a la Cuenta Restringida y su período de restitución será de hasta dieciocho meses posteriores al período de emergencia. De acuerdo con la modificación de Cesión FTHVFOV 03 se realizan los siguientes ajustes: Durante el período de Emergencia se reducirá la cuota de cesión pactada originalmente y los flujos no cedidos durante el período, serán restituidos en un período de hasta dieciocho meses posterior al período de emergencia. Durante el período no se abonarán flujos a la Cuenta Restringida, terminado el PERÍODO DE EMERGENCIA se procederá a restituir el monto de la Cuenta Restringida según lo establecido en el PERÍODO DE RESTITUCIÓN DE LA CUENTA RESTRINGIDA; una vez finalizado el PERÍODO DE RESTITUCIÓN DE LA CUENTA RESTRINGIDA, se abonará a la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida.
Destino	: Los fondos que FOVIAL recibidos en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización, deberán ser destinados por FOVIAL en proyectos para el mejoramiento de la Red Vial Nacional Prioritaria y Mantenible, y para el cumplimiento de otras responsabilidades y objetivos fundamentales del FOVIAL.
Condiciones Especiales	: A) Razones Financieras; Durante todo el proceso de titularización y mientras existan obligaciones a cargo del Fondo FTHVFOV 03, FOVIAL se obliga a cumplir las siguientes razones financieras: a) FOVIAL podrá comprometer hasta el veinte por ciento de sus ingresos anuales, para garantizar el pago del servicio de deuda relacionada a procesos de titularización. Esta condición especial deberá ser verificada anualmente por el Auditor Externo de FOVIAL, a partir de información financiera auditada, para ello, FOVIAL deberá nombrar un

Auditor Externo que se encuentre autorizado por la Superintendencia del Sistema Financiero; b) La relación endeudamiento total a ingresos totales anuales de FOVIAL no deberá ser mayor a 2.40 veces. El endeudamiento total se entenderá como la suma del saldo vigente de capital de cualquier pasivo proveniente de deuda bancaria y bursátil en los Estados Financieros de FOVIAL, más el saldo vigente adeudado de capital en el pasivo de cualquier fondo de titularización en el que FOVIAL participe como originador. Los ingresos totales anuales se entenderán como los ingresos de los últimos doce meses provenientes de: i) Las transferencias de recursos que anualmente se consignan en el Presupuesto General del Estado en el Ramo de Obras Públicas calculado en base al monto generado por la aplicación de la contribución de conservación vial a la venta o cualquier otra forma de transferencia de propiedad de diésel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes que realicen importadores o refinadores, conforme lo establece el artículo veintiséis de la Ley del Fondo de Conservación Vial; ii) Los pagos por derechos y multas establecidos por la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos que ingresan al Fondo General del Estado, a ser transferidos íntegramente al Fondo de Conservación Vial (FOVIAL), para ser utilizados en el mantenimiento y conservación de la Red Vial Nacional Prioritaria y Mantenible, conforme lo establece el artículo treinta y cinco de la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos reformado mediante Decreto Legislativo número sesenta y dos de fecha doce de julio del año dos mil doce y publicado en El Diario Oficial el dieciséis de julio de dos mil doce, número ciento treinta y uno, tomo número trescientos noventa y seis; y iii) Cualquier otro ingreso que en el futuro se encuentre facultada legalmente a percibir. Esta relación deberá ser sometida al Consejo Directivo de FOVIAL de forma semestral, con Estados Financieros de los meses de junio y diciembre. El Secretario del Consejo Directivo emitirá la certificación de punto de acta respectiva y la enviará a la Titularizadora. La medición de junio deberá ser presentada a la Titularizadora a más tardar el último día hábil del mes de agosto, la medición de diciembre deberá ser presentada a la Titularizadora a partir de información financiera auditada al treinta y uno de diciembre a más tardar el último día hábil de abril. A partir de la entrega de la certificación de punto de acta por parte de FOVIAL, la Titularizadora contará con diez días hábiles para determinar si existe incumplimiento y notificar de dicha situación a FOVIAL y al Representante de Tenedores. B) Plazo de regularización: A partir de la fecha en que la Titularizadora determine el incumplimiento de cualquiera de las razones financieras y se lo haya notificado a FOVIAL y al Representante de Tenedores, FOVIAL contará con diez días hábiles para notificar al Representante de Tenedores y a la Titularizadora de las acciones que tomará para regularizar la situación y contará con seis meses para tomar las acciones necesarias para regularizar las razones financieras a fin que por medio de un nuevo cálculo presentado a la Titularizadora se verifique el cumplimiento de los máximos establecidos informándose dicho cumplimiento al Representante de Tenedores.

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

Detalle de la Emisión

DETALLE	CONCEPTO
Denominación del Tramo	VTHVFOV 03
Monto del Tramo	Hasta US\$25,000,000.00
Saldo de la Emisión ⁸	US\$11,931,818
Plazo de la emisión	Hasta 180 meses
Tasas de Interés	Tramo 1: 6.75%. Tramo 2: 6.00%
Periodicidad de Pago de Intereses	Los intereses se pagarán trimestralmente, a partir de la primera fecha establecida de pago.

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

DETALLE DE TRAMOS EMITIDOS⁹

Estado	Tramo	Monto del Tramo US\$	Monto Vendido US\$	Saldo Vigente US\$	Capital Pagado US\$	Plazo de la Emisión	Fecha de colocación	Fecha de Vencimiento	Tasa por Pagar
Emitido	Tramo 1	17,500,000	17,500,000	11,931,818	5,568,182	168	11/06/2015	15/06/2029	6.75%

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

Operatividad de la Estructura de Titularización

Se abrieron las siguientes cuentas en el Banco Davivienda, S.A., a nombre del Fondo de Titularización:

- Cuenta Discrecional.
- Cuenta Restringida.
- Cuenta Colectora.

FOVIAL instruyó al Ministerio de Hacienda (a través de una Orden Irrevocable de Retención y Transferencia) a depositar un monto preestablecido proveniente de la Contribución de Conservación Vial correspondiente a cada mes en la Cuenta Colectora a nombre del Fondo de Titularización.

La Cuenta Colectora es administrada por el Banco Administrador de acuerdo con contrato firmado por el Banco, La Titularizadora y FOVIAL, y cuenta con los fondos mencionados anteriormente.

El Banco Administrador deposita el monto de cesión en la Cuenta Discrecional del fondo de titularización a través de una Orden irrevocable de Pago.

Todo pago es realizado por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización a través de la cuenta bancaria denominada Cuenta Discrecional en el siguiente orden:

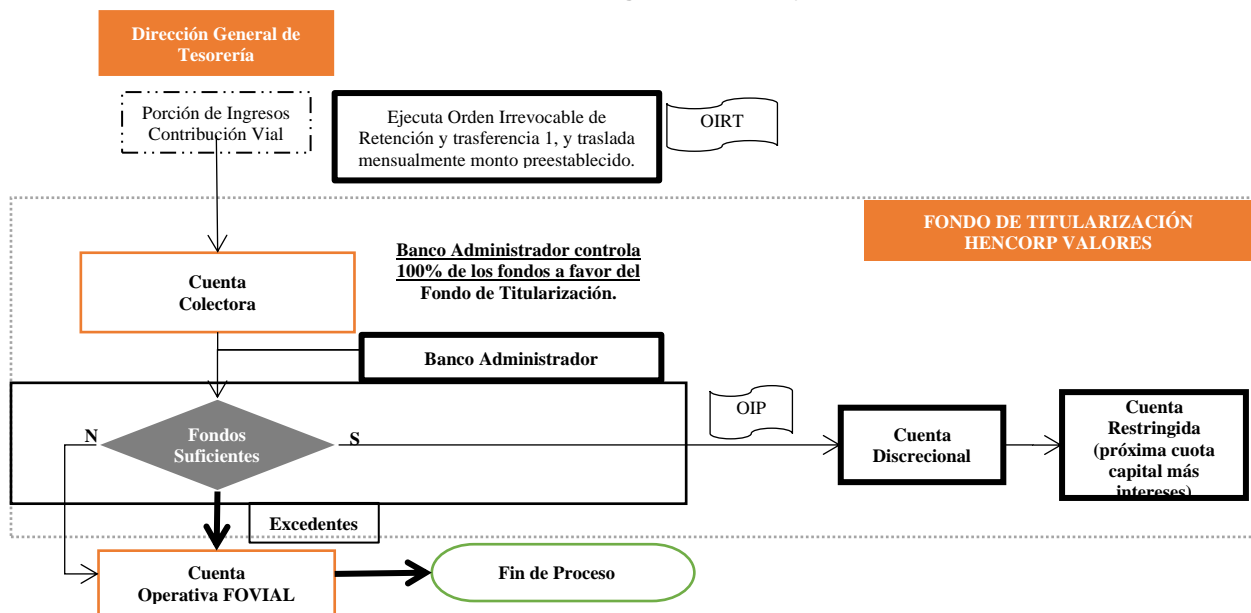
- La Cuenta Discrecional es la utilizada para recibir los fondos del originador, pagar a los inversionistas, cubrir gastos y transferir fondos, y recibir fondos de la Cuenta Restringida.

⁸ Saldo al 31 de diciembre de 2020, de acuerdo con la información presentada por Hencorp Valores, Ltda, Titularizadora

⁹ Autorizados por la Superintendencia del Sistema Financiero.

- (ii) La Cuenta Restringida funge únicamente para administrar los fondos restringidos en garantía de la operación. Esta será compuesta inicialmente por los fondos obtenidos de la emisión.
- (iii) De la Cuenta Discrecional se transfiere mensualmente una cantidad determinada para completar el monto del Depósito Restringido, hasta alcanzar su monto máximo.

Mecanismo de asignación de flujos

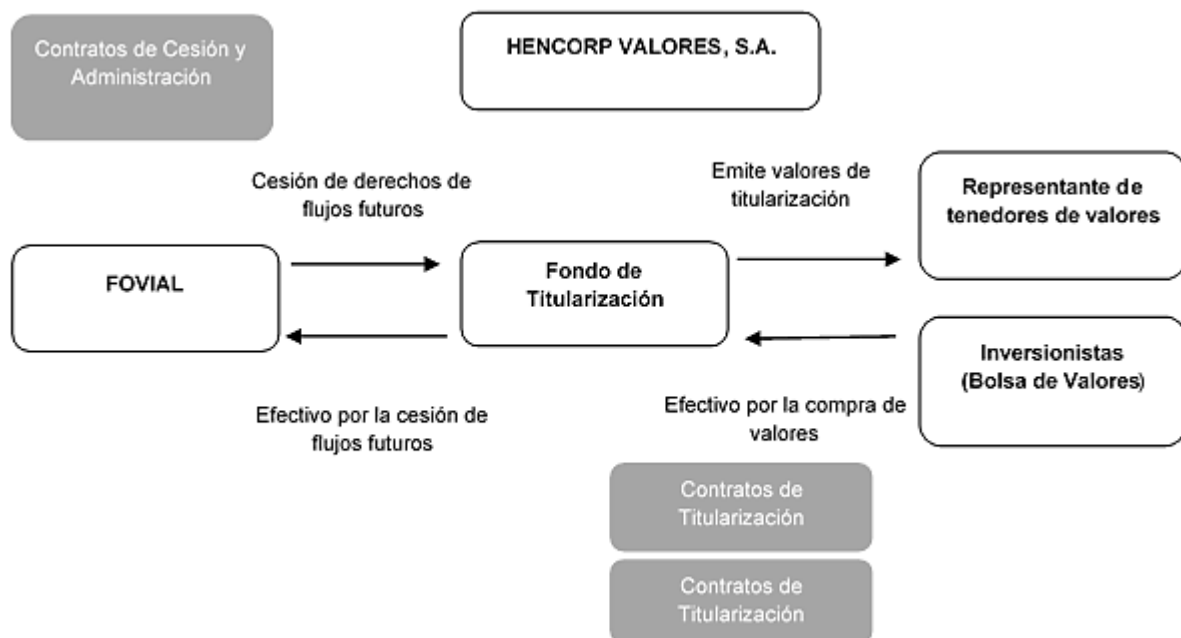


Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Estructura de colocación del Fondo.

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

Diagrama de la estructura



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

Factores de riesgo asociados con la titularización	
Riesgo de Mora	Riesgo asociado a una posible disminución en el pago de los servicios que presta FOVIAL, este riesgo se refiere a cualquier evento que redunde a una disminución en los ingresos de la institución.
Riesgo Regulatorio	FOVIAL es una entidad regulada por las Leyes de El Salvador. Cambios regulatorios podrían ocasionar un impacto en la forma y monto de las transferencias de la contribución especial de conservación vial.
Factores de riesgo asociados con la emisión	
Riesgo de Liquidez	Es el riesgo que un inversionista no pueda obtener liquidez financiera mediante la venta de los Valores de Titularización en el mercado secundario local o mediante la realización de operaciones de reporto a nivel local.
Riesgo de Mercado	Es el riesgo de posibles pérdidas en que podrían incurrir los inversionistas debido a cambios en los precios de los Valores de Titularización por variaciones en las tasas de interés del mercado y otras variables exógenas.
Riesgo de Tasa de Interés	Es el riesgo de cambio en las tasas de interés en el mercado para instrumentos de similar plazo y riesgo que puedan ser más competitivas que la tasa fija de la presente emisión de Valores de Titularización.

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

Análisis de la Estructura

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

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

Cobertura de la titularización

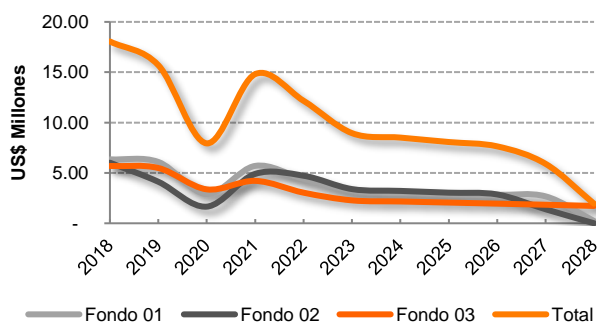
La estructura de la titularización de los ingresos futuros de FOVIAL se ha dividido en tres fondos de titularización, independiente uno de los otros. Los primeros dos fondos podrán emitir hasta US\$50 millones y el tercero hasta US\$25 millones, respetando que la acumulación de las cesiones de los tres fondos de titularización no sobrepase el 20% de sus ingresos, tal como lo dicta el Decreto N°110 aprobado por la Asamblea Legislativa de la Republica de El Salvador.

Durante el 2021, FOVIAL cedió US\$14.81 millones hacia los fondos de titularización, dichos flujos fueron superiores en 86.7% (US\$6.88 millones) respecto a los reportados en el período pasado (US\$7.93 millones), lo cual obedece a la restitución de flujos no cedidos durante el 2020 debido al contexto económico que generó la pandemia.

CESIÓN DE FONDOS PROYECTADOS (MILLONES US\$)											
Escenario	2019	2020	2021	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Fondo 01	6.09	2.91	5.70	5.70	4.40	3.28	3.13	2.97	2.83	2.67	0.22
Fondo 02	6.18	1.65	4.90	4.90	4.72	3.40	3.22	3.04	2.86	1.39	-
Fondo 03	5.62	3.37	4.21	4.21	3.04	2.28	2.16	2.06	1.95	1.84	1.72
Total	17.89	7.93	14.81	14.81	12.16	8.95	8.51	8.07	7.64	5.90	1.94

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

CESIÓN DE INGRESOS



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Niveles de cobertura de los ingresos percibidos por FOVIAL:

Luego de la reactivación económica, la demanda de combustible mostró un comportamiento positivo a diciembre 2021, evidenciando los niveles más altos respecto a los últimos cinco años. En este sentido, la recaudación por contribución vial mostró una mejora del 27.0% (+US\$22.58 millones), registrando bajo este concepto US\$106.06 millones al cierre de 2021. Lo anterior, aunado a un incremento en la recaudación por derechos y multas favorecieron el aumento de los ingresos totales de FOVIAL (+31.2%; US\$45.90 millones).

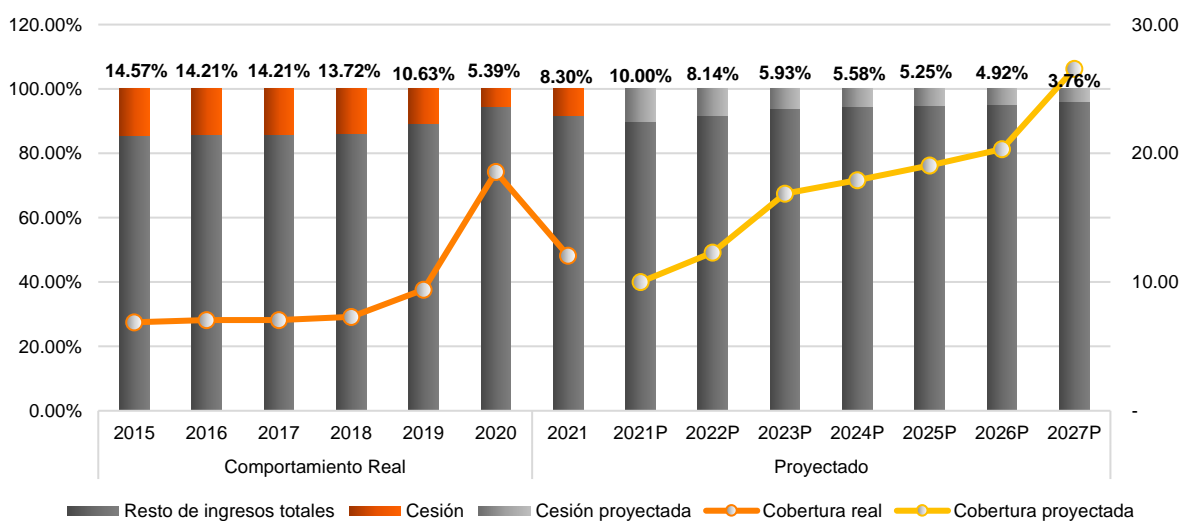
COBERTURA DE LA CESIÓN (MILLONES US\$)

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-19	dic-20	dic-21
INGRESOS TOTALES (US\$ MM)	115.59	126.83	148.14	148.14	147.27	193.17
INGRESOS POR CV (US\$ MM)	89.00	92.51	96.09	96.09	83.48	106.06
CESIÓN TOTAL (US\$ MM)	16.42	17.40	15.74	15.74	7.93	14.81
COBERTURA INGRESOS TOTALES (VECES)	7.0	7.3	9.4	9.4	18.6	13.0
COBERTURA INGRESOS CV (VECES)	5.4	5.3	6.1	6.1	10.5	7.2
PARTICIPACIÓN: CESIÓN/INGRESOS TOTAL	14.21%	13.72%	10.63%	10.63%	5.39%	7.67%
PARTICIPACIÓN: CESIÓN/INGRESOS CV	18.45%	18.81%	16.38%	16.38%	9.50%	13.96%

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

Finalmente, se destaca el buen comportamiento de los ingresos de FOVIAL, los cuales permitieron una holgada cobertura de 13 veces al período de análisis, ubicándose por encima de la cobertura promedio de los últimos cinco años (10.87 veces). Cabe precisar que, en cuanto a los niveles de participación, éstos siguen siendo bajos tanto a nivel de ingresos por contribución vial como de ingresos totales al representar 13.96% y 7.67%, respectivamente.

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



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

Cumplimiento de resguardos financieros

- Razón de cesión de flujos a ingresos totales de FOVIAL.** De conformidad a lo establecido en el Decreto Legislativo N°110, FOVIAL podrá comprometer hasta el veinte por ciento (20%) de sus ingresos anuales, para garantizar el pago del servicio de la deuda. A la fecha de análisis, la cesión a las titularizaciones representó el 7.67% de los ingresos totales, ubicándose por debajo del promedio reportado durante los últimos cinco años (10.45%) y cumpliendo con el requerimiento legal, derivado del favorable comportamiento de los ingresos, permitiendo tener superiores niveles de cobertura que amparan la emisión.
- Razón de endeudamiento del FOVIAL.** De acuerdo con lo establecido en el prospecto de la emisión, se considera la relación endeudamiento total a ingresos totales anuales de FOVIAL, la cual no deberá ser mayor a 2.40 veces. El endeudamiento total se entenderá como la suma del saldo vigente de capital de cualquier pasivo proveniente de deuda bancaria y bursátil en los Estados Financieros de FOVIAL, más el saldo vigente adeudado de capital en el pasivo de cualquier fondo de titularización en el que FOVIAL participe como originador.

A diciembre 2021, la razón de endeudamiento se ubicó en 0.57 veces, por debajo de la reportada en diciembre 2020 (0.73 veces), dicho comportamiento obedece al incremento de los ingresos de la entidad. Cabe destacar que la institución mantiene los niveles de endeudamiento por debajo del requerimiento legal y del promedio estimado durante la vigencia de las emisiones (0.99 veces).

COBERTURA DE LA CESIÓN

Escenario	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Endeudamiento total (US\$ MM)	151.59	135.00	119.70	104.54	91.82	81.13	70.44	59.75	49.06	38.37	27.68	20.83
Nivel de endeudamiento (veces)	1.63	1.45	1.28	1.11	0.97	0.86	0.74	0.63	0.51	0.40	0.29	0.21

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Estados Financieros Auditados – FOVIAL

BALANCE GENERAL DE FOVIAL (EN MILLONES US\$)					
COMPONENTES	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
FONDOS	58.13	48.06	63.02	43.32	61.49
INVERSIONES FINANCIERAS	53.33	27.07	34.21	72.79	102.55
INVERSIONES EN EXISTENCIAS	0.00	0.00	0.01	0.03	0.02
INVERSIONES EN BIENES DE USO	1.43	1.39	1.41	1.39	1.74
TOTAL ACTIVOS	112.90	76.52	98.65	117.53	165.80
DEPÓSITOS DE TERCEROS	0.71	0.77	0.89	1.38	1.31
ACREEDORES MONETARIOS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ENDEUDAMIENTO INTERNO	87.48	74.90	63.60	52.45	58.74
ENDEUDAMIENTO EXTERNO	68.43	64.15	59.27	55.00	50.72
ACREEDORES FINANCIEROS	11.03	12.01	10.20	48.44	112.60
TOTAL PASIVOS	167.65	151.83	133.97	157.26	223.37
PATRIMONIO					
PATRIMONIO	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81
RESULTADO DE EJERCICIOS ANTERIORES	-100.35	-77.57	-98.13	-58.13	-62.55
RESULTADO DEL EJERCICIO ACTUAL	22.78	-20.56	40.00	-4.42	-17.84
DETRIMENTO PATRIMONIAL	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PATRIMONIO TOTAL	-54.76	-75.32	-35.32	-39.74	-57.57
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	112.90	76.52	98.65	117.52	165.80

Fuente: FOVIAL. / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS DE FOVIAL (EN MILLONES US\$)					
COMPONENTES	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
FINANCIEROS Y OTROS	2.34	1.25	1.75	2.36	1.22
POR TRANSFERENCIAS CORRIENTES RECIBIDAS	0.06	0.06	0.04	0.19	0.04
POR TRANSFERENCIAS DE CAPITAL RECIBIDAS	113.09	124.49	145.55	144.22	186.34
POR DERECHOS Y MULTAS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
POR VENTA DE BIENES Y SERVICIOS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	0.10	1.03	0.81	0.49	5.57
INGRESOS TOTALES	115.59	126.83	148.14	147.27	193.17
INVERSIÓN PÚBLICA	78.61	133.12	95.69	140.40	196.08
PERSONAL	2.48	2.49	2.88	3.04	3.39
BIENES DE CONSUMO Y SERVICIOS	0.74	0.93	1.01	0.93	1.26
INVERSIÓN PÚBLICA	0.00	0.04	0.02	0.06	0.04
FINANCIEROS Y OTROS	10.65	9.95	8.14	6.62	7.04
POR TRANSFERENCIAS OTORGADAS	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01
COSTOS DE VENTAS Y CARGOS CALCULADOS	0.29	0.37	0.40	0.46	0.50
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	0.05	0.49	0.00	0.17	2.68
GASTOS TOTALES	92.81	147.39	108.14	151.68	211.00
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	22.78	-20.56	40.00	-4.42	-17.84

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Estados Financieros 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
ACTIVO CORRIENTE	4,023	4,740	4,192	3,897	4,894
MUEBLES	22	9	8	10	10
ACTIVO NO CORRIENTE	22	9	8	10	10
TOTAL ACTIVO	4,045	4,750	4,199	3,907	4,904
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	-	-	-
PASIVO CORRIENTE	1,239	1,967	1,329	1,188	1,616
PASIVO NO CORRIENTE	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	1,239	1,967	1,329	1,188	1,616
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
TOTAL PATRIMONIO	2,806	2,782	2,871	2,719	3,288
TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO	4,045	4,750	4,199	3,907	4,904
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
TOTAL	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
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
TOTAL	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028

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
INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	3,280	3,343	3,501	3,055	5,102
INGRESOS POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3,280	3,343	3,501	3,055	5,102
COSTOS DE EXPLOTACIÓN	1,290	1,394	1,432	1,290	2,546
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
RESULTADOS DE OPERACIÓN	1,990	1,949	2,069	1,765	2,556
INGRESOS FINANCIEROS	41	40	17	65	84
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
GASTOS FINANCIEROS	27	36	10	7	0
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	-	-	-
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	2,004	1,953	2,076	1,823	2,640
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	603	586	625	540	792
RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS	1,401	1,367	1,451	1,283	1,848
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	0	-	2	-	-
RESULTADOS NETOS DEL PERIODO	1,401	1,367	1,453	1,283	1,848

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

Estados Financieros Auditados – FTHVFOV03

BALANCE GENERAL (EN MILLONES US\$)

COMPONENTES	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
BANCOS	0.33	0.67	0.75	0.19	0.59
CARTERA DE INVERSIONES	0.40	1.39	1.33	-	-
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	5.04	5.53	5.27	4.21	3.04
RENDIMIENTOS POR COBRAR	0.00	0.00	0.00	-	-
ACTIVO CORRIENTE	5.77	7.60	7.35	4.40	3.63
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	28.55	23.02	17.75	15.44	12.40
ACTIVO NO CORRIENTE	28.55	23.02	17.75	15.44	12.40
TOTAL ACTIVO	34.32	30.62	25.10	19.84	16.03
COMISIONES POR PAGAR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	2.12	4.16	4.15	2.89	1.63
PASIVO CORRIENTE	2.12	4.16	4.15	2.89	1.65
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	22.95	18.86	14.77	11.93	10.34
INGRESOS DIFERIDOS	9.14	7.41	5.89	4.69	4.14
PASIVO NO CORRIENTE	32.09	26.27	20.66	16.62	14.48
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	0.06	0.10	0.18	0.29	0.33
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	0.04	0.08	0.10	0.04	(0.43)
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	0.10	0.18	0.29	0.33	(0.11)
TOTAL PASIVO	34.32	30.62	25.10	19.84	16.03

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

ESTADO DE RESULTADOS (EN MILLONES US\$)

COMPONENTES	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	1.74	1.73	1.52	1.20	0.55
INGRESOS POR INVERSIONES	0.02	0.04	0.06	0.04	-
OTROS INGRESOS	0.01	0.01	0.02	0.01	-
TOTAL INGRESOS	1.77	1.78	1.59	1.25	0.55
POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	0.00	0.00	0.00	0.04	0.03
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
POR PAGO DE SERVICIO DE LA DEUDA	0.00	0.00	0.00	0.00	-
POR SERVICIO DE LA EVALUACIÓN	0.00	0.00	0.01	0.02	0.02
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	0.03	0.03	0.03	0.08	0.08
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	1.63	1.61	1.39	1.14	0.89
GASTOS FINANCIEROS	1.63	1.61	1.39	1.14	0.89
OTROS GASTOS	0.06	0.06	0.05	0.00	0.01
TOTAL GASTO	1.72	1.70	1.48	1.22	0.98
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	0.04	0.08	0.10	0.04	(0.43)

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 esta le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

Con este antecedente y acorde a lo dispuesto en la normativa vigente, PCR es responsable de la opinión emitida en su calificación de riesgo, considerando que en dicha opinión PCR se pronuncia sobre la información utilizada

para el análisis, indicando si esta es suficiente o no para emitir una opinión de riesgo, así como también, en el caso de evidenciarse cualquier acción que contradiga las leyes y regulaciones en donde PCR cuenta con mecanismos para pronunciarse al respecto. PCR, sigue y cumple en todos los casos, con procesos internos de debida diligencia para la revisión de la información recibida.