

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

<b>Comité No.222/2024</b>		
<b>Informe con EEFF no Auditados al 30 de junio de 2024</b>	<b>Fecha de comité: 24 de octubre de 2024</b>	
Periodicidad de actualización: Trimestral	Institución Pública, El Salvador	
<b>Equipo de Análisis</b>		
Henry Díaz <a href="mailto:hdiaz@ratingspcr.com">hdiaz@ratingspcr.com</a>	Adrian Perez <a href="mailto:aperez@ratingspcr.com">aperez@ratingspcr.com</a>	(503) 2266-9471

<b>HISTORIAL DE CALIFICACIONES</b>					
Fecha de información	jun-23	sep-23	dic-23	mar-24	jun-24
Fecha de comité	9/10/2023	29/01/2024	04/04/2024	12/09/2024	24/10/2024
Valores de Titularización Hencorp Valores FOVIAL 04					
Tramos por US\$126,205,000	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

**Significado de la Calificación**

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

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

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

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

**Racionalidad**

En Comité de Clasificación de Riesgo, PCR decidió mantener la clasificación de **"AAA"** a todos los tramos de los **Valores de Titularización Hencorp Valores FOVIAL04**, con **perspectiva "Estable"**, con información no auditada al 30 de junio 2024. La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización derivado del desempeño de los flujos de ingresos provenientes del financiamiento complementario y de la contribución vital. Por su parte, se toma en cuenta la ajustada solvencia y liquidez del originador. Finalmente, se considera el cumplimiento de los resguardos financieros y los mecanismos operativos y legales de la emisión que dan solidez a la estructura del Fondo.

**Perspectiva**

Estable

## Resumen Ejecutivo

- **El Fondo de Titularización posee adecuados respaldos legales y operativos.** La emisión dispone de una cuenta restringida que debe acumular un mínimo de un monto de cesión mensual, también cuenta con una orden irrevocable de retención y transferencia con la Dirección General de Tesorería del Ministerio de Hacienda, y una orden irrevocable de pago suscrita con el Banco Hipotecario. Además, la emisión considera dos resguardos financieros en los cuales se obliga a no comprometer más del 50% de sus ingresos anuales y a mantener una relación de endeudamiento total a ingresos totales anuales no mayor a 4.20 veces. A la fecha de análisis, el Originador cumple satisfactoriamente ambos resguardos.
- **La entidad percibió menores ingresos provenientes del sector público:** A junio 2024, FOVIAL experimentó una reducción del 49.95% en sus ingresos totales (-US\$172.74 millones), alcanzando US\$173.07 millones. Esta caída se debió principalmente a la disminución de las transferencias corrientes del sector público (-US\$149.71 millones, -71.59%), las cuales financian el gasto a corto plazo. Asimismo, las transferencias de capital también se redujeron en 15.12% (-US\$18.97 millones). Es importante mencionar que la cuota de cesión del Fondo representó el 5.28% de los ingresos<sup>1</sup> de FOVIAL, asegurando una holgada cobertura de 18.95 veces.
- **Aumento en la demanda de combustible mantiene adecuadas coberturas de cesión:** A junio 2024, los ingresos por contribución vial, vinculados a la demanda de combustibles como diésel, gasolinas y sus derivados, que alcanzaron un volumen total de 283 millones de galones, generando US\$56.68 millones, lo que representó un crecimiento del 3.12% respecto a junio 2023 (275 millones de galones: US\$54.97 millones). Los ingresos por financiamiento complementario ascendieron a US\$28.25 millones, incrementando un 2.80% (+US\$0.77 millones), mientras que los ingresos por derechos de circulación y multas aumentaron un 1.33% (+US\$0.25 millones). Lo anterior permitió que las coberturas de los ingresos superaran en 5.19 veces los montos de cesión.
- **Ajustados niveles de liquidez:** A junio 2024, FOVIAL muestra niveles ajustados de liquidez debido a una disminución considerable en sus activos corrientes (-47.16%), en comparación con la reducción de los pasivos corrientes (-14.60%), lo cual fue causado principalmente por la baja en las disponibilidades de la entidad. Como resultado, el indicador de liquidez se ubicó en 0.47 veces, inferior al registrado en junio 2023 (0.76 veces).
- **Altos niveles de endeudamiento afectan la solvencia de la entidad:** La razón de endeudamiento<sup>2</sup> se ubicó en 1.45 veces (junio 2023: 1.50 veces), inferior al promedio de los últimos cinco años (2019-2023: 1.55 veces), como resultado de la disminución en el financiamiento externo e interno de corto plazo (-18.17%: US\$42.75 millones). A pesar de esta reducción, los niveles de endeudamiento siguen siendo elevados. Por otro lado, el apalancamiento patrimonial<sup>3</sup> fue de -3.49 veces (junio 2023: -3.24 veces), lo que refleja el deterioro del patrimonio causado por el déficit acumulado en los últimos años.

## Factores Clave

### Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación.

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

### Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación.

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

## Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 6 de noviembre de 2023. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

## Información Utilizada para la Clasificación

- **Perfil de la Titularizadora:** Reseña y Gobierno Corporativo
- **Información sobre la Emisión:** Prospecto de la Emisión y Modelo Financiero
- **Información financiera:** Estados Financieros Auditados del FOVIAL desde diciembre de 2017 hasta diciembre 2023 y no auditados de marzo 2024 y 2023; Estados Financieros del Fondo Auditados desde diciembre 2017 hasta junio de 2024.
- **Riesgo Operativo:** Modelo Financiero del fondo de titularización.
- **Documentos Legales:** Contrato de Titularización FTHVFOV04, Contrato de Orden Irrevocable de Pago y Contrato de administración de Fondos.

<sup>1</sup> Excluye los ingresos por actualizaciones y ajustes

<sup>2</sup> Pasivo / Activo

<sup>3</sup> Pasivo / Patrimonio

## Limitaciones potenciales para la clasificación

**Limitaciones Encontradas.** A partir de reciente Decreto No. 728<sup>4</sup>, se ha establecido un cambio significativo en el proceso de recaudación de fondos, en el cual, los importadores y refinadores locales están ahora obligados a transferir contribuciones acumuladas a una cuenta bancaria designada por la entidad correspondiente. Sin embargo, este cambio ha presentado desafíos, ya que la entidad no dispone de información detallada sobre estas cuentas bancarias, lo que dificulta la validación de los ingresos.

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

## Hechos de Importancia

- El 26 de abril de 2023, la Asamblea Legislativa aprobó el Decreto No. 728, el cual establece que los importadores o refinadores locales tienen la responsabilidad de realizar transferencias a una cuenta bancaria designada por el FOVIAL. Estas transferencias corresponden a las contribuciones acumuladas del mes anterior. Además, se les requiere proporcionar al FOVIAL una declaración jurada del volumen facturado y/o transferido dentro del mes siguiente al período de recaudación. Estas medidas tienen como objetivo principal garantizar una recaudación eficiente de fondos que serán utilizados para mejorar la infraestructura vial.

## Panorama Internacional

Según las Perspectivas económicas mundiales del Banco Mundial, se prevé una moderación del crecimiento económico, estimándose en 2.6% para el 2024, manteniéndose similar a lo proyectado durante 2023, siendo el tercer año consecutivo de desaceleración. Esta tendencia es resultado de varios factores, incluyendo la prolongación de conflictos geopolíticos, tensiones comerciales y políticas monetarias más estrictas. A pesar de estos desafíos, a inicios de 2024, la actividad global se fortaleció, impulsada por una sólida expansión de la economía de Estados Unidos. La bajada de las tasas de interés globales ha sido moderada por las presiones inflacionarias persistentes en economías clave.

Adicionalmente, se prevé que la inflación mundial descienda a 4.5% en 2024. En ese sentido, dicha baja causaría que se cumplan con los objetivos de los bancos centrales, aunque a un ritmo más lento. La alta inflación sigue siendo impulsada por los precios elevados de productos básicos y los choques de oferta, especialmente en el sector de alimentos debido a fenómenos climáticos extremos. Aunque se proyecta una disminución de la inflación, la persistencia de fenómenos climáticos extremos y otros factores externos podrían generar volatilidad en los precios de los productos básicos.

La Niña sigue siendo una de las problemáticas más importantes en la región para las economías en 2024. Se estima que La Niña continúe afectando las condiciones meteorológicas, con una mayor probabilidad de sequías en algunas regiones y lluvias intensas en otras, lo que podría generar interrupciones en la producción agrícola y elevar los precios de los alimentos. Es importante destacar que, los datos disponibles al cierre de 2023 y al 30 de junio de 2024 indican que La Niña ha sido el principal fenómeno climático influyendo en las condiciones globales. La transición de El Niño a La Niña puede generar impactos distintos en la economía, y es fundamental monitorear de cerca su evolución para evaluar sus consecuencias en la inflación y otros indicadores económicos.

Con respecto a la región de América Latina y el Caribe, se prevé que su crecimiento disminuirá hasta un 1.8% en 2024, para repuntar a 2.7% en 2025. Los efectos persistentes de la restricción monetaria seguirán influyendo en el crecimiento a corto plazo; sin embargo, se pronostica que la disminución de la inflación permitirá a los bancos centrales reducir las tasas de interés, lo que podría estimular la inversión y ser beneficioso para la región. Por su parte, entre los riesgos que persisten se encuentran que las condiciones financieras mundiales se vuelvan más restrictivas, elevados niveles de deuda local y desaceleración de China, que afectaría a las exportaciones de la región y los cambios climáticos como se mencionó con anterioridad. Adicionalmente, si Estados Unidos presenta una actividad económica más sólida podría tener un impacto positivo en América Central y el Caribe.

En comparación con otros países de la región, República Dominicana se destaca por liderar el mayor crecimiento proyectado, alcanzando un 5.1% en 2024 y 5% para 2025, atribuido a una reducción en su inflación y un aumento en las actividades económicas, particularmente en el sector turístico. Le sigue de cerca Costa Rica con 3.9% y 3.7% para 2025, mostrando una moderación en su crecimiento, con un fuerte enfoque en exportaciones de servicios y turismo. Por su parte, Nicaragua se pronostica un crecimiento en 2024 de 3.7% y 3.3% para 2025, impulsado por la continuidad de inversiones y estabilidad económica a pesar de desafíos políticos. Honduras se proyecta en 3.4% y 3.3% para 2025, mostrándose como estable si la inflación se modera y teniendo estabilidad macroeconómica; mientras que, El Salvador crecería en 3.2% y 2.7% para 2025, ante un moderado crecimiento en las remesas y reformas estructurales. Adicionalmente, Guatemala se presenta en 3% y 3.5% para 2025 teniendo un crecimiento moderado en remesas y estabilidad económica general. Por último, Panamá es el país que presenta mayores desafíos para su crecimiento en 2024 proyectando 2.5% y 3.5% para 2025. El crecimiento más lento en

<sup>4</sup> Hace referencia al Decreto que reforma la Ley del FOVIAL: estas reformas, especificadas en los artículos 1 y 2 del decreto, modifican las obligaciones de los importadores y refinadores locales, requiriéndoles transferir contribuciones acumuladas a una cuenta bancaria designada por el FOVIAL durante los primeros cinco días hábiles de cada mes. Asimismo, se les exige informar al FOVIAL, dentro del mes siguiente al período de recaudación, sobre las cantidades transferidas, acompañadas de una declaración jurada del volumen facturado y/o transferido.

2024 se debe al cierre de la mina Cobre Panamá y la reducción del tráfico en el Canal de Panamá debido a la sequía.

Estados Unidos desempeña un papel importante en la dinámica económica global, teniendo un impacto significativo en la región de Centroamérica y el Caribe. Las proyecciones indican que la economía estadounidense experimentará una desaceleración debido a un endurecimiento de las condiciones financieras y políticas monetarias restrictivas implementadas por el Banco de la Reserva Federal. En cuanto a la inflación, se estima que tendrá una reducción, aunque se mantendrá en niveles por encima de la pandemia, esto aunado a una reducción en el gasto fiscal junto con el aumento de las tasas de interés influirán negativamente en la demanda interna. Las exportaciones e importaciones estadounidenses son fundamentales para el comercio mundial, y cualquier cambio en la política comercial de Estados Unidos, como la imposición de aranceles y restricciones, puede alterar significativamente las cadenas de suministro globales.

Las perspectivas para 2024-2025 presentan un crecimiento moderado y desafíos persistentes. Manteniendo riesgos geopolíticos, tensiones comerciales y los cambios climáticos, que continúan siendo factores determinantes ante la dinámica económica global y regional. Las economías emergentes son las que pueden salir más afectadas por lo que deben estar preparadas para un entorno económico complejo, buscando estrategias que le permitan mantener el crecimiento y mitigar los riesgos.

### **Desempeño Económico**

Al primer semestre de 2024 la actividad económica del país, medida a través del Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE), presentó un decrecimiento al registrar una variación anual de -2.08%. Este comportamiento ha sido influenciado por menor actividad en rubros fundamentales para la economía, como el sector construcción, que muestra una variación interanual negativa de 16.1%. Por su parte, el Producto Interno Bruto (PIB) registró un aumento de 2.6%, al primer trimestre del año, por debajo del rango proyectado por el Banco Central de Reserva para 2024 (3.0% - 3.5%).

Por su parte, la inflación medida a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ha moderado y colocado en niveles controlados, posterior al efecto inflacionario global. Aunque el índice general ha bajado hasta colocarse en 1.48% a junio de 2024; algunos sectores aún permanecen en niveles altos, como el de restaurantes y hoteles (5.53%), alimentos y bebidas no alcohólicas (3.63%) y salud (2.53%). El pronóstico del BCR para 2024 es que el índice oscile entre 0.5% y 1.0% debido a factores como el comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados, la continuidad de proyectos de diversificación de la matriz energética impulsados por recursos renovables, lo que permitirá mantener bajos los precios de la electricidad, así como una moderada disminución en los precios de los alimentos.

Con respecto al sistema financiero regulado, la cartera de préstamos neta registró un crecimiento de 5.69% (US\$999 millones), totalizando los US\$18,558 millones, similar al crecimiento promedio de los últimos cinco cierres anuales (5.73%). En cuanto a los depósitos, totalizaron en US\$19,011 millones, con un aumento interanual de 4.15% (US\$758 millones); mientras que, el spread financiero se ubicó en 2.51%, mayor respecto a junio de 2023 (2.20%).

En cuanto a la situación fiscal del país, el Sector Público No Financiero (SPNF) a junio de 2024 registró un déficit fiscal de US\$157.0 millones, mayor al registrado a junio de 2023 (US\$34.2 millones). Cabe aclarar que el déficit a junio de 2024 no incluye la deuda previsional, dado que a partir de la reforma al sistema de pensiones en abril de 2023 se dejó de incluir como parte del SPNF. El comportamiento del déficit se explica por el aumento de los gastos y concesión neta de préstamos que registraron un incremento de 12.1% debido al aumento de gastos corrientes (12.0%) y gastos de capital (12.7%). Por su parte, los ingresos corrientes registraron un incremento de (8.9%), impulsados por los ingresos tributarios netos (11.0%) y por el superávit de operación de Empresas Públicas (33.5%).

Adicionalmente, la balanza comercial reportó un déficit de US\$4,580 millones, aumentando en 5.4% (US\$232.8 millones) como resultado del ligero incremento en las importaciones (+0.04%) y la reducción en las exportaciones (6.7%). El comportamiento en las exportaciones ha estado influenciado por la industria manufacturera de maquila con una disminución de 26.5%, aunado al comportamiento estable de las importaciones, que fueron impulsadas principalmente por las industrias manufactureras (+2.2%).

En cuanto a aspectos sociales, el país ha tenido avances significativos en términos de seguridad y control de la criminalidad, lo que genera un ambiente propicio para el desarrollo de negocios; sin embargo, se han tenido retrocesos en temas como transparencia, percepción de la corrupción y confianza en sistemas democráticos. Adicionalmente, se necesita mantener un crecimiento económico sostenible que permita continuar con la lucha por la erradicación de la pobreza y la alta vulnerabilidad frente a eventos climáticos.

Finalmente, las expectativas de crecimiento económico se mantienen moderadas. Para 2024, el BCR proyecta una tasa de crecimiento real del PIB en un rango del 3.0% al 3.5%, que será impulsado principalmente por la inversión privada y pública, y el turismo que es promovido por un ambiente de seguridad y certidumbre para personas y empresas, así como la demanda externa, que se espera favorezca a las exportaciones. El Salvador tiene como uno de los principales desafíos controlar los niveles de endeudamiento y robustecer los niveles de liquidez del país para afrontar sus compromisos financieros.

## Análisis del Originador - FOVIAL

### Análisis cualitativo

#### Reseña

El Fondo de Conservación Vial (FOVIAL), se creó mediante Decreto Legislativo No. 208 con fecha del 30 de noviembre del año 2000. Dicho decreto define a FOVIAL como una entidad de derecho público, de carácter técnico, de utilidad pública, de duración indefinida, con personalidad jurídica y patrimonio propio, con plena autonomía en el ejercicio de sus funciones, tanto en lo financiero como en lo administrativo y presupuestario.

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

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

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

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

#### Fuente de ingresos

FOVIAL cuenta con cuatro fuentes principales de ingresos:

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

#### Consejo Directivo y Plana Gerencial

A junio 2024, el Consejo Directivo de FOVIAL está integrado por el presidente (Ministro de Obras Públicas y de Transporte), cinco directores propietarios y cinco directores suplentes. Asimismo, la plana gerencial está conformada de la siguiente manera:

CONSEJO DIRECTIVO DE FOVIAL		PLANA GERENCIAL	
NOMBRE	CARGO	NOMBRE	CARGO
Lic. Edgar Romeo Rodríguez Herrera	Presidente / M. de Obras P.	Ing. Alexander Ernesto Beltrán	Director Ejecutivo
Ing. Edgar Alejandro Rodríguez	Director Propietario	Ing. Rodas Aníbal Hernández	Sub Director Ejecutivo
Ing. José Antonio Velásquez	Director Propietario	Lic. Maria Ana Margarita Salinas	Gerente de Adquisiciones y C,
Lic. René Alberto Raúl Vásquez	Director Propietario	Lic. Francis Antonio Ibañez Eguizabal	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. José Herbert Iraheta	Jefe de la Unidad de Calidad
		Ing. Julio César Cruz	Jefe de la Unidad ambiental

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

## Resumen de Estructura de Titularización – FTHVFOV04

CONCEPTO	DETALLE
Emisor	: Fondo de Titularización – Hencorp Valores – FOVIAL - FTHVFOV 04
Originador	: Fondo de Conservación Vial, FOVIAL
Sociedad de Titularización	: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora
Clase de Valor	: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Hencorp Valores – FOVIAL Cero Cuatro, cuya abreviación es VTHVFOV 04.
Monto de la Emisión	: Hasta US\$615,524,000.00 dólares norteamericanos. Con un primer tramo como mínimo de hasta US\$220,000,000.00
Moneda	: Dólares de los Estados Unidos de América.
Plazo de la Emisión	: El plazo de la emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tiene un plazo de hasta 240 meses, contados a partir de la fecha de colocación.
Estructuración de los tramos de la emisión	: La emisión contará con un tramo como mínimo. El primer tramo podrá ser de hasta <b>DOSCIENTOS VEINTE MILLONES DE DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA</b> . Los tramos adicionales no podrán exceder al monto en dólares necesario para que el Ratio de Endeudamiento no sea mayor a dos puntos cuatro veces. Para emitir tramos adicionales que provoquen que el Ratio de Endeudamiento supere dos punto cuatro veces, la Sociedad Titularizadora se obliga a someter, y previo a la remisión del correspondiente aviso de colocación, a aprobación de los Tenedores de Valores las modificaciones necesarias al <b>FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO UNO, FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO DOS</b> y el <b>FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO TRES</b> para que el correspondiente Ratio de Endeudamiento posea un límite no mayor a cuatro punto cinco veces en las emisiones con cargo a los Fondos en comentario. La Sociedad Titularizadora deberá remitir con tres días hábiles antes de la colocación la certificación del punto de acta de su Concejo de Gerentes a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero, con la firma debidamente autenticada por Notario, mediante la cual autoriza la fecha de negociación y la fecha de liquidación del tramo, la tasa fija o la tasa base y la sobretasa, el monto a negociar, el valor mínimo y múltiplos de contratación de la anotación electrónica de valores en cuenta, tasas mínimas y máximas, y la fecha de vencimiento
Respaldo de la Emisión	: El pago de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda, está únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVFOV 04, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora. También forma parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida del Fondo de Titularización FTHVFOV 04, administrada por Hencorp Valores, Ltda., la cual no debe ser menor a la próxima cuota de capital y/o intereses a pagarse a los tenedores de valores.
Custodia y Depósito:	: La emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, depositadas en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V., para lo cual será necesario presentarle el Contrato de Titularización de la emisión correspondiente y la certificación del asiento registral que emita la Superintendencia del Sistema Financiero, a la que se refiere el párrafo final del Artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.
Negociabilidad	: La negociación de los tramos de oferta pública se efectuó en la Bolsa de Valores por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa.
Mecanismos de Cobertura	: El pago de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda, está únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVFOV Cero Cuatro, sirviéndose de la adquisición de los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción correspondiente a los ingresos mensuales percibidos por FOVIAL conforme se establece en el prospecto de la emisión. También forma parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida del Fondo de Titularización FTHVFOV 04, administrada por Hencorp Valores, Ltda., la cual no debe ser menor a la próxima cuota de capital y/o intereses a pagarse a los tenedores de valores.
Destino de los Fondos de la Emisión:	: Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de todos los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros una vez cumplida la obligación de enterar el monto de cesión mensual o canceladas las obligaciones con el <b>FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO UNO, FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO DOS</b> y el <b>FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO TRES</b> , provenientes de una porción de los primeros ingresos correspondientes a: a) Las transferencias de recursos que anualmente se consignan en el presupuesto General del Estado en el Ramo de Obras Públicas calculado en base al monto generado por la aplicación de la contribución de conservación vial a la venta o cualquier otra forma de transferencia de propiedad de diesel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes que realicen importadores o refinadores, conforme lo establece el artículo veintiséis de la Ley de Fondo de conservación Vial; b) Los pagos por derechos y multas establecidos por la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos que integran al Fondo General del Estado, a ser transferidos íntegramente al Fondo de Conservación Vial (FOVIAL), para ser utilizados en el mantenimiento y conservación de la Red Vial Nacional Prioritaria y Mantenible, conforme lo establece el artículo treinta y cinco de la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos, reformado mediante Decreto Legislativo número sesenta y dos de fecha doce de julio del año dos mil doce y publicado en El Diario oficial el dieciséis de julio de dos mil doce, número ciento treinta y uno, tomo número trescientos noventa y seis y c) Cualquier otro ingreso que en el futuro se encuentre facultada legalmente a percibir. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicados, correspondiendo al Fondo de Conservación Vial, el pago ya sea a la administración tributaria o a la entidad competente, de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso aplicasen.
Destino	: De conformidad a lo dispuesto en el artículo veintiséis y veintiocho – A de la Ley del FONDO DE CONSERVACIÓN VIAL, los fondos que el FOVIAL, reciba en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVFOV CERO CUATRO, serán invertidos por el FOVIAL en la reestructuración de pasivos, el desarrollo de infraestructura, conservación vial y mitigación de riesgos
Condiciones Particulares	: El <b>FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO CUATRO</b> , abrirá la denominada Cuenta Discrecional, en la cual se depositarán los ingresos percibidos por parte del Fondo de Conservación Vial, que le serán transferidos en virtud y bajo las condiciones que se establezcan en el Contrato de Cesión respectivo y conforme a lo establecido previamente en el apartado correspondiente a “Respaldo de la Emisión” del presente instrumento. Dicha cuenta será administrada por <b>HENCORP VALORES, LIMITADA, TITULARIZADORA</b> a cargo del <b>FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FOVIAL CERO CUATRO</b> .
Condiciones Especiales	: <b>Redención anticipada obligatoria de los valores, producto de condiciones especiales del contrato de cesión.</b> Los Valores de Titularización - Títulos de Deuda deberán ser redimidos anticipadamente, sin importar lo establecido en el aviso de colocación de cada tramo, en caso exista cualquier emisión o FOVIAL adquiera cualquier deuda, de cualquier monto, amparada en el Decreto Legislativo número doscientos treinta y uno, del siete de diciembre de dos mil veintiuno. La redención se efectuará al valor del principal a redimir, según aparezca anotado electrónicamente en los registros de CEDEVAL, S.A. de C.V. En caso de redención

anticipada, el FTHVFOV CERO CUATRO por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia, a la Bolsa de Valores y a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. con cinco días de anticipación.

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

#### DETALLE DE TRAMOS EMITIDOS<sup>5</sup>

Estado	Tramo	Monto del Tramo US\$	Plazo Emisión (meses)	Fecha de colocación	Fecha de vencimiento	Tasa Interés
Emitido	Tramo 1	5,855,000	12	31/03/2022	31/03/2023	6.90%
Emitido	Tramo 2	15,000,000	240	18/04/2022	19/04/2042	8.75%
Emitido	Tramo 3	200,000	240	18/04/2022	19/04/2042	8.75%
Emitido	Tramo 4	500,000	240	20/04/2022	20/03/2042	8.75%
Emitido	Tramo 5	15,000,000	240	23/05/2022	24/03/2042	8.75%
Emitido	Tramo 6	25,000,000	240	30/08/2022	30/03/2042	8.75%
Emitido	Tramo 7	250,000	240	30/08/2022	30/03/2042	8.75%
Emitido	Tramo 8	5,000,000	240	31/10/2022	01/04/2042	8.75%
Emitido	Tramo 9	51,400,000	240	23/03/2023	24/03/2042	8.75%
Emitido	Tramo 10	3,000,000	12	13/10/2023	13/10/20234	8.50%
Emitido	Tramo 11	5,000,000	240	13/10/2023	13/03/2042	9.80%
<b>Total Emitido:</b>		<b>126,205,000</b>				

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

#### Operatividad de la Estructura de Titularización

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

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

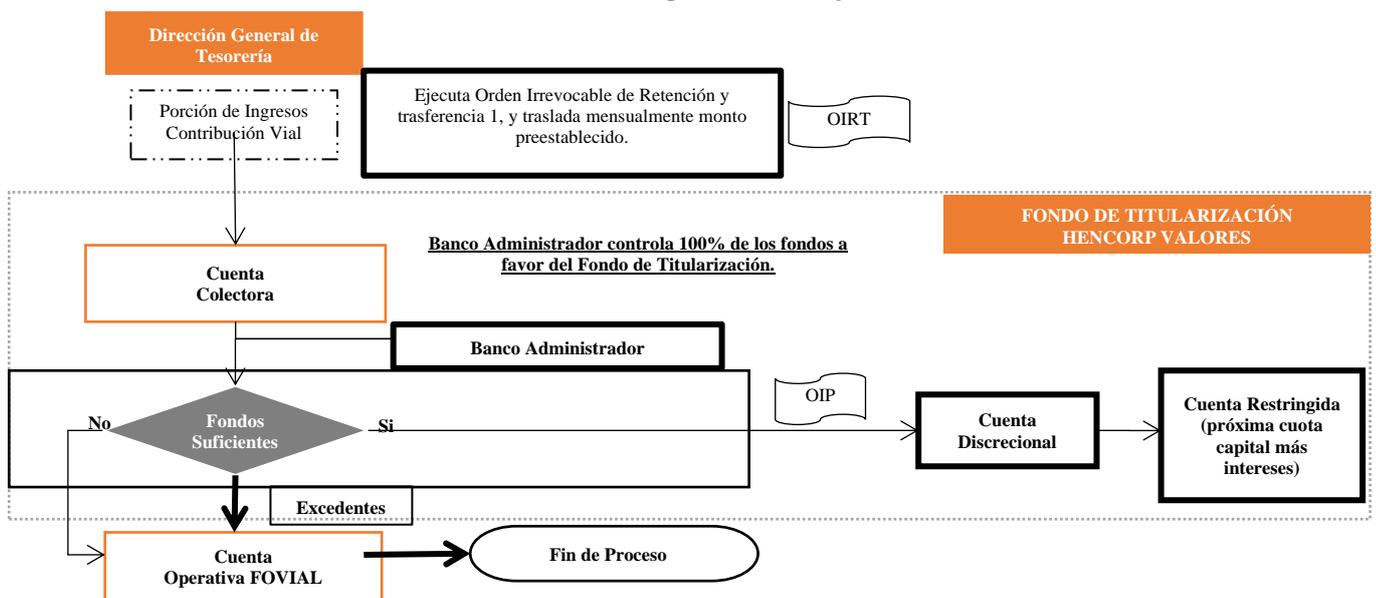
FOVIAL instruyó al Ministerio de Hacienda a través de la Dirección General de Tesorería (a través de una Orden Irrevocable de Retención y Transferencia) a depositar un monto preestablecido proveniente de la Contribución de Conservación Vial correspondiente a cada mes en la Cuenta Colectora a nombre del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

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

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

- La Cuenta Discrecional es la utilizada para recibir los fondos del Originador, pagar a los inversionistas, cubrir gastos y transferir fondos, y recibir fondos de la Cuenta Restringida.
- La Cuenta Restringida funge únicamente para administrar los fondos restringidos en garantía de la operación. Esta será compuesta inicialmente por los fondos obtenidos de la emisión.
- De la Cuenta Discrecional se transfiere mensualmente una cantidad determinada para completar el monto del Depósito Restringido, hasta alcanzar su monto máximo.

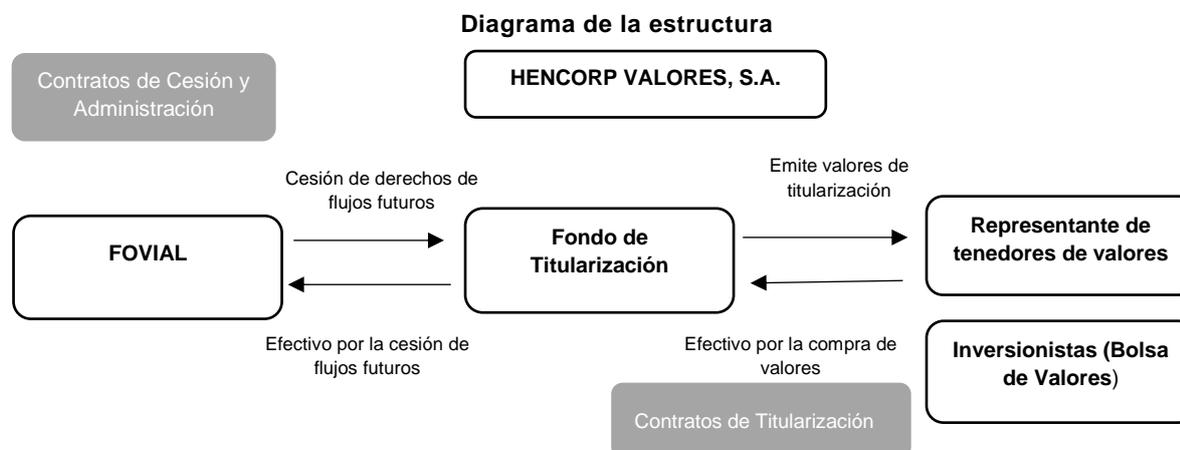
#### Mecanismo de asignación de flujos



<sup>5</sup> Autorizados por la Superintendencia del Sistema Financiero.

### Estructura de colocación del Fondo.

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



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

### Redención anticipada

En caso de realizarse la redención anticipada de los valores, ya sea parcial o totalmente, la Titularizadora mantendrá, por ciento ochenta días más el monto pendiente de pago de los valores redimidos, el cual estará depositado en la cuenta bancaria denominada Cuenta Discrecional. Vencido dicho plazo, lo pondrá a disposición de los Tenedores de Valores mediante el pago por consignación a favor de la persona que acredite titularidad legítima mediante certificación emitida por CEDEVAL, S.A. de C.V.

### Análisis cuantitativo del Originador

El análisis financiero se ha realizado sobre la base de los Estados Financieros no Auditados del período de junio de 2024, preparados en conformidad a los Principios de Contabilidad Gubernamental, dependencia del Ministerio de Hacienda de El Salvador.

### Análisis de Resultados

#### Ingresos

A junio 2024, los ingresos totales de FOVIAL fueron de US\$173.07 millones, lo que representa una reducción del 49.95% (-US\$172.74 millones). Esta caída se debe principalmente a la disminución en las transferencias corrientes recibidas (-71.59%: -US\$149.71 millones), las cuales se utilizan para financiar gastos a corto plazo. Además, las transferencias de capital recibidas también disminuyeron (-15.12%: -US\$18.97 millones). Sin embargo, los ingresos financieros y otros aumentaron en US\$2.13 millones (49.33%), atribuible a la mayor rentabilidad de las inversiones en títulos valores realizadas por la entidad.

#### Ingresos operacionales

Las fuentes de ingresos operacionales de FOVIAL provienen principalmente de las contribuciones obligatorias impuestas<sup>6</sup> a los importadores o refinadores por la venta de diésel, gasolina o mezclas de combustibles. Además, se incluyen los pagos por derechos y multas, así como el financiamiento complementario<sup>7</sup>. Durante el período analizado, la demanda de combustibles (diésel, gasolinas y sus mezclas con otros carburantes) alcanzó los 283 millones de galones, lo que representa un crecimiento interanual del 3.12% (junio 2023: 274 millones de galones).

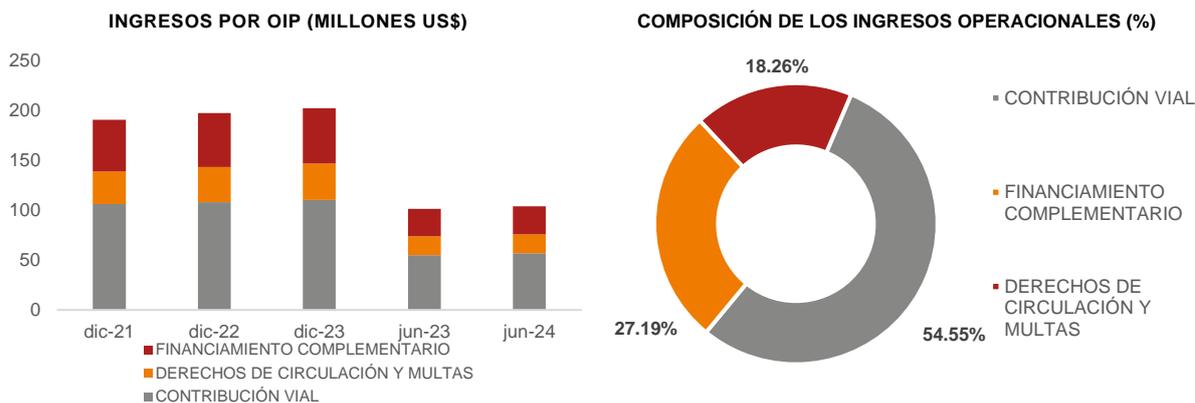
Los ingresos por contribución vial ascendieron a US\$56.68 millones, reflejando un incremento del 3.12% (+US\$1.71 millones). Los ingresos por financiamiento complementario totalizaron US\$28.25 millones (+2.80%: US\$2.73 millones), mientras que los provenientes de derechos de circulación y multas fueron de US\$18.97 millones (+1.33%: US\$0.25 millones). En cuanto a su estructura, la contribución vial representó el 54.55% de los ingresos, el financiamiento complementario el 27.19%, y los derechos de circulación y multas el 18.26%.

De acuerdo con el Decreto No. 728<sup>8</sup>, se consideran para el pago del Fondo los ingresos provenientes de derechos y multas, así como los ingresos por financiamiento complementario. Lo anterior ha resultado en que las coberturas de los ingresos mencionados superen en 5.19 veces a los montos de cesión.

<sup>6</sup> La contribución de conservación vial es de US\$0.20 por cada galón de gasolina, diésel, o sus mezclas con otros carburantes.

<sup>7</sup> De acuerdo con el Decreto Legislativo No. 736 de 2017, el Ministerio de Hacienda deberá de transferir al Fovial un monto determinado en Dólares estadounidenses, por galón de diésel, gasolinas y sus mezclas con otros carburantes. Este monto se definió como US\$0.10 para el 2020 en adelante.

<sup>8</sup> Hace referencia al Decreto que reforma la Ley del FOVIAL: estas reformas, especificadas en los artículos 1 y 2 del decreto, modifican las obligaciones de los importadores y refinadores locales, requiriéndoles transferir contribuciones acumuladas a una cuenta bancaria designada por el FOVIAL durante los primeros cinco días hábiles de cada mes. Por lo que la OIP no considera para esta fecha de análisis los ingresos provenientes por Contribución Vial.

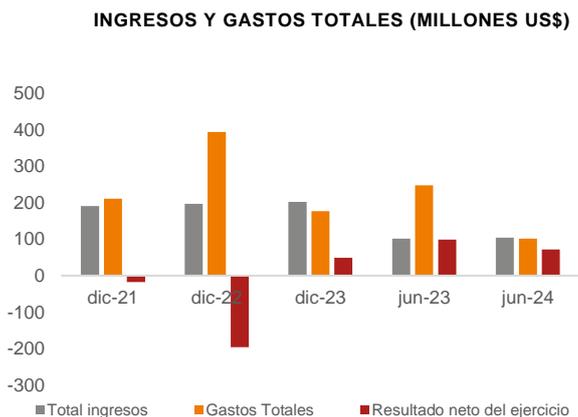


Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

### Costos y Gastos

En relación con los gastos totales, la inversión pública es la cuenta principal de FOVIAL la cual varía según las necesidades específicas de cada año o proyectos especiales a realizarse. Es importante notar que la volatilidad de este gasto también está influenciada por factores políticos y eventos imprevistos como tormentas tropicales y terremotos, que pueden requerir un aumento en el gasto de inversión pública sin previa planificación.

Los gastos totales fueron de US\$101.36 millones, reduciéndose en 59.02% (-US\$145.98 millones). Esta disminución fue impulsada principalmente por la reducción en las transferencias otorgadas, que descendieron un 71.61% (-US\$149.7 millones), siendo estas transferencias entre dependencias institucionales. Por otro lado, la inversión pública aumentó un 48.57% (+US\$8.66 millones), alcanzando los US\$26.48 millones, debido a los proyectos de construcción de infraestructura vial. El resultado neto del ejercicio fue de 71.71 millones (junio 2023: US\$98.48 millones) reduciéndose en 27.18% (US\$26.77 millones) debido a la caída de los ingresos.



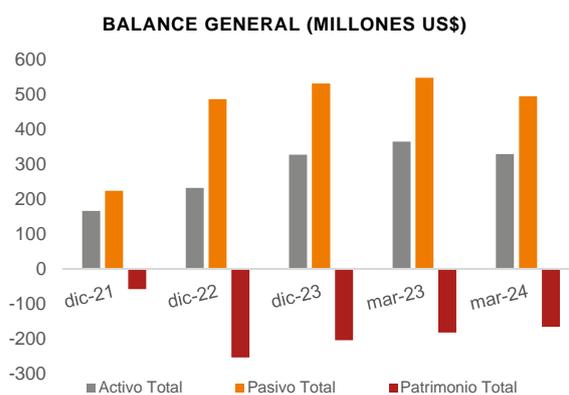
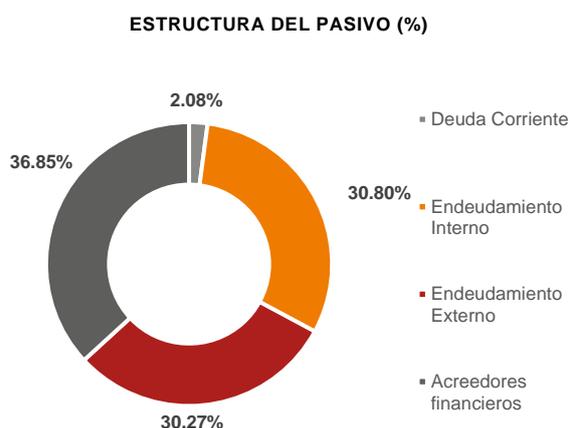
Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

### Riesgo de Liquidez

Los activos totales de FOVIAL ascendieron a US\$330.09 millones, registrando una disminución del 5.08% (-US\$17.66 millones). Esta reducción se debe principalmente a la baja en los fondos propios, que cayeron un 31.74% (-US\$77.61 millones), lo que contrarrestó el crecimiento de las inversiones financieras<sup>9</sup>, las cuales aumentaron un 59.39% (+US\$60.00 millones). Este crecimiento en las inversiones se debe a la expansión de los fondos de FOVIAL en bonos del Estado, que a la fecha de análisis suman US\$159.7 millones.

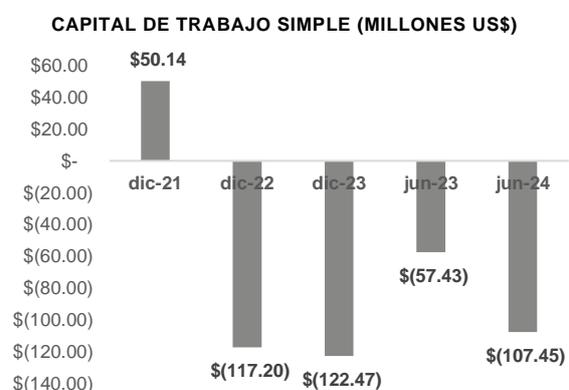
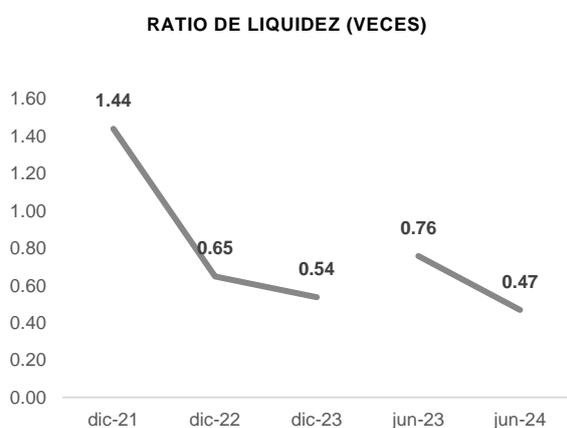
Los pasivos totales de FOVIAL ascendieron a US\$462.64 millones, lo que refleja una disminución del 8.00% (-US\$40.20 millones). Esta reducción fue impulsada principalmente por la baja en los acreedores financieros (-23.18%: US\$51.44 millones) y un aumento significativo de US\$144 millones en acreedores monetarios por pagar. Este incremento se debe a una modificación en la ley de FOVIAL, lo que ha permitido a la institución desarrollar proyectos de gran envergadura, quedando algunos de estos contratados pero pendientes de ejecución, cuyos saldos fueron trasladados a la cuenta de acreedores monetarios por pagar. Además, se observó una disminución en el endeudamiento externo (-2.96%: US\$4.28 millones) en específico los de largo plazo. Sin embargo, tanto la deuda corriente (+559.49%: US\$8.18 millones) como el endeudamiento interno (+5.43%: US\$7.34 millones) experimentaron incrementos, debido a mayores acreedores monetarios (+961.81%: US\$5.30 millones) y al endeudamiento interno a corto plazo (+76.30%: US\$8.60 millones), respectivamente.

<sup>9</sup> De acuerdo con la reciente modificación de la ley FOVIAL, la institución está autorizada para invertir sus recursos en entidades, instrumentos financieros o títulos valores de crédito a corto, mediano y largo plazo. Estos títulos serán emitidos por entidades debidamente habilitadas para llevar a cabo estas operaciones. Las rentas generadas por estas inversiones contribuirán al enriquecimiento de su patrimonio institucional.



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

A junio 2024, la entidad presenta niveles ajustados de liquidez debido a la reducción de los activos corrientes (-47.16%: US\$84.59 millones), ya que los fondos disponibles fueron destinados a la compra de bonos. Como resultado, el indicador de liquidez se ubicó en 0.47 veces, por debajo del nivel registrado en el periodo anterior (junio 2023: 0.76 veces).



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

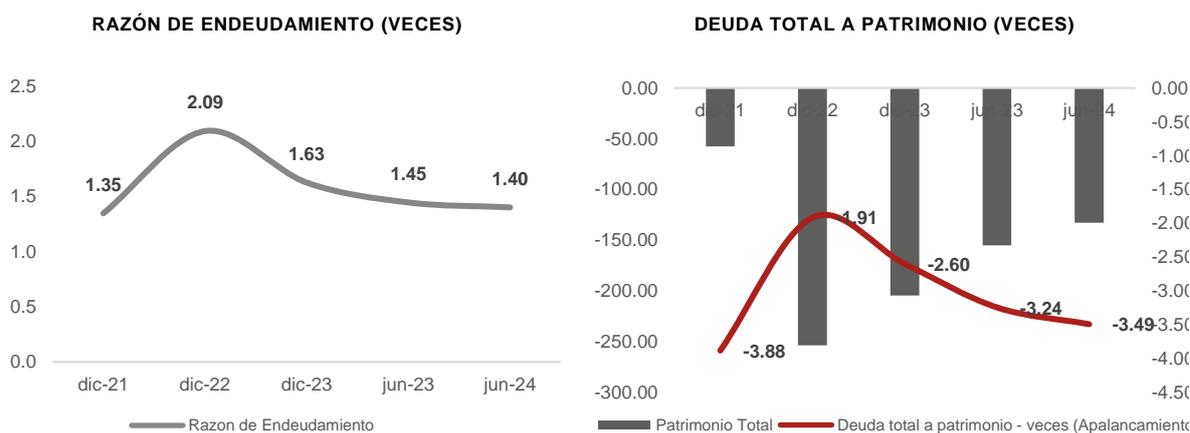
### Riesgo de Solvencia

El patrimonio de la institución presenta un déficit de -US\$132.55 millones (junio 2023: -US\$155.09 millones) debido a las pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores, lo que implica que los activos de la entidad están completamente respaldados por deuda.

La razón de endeudamiento<sup>10</sup> de FOVIAL fue de 1.40 veces, inferior al 1.45 veces registrado en junio 2023 y menor al promedio de los últimos cinco años (2019-2023: 1.55 veces). Esta disminución se debe a la reducción en el financiamiento externo e interno de corto plazo (-18.17%: US\$42.75 millones). Por otro lado, el apalancamiento patrimonial<sup>11</sup> fue de -3.49 veces (junio 2023: -3.24 veces), reflejando el deterioro del patrimonio debido al déficit acumulado en los últimos años. PCR considera que, por la naturaleza de FOVIAL, este escenario podría limitar su capacidad para obtener financiamiento a mediano plazo.

<sup>10</sup> Pasivo / Activo

<sup>11</sup> Pasivo / Patrimonio



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

### Cobertura de la Titularización

Considerando la redención anticipada de los primeros tres Fondos de Titularización en marzo de 2023, la estructura actual de la titularización de los ingresos futuros de FOVIAL, consiste en una emisión hasta US\$615.52 millones, en la cual mantiene un resguardo financiero donde se compromete hasta el 50% de sus ingresos anuales, para respaldar el pago de sus obligaciones financieras, tal como lo dicta el Decreto No.102<sup>12</sup> aprobado por la Asamblea Legislativa.

Para junio 2024, la cesión a los fondos de titularización representa el 5.28% de los ingresos del FOVIAL<sup>13</sup> equivalentes a un monto cedido de US\$9.10 millones. Por su parte, se destaca una holgada cobertura de 18.95 veces a junio 2024. Es importante resaltar que, en el caso del pago de las cesiones proyectadas, al año 2024 se toma en cuenta solo la porción colocada por la Titularizadora; mientras que, para los años 2025 al 2031, se plantea que el Fondo emita la totalidad permitida, en ese sentido, se estima que los ingresos otorgarán una cobertura promedio de 3.70 veces.

COMPONENTE	jun-24	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
INGRESOS DE FOVIAL (US\$ MM)	172.41	225.46	232.05	238.86	245.90	253.18	260.70	268.47	276.50
CESIÓN TOTAL (US\$ MM)	9.10	17.54	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90
PARTICIPACIÓN INGRESOS (%)	5.28%	7.78%	29.69%	28.85%	28.02%	27.21%	26.43%	25.66%	24.92%
COBERTURA INGRESOS (VECES)	18.95	12.85	3.37	3.47	3.57	3.67	3.78	3.90	4.01

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



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

Finalmente, tomando en cuenta el Decreto No. 728<sup>14</sup>, se consideran para el pago del Fondo los ingresos provenientes de derechos y multas, así como los ingresos por financiamiento complementario. Lo anterior ha resultado en que las coberturas de los ingresos mencionados superen en 5.19 veces respecto a los montos de cesión. Asimismo, se estima que dichos ingresos concederán una cobertura promedio de 2.31 veces al finalizar la emisión.

<sup>12</sup> Reforma a la ley del fondo de conservación vial

<sup>13</sup> No incluye ingresos por actualizaciones y ajustes.

<sup>14</sup> Hace referencia al Decreto que reforma la Ley del FOVIAL: estas reformas, especificadas en los artículos 1 y 2 del decreto, modifican las obligaciones de los importadores y refinadores locales, requiriéndoles transferir contribuciones acumuladas a una cuenta bancaria designada por el FOVIAL durante los primeros cinco días hábiles de cada mes. Por lo que la OIP no considera para esta fecha de análisis los ingresos provenientes por Contribución Vial.

COMPONENTES	jun-24	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
INGRESOS POR DERECHOS Y MULTAS (US\$ MM)	75.65	95.66	99.85	104.23	108.80	113.57	118.55	123.74	129.17
FINANCIAMIENTO COMPLEMENTARIO(US\$ MM)	28.25	57.49	60.01	62.64	65.39	68.26	71.25	74.37	77.63
CESIÓN TOTAL (US\$ MM)	9.10	17.54	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90
COBERTURA (VECES)	5.19	5.45	1.45	1.51	1.58	1.65	1.72	1.80	1.87
PARTICIPACIÓN (%)	19.26%	18.34%	69.01%	66.11%	63.33%	60.67%	58.12%	55.68%	53.34%

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

### Cumplimiento de resguardos financieros

- a) **Razón de cesión de flujos a ingresos totales de FOVIAL.** De conformidad a lo establecido, FOVIAL podrá comprometer hasta el cincuenta por ciento (50%) de sus ingresos anuales, para garantizar el pago del servicio de la deuda. A la fecha de análisis, la cesión de la titularización representó el 7.00% de los ingresos totales. Debido a la redención anticipada de los tres Fondos anteriores, dando por cumplido el requerimiento legal.
- b) **Razón de endeudamiento del FOVIAL.** De acuerdo con lo establecido en el prospecto de la emisión, se considera la relación endeudamiento total a ingresos totales anuales de FOVIAL, la cual no deberá ser mayor a 4.50 veces. El endeudamiento total se entenderá como la suma del saldo vigente de capital de cualquier pasivo proveniente de deuda bancaria y bursátil en los Estados Financieros de FOVIAL, más el saldo vigente adeudado de capital en el pasivo de cualquier fondo de titularización en el que dicha institución participe como Originador. A la fecha de análisis, el Originador mantiene un saldo en capital por financiamiento<sup>15</sup> de US\$282.52 millones, mientras que los ingresos de los últimos doce meses reportados por FOVIAL suman US\$223.87 millones; en ese sentido, la razón de endeudamiento se ubicó en 1.26 veces, este comportamiento obedece al incremento de las obligaciones financieras externas de la entidad.

### Perfil de la Titularizadora

#### Reseña

El 17 de diciembre de 2007, se publicó la Ley de Titularización de Activos, aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. Posteriormente, el 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp estableció en El Salvador una Sociedad Titularizadora bajo el nombre de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, siendo la primera entidad de su tipo en el país. El 29 de diciembre de 2016, la Superintendencia del Sistema Financiero autorizó la transformación de Hencorp Valores, S.A. Titularizadora a una Sociedad de Responsabilidad Limitada, cambiando su denominación a Hencorp Valores, Limitada, Titularizadora.

La titularizadora Hencorp Valores, LTDA., demuestra el compromiso del Grupo Hencorp con el desarrollo de los mercados de capitales en El Salvador y la región. Fundada siguiendo los valores del grupo y con asesoría de expertos internacionales en titularización, su objetivo principal es proporcionar liquidez a activos del sector corporativo salvadoreño, regional y del sector público.

Esto se logra mediante la conexión de dichos activos con el mercado de capitales, ofreciendo un mecanismo adicional de financiamiento y generando nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables. Por lo tanto, hasta la fecha de análisis, la entidad gestiona 26 de las 45 titularizaciones activas dentro del mercado de valores salvadoreño, lo que representa una participación del 57.8%.

#### Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, PCR considera que Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora reconoce la importancia de contar con un adecuado Gobierno Corporativo y Código de ética que oriente la estructura y funcionamiento de sus diferentes departamentos en interés de la sociedad y sus accionistas, así como el apoyo en la toma de decisiones por parte de los diversos Comités.

La estructura de Gobierno Corporativo se soporta a través de:

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

#### Estructura Organizacional

En opinión de PCR, Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora posee una estructura organizacional adecuada y su administración de riesgos se encuentra acorde a su modelo de negocio.

#### Accionistas y Concejo de Gerentes

En el siguiente cuadro se detallan los principales Participantes Sociales y Concejo de Gerentes de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora:

<sup>15</sup> BCIE US\$42.17 millones y US\$100.00 millones + Titularización (FT04) US\$117.95 millones + Préstamo Banco Hipotecario US\$23.63 millones.

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

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

### Gestión de riesgos

Para reducir los riesgos asociados al desempeño de sus actividades económicas y en cumplimiento de las Normas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades Bursátiles (NPR-11) emitidas por el Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), Hencorp Valores ha desarrollado un Manual de Gestión de Riesgos. Este tiene como objetivo identificar, medir, controlar, monitorear y comunicar los riesgos, así como las metodologías y herramientas utilizadas en los distintos procesos y líneas de negocio de Hencorp Valores y sus fondos administrados. Hencorp Valores cuenta con una Auditoría Externa, regulada por el Banco Central de Reserva y supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero, para garantizar un manejo adecuado de los riesgos que puedan afectar a la empresa.

### Resultados financieros

Debido a la naturaleza del negocio de la Titularizadora, es crucial evaluar el riesgo de liquidez de la compañía. En este contexto, a junio de 2024, Hencorp ha registrado un leve incremento en su razón corriente frente a su comparativo interanual, alcanzando 3.6 veces (junio 2023: 3.4 veces). Este incremento refleja una sólida capacidad financiera para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

LIQUIDEZ (VECES)						
Liquidez	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
<b>Razón Corriente</b>	3.3	3.0	3.2	3.0	3.4	3.6

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

Por otra parte, las utilidades netas reportadas a junio 2024 alcanzaron los US\$1,317 miles, mostrando una contracción de 5.15% (-US\$71.5 miles) respecto a junio 2023, como efecto de la disminución en los ingresos de explotación en un -6.81% (-US\$210 miles). Lo anterior influyó en un ajuste de los indicadores de rentabilidad al reportar un retorno sobre activos (ROA) de 66.4% (junio 2023: 67.4%). Asimismo, el retorno patrimonial (ROE) se ubicó en 92.1%, evidenciando una ligera contracción de 3.9 p.p en comparación a junio 2023. La titularizadora continúa mostrando niveles de rentabilidad altos, por encima de su promedio de los últimos cuatro años.

ROA Y ROE (%)						
Rentabilidad	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
<b>ROA</b>	32.8%	37.7%	40.5%	42.0%	67.4%	66.4%
<b>ROE</b>	47.2%	56.2%	58.9%	62.6%	96.0%	92.1%

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

<sup>16</sup> Concejo de Gerentes electo el 17 de enero 2022; con Credencial de Elección del Registro de Comercio al número 58 del Libro 4506 del Registro de Sociedades, del Folio 322 al 324. Fecha de inscripción: 20 de enero 2022

## Estados Financieros No Auditados FOVIAL

BALANCE GENERAL DE FOVIAL (EN MILLONES US\$)						
Componentes	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
FONDOS	43.32	61.49	114.46	76.66	244.53	166.92
INVERSIONES FINANCIERAS	72.79	102.55	115.37	247.56	101.00	160.99
INVERSIONES EN EXISTENCIAS	0.03	0.02	0.02	0.02	0.05	0.07
INVERSIONES EN BIENES DE USO	1.39	1.74	2.17	2.11	2.17	2.11
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>117.53</b>	<b>165.80</b>	<b>232.01</b>	<b>326.35</b>	<b>347.75</b>	<b>330.09</b>
DEPÓSITOS DE TERCEROS	1.38	1.31	1.49	1.08	1.46	9.64
ENDEUDAMIENTO INTERNO	52.45	58.74	124.10	141.59	135.15	142.49
ENDEUDAMIENTO EXTERNO	55.00	50.72	46.44	142.17	144.30	140.03
ACREEDORES FINANCIEROS	48.44	112.60	313.56	245.78	221.92	170.48
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>157.26</b>	<b>223.37</b>	<b>485.59</b>	<b>530.61</b>	<b>502.84</b>	<b>462.64</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
PATRIMONIO	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81
RESULTADO DE EJERCICIOS ANTERIORES	-58.13	-62.55	-80.39	-276.38	-276.38	-227.08
RESULTADO DEL EJERCICIO ACTUAL	-4.42	-17.84	-196.00	49.30	98.48	71.71
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>-39.74</b>	<b>-57.57</b>	<b>-253.58</b>	<b>-204.27</b>	<b>-155.09</b>	<b>-132.55</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>117.52</b>	<b>165.80</b>	<b>232.01</b>	<b>326.35</b>	<b>347.75</b>	<b>330.09</b>

Fuente: FOVIAL. / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS DE FOVIAL (EN MILLONES US\$)						
COMPONENTES	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
FINANCIEROS Y OTROS	2.36	1.22	1.76	10.89	4.32	6.45
POR TRANSFERENCIAS CORRIENTES RECIBIDAS	0.19	0.04	1.66	0.03	209.12	59.42
POR TRANSFERENCIAS DE CAPITAL RECIBIDAS	144.22	186.34	186.74	208.16	125.51	106.54
POR VENTA DE BIENES Y SERVICIOS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	0.49	5.57	7.83	7.20	6.86	0.67
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>147.27</b>	<b>193.17</b>	<b>197.99</b>	<b>226.28</b>	<b>345.81</b>	<b>173.07</b>
INVERSIÓN PÚBLICA	140.40	196.08	372.64	136.88	17.83	26.48
PERSONAL	3.04	3.39	4.18	4.55	2.09	2.12
BIENES DE CONSUMO Y SERVICIOS	0.93	1.26	4.32	10.01	5.77	1.29
INVERSIÓN PÚBLICA FINANCIEROS Y OTROS	0.06	0.04	0.12	0.02	0.01	0.01
FINANCIEROS Y OTROS	6.62	7.04	12.17	24.84	12.24	11.79
POR TRANSFERENCIAS OTORGADAS	0.00	0.01	0.02	0.01	209.11	59.38
COSTOS DE VENTAS Y CARGOS CALCULADOS	0.46	0.50	0.55	0.68	0.29	0.28
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	0.17	2.68	0.00	0.00	0.00	0.01
<b>GASTOS TOTALES</b>	<b>151.68</b>	<b>211.00</b>	<b>393.99</b>	<b>176.98</b>	<b>247.33</b>	<b>101.36</b>
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>-4.42</b>	<b>-17.84</b>	<b>-196.00</b>	<b>49.30</b>	<b>98.48</b>	<b>71.71</b>

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

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

BALANCE GENERAL HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA (US\$ MILES)						
COMPONENTE	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24	
EFFECTIVO Y SUS EQUIVALENTES	0	0	0	0	0	0
BANCOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS	3,580	4,350	1,741	3,468	2,771	
INVERSIONES FINANCIERAS	143	222	2,372	122	472	
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	1,008	528	1,633	373	546	
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR RELACIONADAS	71	91	129	94	113	
RENDIMIENTOS POR COBRAR	-	1	10	1	1	
IMPUESTOS	92	97	94	50	47	
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>4,894</b>	<b>5,289</b>	<b>5,980</b>	<b>4,108</b>	<b>3,950</b>	
MUEBLES	10	13	12	10	13	
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4,904</b>	<b>5,301</b>	<b>5,992</b>	<b>4,118</b>	<b>3,963</b>	
CUENTAS POR PAGAR	703	755	887	631	467	
CUENTAS POR PAGAR RELACIONADAS	121	-	-	-	70	
IMPUESTOS POR PAGAR	792	907	1,082	595	567	
DIVIDENDOS POR PAGAR	-	-	-	-	-	
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>1,616</b>	<b>1,663</b>	<b>1,969</b>	<b>1,226</b>	<b>1,104</b>	
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,616</b>	<b>1,663</b>	<b>1,969</b>	<b>1,226</b>	<b>1,104</b>	
CAPITAL	1,200	1,254	1,254	1,254	1,254	
RESERVAS DE CAPITAL	240	251	251	251	251	
RESULTADOS	1,848	2,134	2,518	1,388	1,354	
RESULTADOS ACUMULADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	-	-	-	-	38	
RESULTADOS DEL PRESENTE PERIODO	1,848	2,134	2,518	1,388	1,316	
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>3,288</b>	<b>3,639</b>	<b>4,023</b>	<b>2,893</b>	<b>2,859</b>	
<b>TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO</b>	<b>4,904</b>	<b>5,301</b>	<b>5,992</b>	<b>4,118</b>	<b>3,963</b>	
<b>CUENTAS CONTINGENTES DE COMPROMISO DEUDORAS</b>	<b>786,028</b>	<b>948,633</b>	<b>1,078,593</b>	<b>990,500</b>	<b>1,101,516</b>	
OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	786,028	948,633	1,078,593	990,500	1,101,516	
<b>TOTAL</b>	<b>786,028</b>	<b>948,633</b>	<b>1,078,593</b>	<b>990,500</b>	<b>1,101,516</b>	
<b>CUENTAS CONTINGENTES Y DE COMPROMISOS</b>	<b>786,028</b>	<b>948,633</b>	<b>1,078,593</b>	<b>990,500</b>	<b>1,101,516</b>	
RESPONSABILIDAD POR OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	786,028	948,633	1,078,593	990,500	1,101,516	
<b>TOTAL</b>	<b>786,028</b>	<b>948,633</b>	<b>1,078,593</b>	<b>990,500</b>	<b>1,101,516</b>	

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

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

COMPONENTE	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
<b>INGRESOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>5,102</b>	<b>5,651</b>	<b>5,737</b>	<b>3,084</b>	<b>2,874</b>
INGRESOS POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	5,102	5,651	5,737	3,084	2,874
<b>COSTOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>2,546</b>	<b>2,659</b>	<b>2,250</b>	<b>1,170</b>	<b>1,029</b>
GASTOS DE OPERACIÓN POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	900	700	158	94	1
GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN Y DE PERSONAL DE OPERACIONES DE TITULARIZACIÓN	1,642	1,956	2,089	1,075	1,027
GASTOS POR DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO POR OPERACIONES CORRIENTES	3	3	3	1	1
<b>RESULTADOS DE OPERACIÓN</b>	<b>2,556</b>	<b>2,991</b>	<b>3,487</b>	<b>1,914</b>	<b>1,845</b>
<b>INGRESOS FINANCIEROS</b>	<b>84</b>	<b>71</b>	<b>112</b>	<b>68</b>	<b>39</b>
INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS	2	36	99	59	28
INGRESOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	82	35	13	9	11
OTROS INGRESOS FINANCIEROS	0	0	-	-	-
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	-	-	-	-	-
GASTOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	0	0	0	0	0
OTROS GASTOS FINANCIEROS	-	10	-	-	-
PÉRDIDAS EN VENTA DE ACTIVOS	-	-	-	-	-
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>2,640</b>	<b>3,052</b>	<b>3,599</b>	<b>1,981</b>	<b>1,884</b>
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	792	907	1,082	595	567
<b>RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>1,848</b>	<b>2,145</b>	<b>2,517</b>	<b>1,387</b>	<b>1,317</b>
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	-	-	1	1	-
<b>RESULTADOS NETOS DEL PERIODO</b>	<b>1,848</b>	<b>2,145</b>	<b>2,518</b>	<b>1,388</b>	<b>1,317</b>

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

**Estados Financieros no Auditados FTHVFOV04**

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

COMPONENTES	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
BANCOS	3.31	3.47	2.51	2.04
CARTERA DE INVERSIONES	-	-	-	1.53
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	8.63	16.03	12.52	14.46
RENDIMIENTOS POR COBRAR	-	-	-	0.02
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>11.95</b>	<b>19.49</b>	<b>15.04</b>	<b>18.05</b>
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	1,360.12	1,337.14	1,348.61	1,329.52
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1,360.12</b>	<b>1,337.14</b>	<b>1,348.61</b>	<b>1,329.52</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1,372.07</b>	<b>1,356.63</b>	<b>1,363.64</b>	<b>1,347.57</b>
DOCUMENTOS POR PAGAR	535.17	477.75	485.23	474.25
COMISIONES POR PAGAR	0.01	0.01	0.01	0.01
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	0.05	0.05	0.04	0.04
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	0.15	0.19	0.22	0.20
RETENCIONES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	0.00	-	-	-
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3.77	4.16	2.45	2.87
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>539.15</b>	<b>482.15</b>	<b>487.95</b>	<b>477.36</b>
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	59.76	114.05	109.26	116.22
INGRESOS DIFERIDOS	748.43	707.58	727.44	687.30
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>808.20</b>	<b>821.63</b>	<b>836.70</b>	<b>803.52</b>
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	-	24.72	24.72	52.85
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	24.72	28.13	14.27	13.84
<b>EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN</b>	<b>24.72</b>	<b>52.85</b>	<b>38.99</b>	<b>66.69</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,372.07</b>	<b>1,356.63</b>	<b>1,363.64</b>	<b>1,347.57</b>

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

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

COMPONENTES	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACION	29.17	38.81	19.41	19.37
INGRESOS POR INVERSIONES	-	-	-	0.02
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>29.17</b>	<b>38.81</b>	<b>19.41</b>	<b>19.39</b>
POR ADMINISTRACION Y CUSTODIA	0.96	1.2	0.81	0.34
POR CLASIFICACION DE RIESGO	0.07	0.04	0.02	0.02
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	0	0	0	0.00
POR SERVICIO DE LA EVALUACION	0.02	-	-	-
POR HONORARIOS PROFESIONALES	0.1	0.1	0.09	0.01
<b>TOTAL GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACION</b>	<b>1.15</b>	<b>1.35</b>	<b>0.93</b>	<b>0.38</b>
GASTOS FINANCIEROS	2.86	8.94	3.88	5.15
OTROS GASTOS	0.45	0.39	0.33	0.02
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>4.46</b>	<b>10.67</b>	<b>5.14</b>	<b>5.55</b>
<b>EXCEDENTE DEL EJERCICIO</b>	<b>24.72</b>	<b>28.13</b>	<b>14.27</b>	<b>13.84</b>

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

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

Periodo	Cesión	Periodo	Cesión	Periodo	Cesión	Periodo	Cesión
1	\$5,742,000.00	61	\$5,742,000.00	121	\$5,742,000.00	181	\$5,742,000.00
2	\$5,742,000.00	62	\$5,742,000.00	122	\$5,742,000.00	182	\$5,742,000.00
3	\$5,742,000.00	63	\$5,742,000.00	123	\$5,742,000.00	183	\$5,742,000.00
4	\$5,742,000.00	64	\$5,742,000.00	124	\$5,742,000.00	184	\$5,742,000.00
5	\$5,742,000.00	65	\$5,742,000.00	125	\$5,742,000.00	185	\$5,742,000.00
6	\$5,742,000.00	66	\$5,742,000.00	126	\$5,742,000.00	186	\$5,742,000.00
7	\$5,742,000.00	67	\$5,742,000.00	127	\$5,742,000.00	187	\$5,742,000.00
8	\$5,742,000.00	68	\$5,742,000.00	128	\$5,742,000.00	188	\$5,742,000.00
9	\$5,742,000.00	69	\$5,742,000.00	129	\$5,742,000.00	189	\$5,742,000.00
10	\$5,742,000.00	70	\$5,742,000.00	130	\$5,742,000.00	190	\$5,742,000.00
11	\$5,742,000.00	71	\$5,742,000.00	131	\$5,742,000.00	191	\$5,742,000.00
12	\$5,742,000.00	72	\$5,742,000.00	132	\$5,742,000.00	192	\$5,742,000.00
13	\$5,742,000.00	73	\$5,742,000.00	133	\$5,742,000.00	193	\$5,742,000.00
14	\$5,742,000.00	74	\$5,742,000.00	134	\$5,742,000.00	194	\$5,742,000.00
15	\$5,742,000.00	75	\$5,742,000.00	135	\$5,742,000.00	195	\$5,742,000.00
16	\$5,742,000.00	76	\$5,742,000.00	136	\$5,742,000.00	196	\$5,742,000.00
17	\$5,742,000.00	77	\$5,742,000.00	137	\$5,742,000.00	197	\$5,742,000.00
18	\$5,742,000.00	78	\$5,742,000.00	138	\$5,742,000.00	198	\$5,742,000.00
19	\$5,742,000.00	79	\$5,742,000.00	139	\$5,742,000.00	199	\$5,742,000.00
20	\$5,742,000.00	80	\$5,742,000.00	140	\$5,742,000.00	200	\$5,742,000.00
21	\$5,742,000.00	81	\$5,742,000.00	141	\$5,742,000.00	201	\$5,742,000.00
22	\$5,742,000.00	82	\$5,742,000.00	142	\$5,742,000.00	202	\$5,742,000.00
23	\$5,742,000.00	83	\$5,742,000.00	143	\$5,742,000.00	203	\$5,742,000.00
24	\$5,742,000.00	84	\$5,742,000.00	144	\$5,742,000.00	204	\$5,742,000.00
25	\$5,742,000.00	85	\$5,742,000.00	145	\$5,742,000.00	205	\$5,742,000.00
26	\$5,742,000.00	86	\$5,742,000.00	146	\$5,742,000.00	206	\$5,742,000.00
27	\$5,742,000.00	87	\$5,742,000.00	147	\$5,742,000.00	207	\$5,742,000.00
28	\$5,742,000.00	88	\$5,742,000.00	148	\$5,742,000.00	208	\$5,742,000.00
29	\$5,742,000.00	89	\$5,742,000.00	149	\$5,742,000.00	209	\$5,742,000.00
30	\$5,742,000.00	90	\$5,742,000.00	150	\$5,742,000.00	210	\$5,742,000.00
31	\$5,742,000.00	91	\$5,742,000.00	151	\$5,742,000.00	211	\$5,742,000.00
32	\$5,742,000.00	92	\$5,742,000.00	152	\$5,742,000.00	212	\$5,742,000.00
33	\$5,742,000.00	93	\$5,742,000.00	153	\$5,742,000.00	213	\$5,742,000.00
34	\$5,742,000.00	94	\$5,742,000.00	154	\$5,742,000.00	214	\$5,742,000.00
35	\$5,742,000.00	95	\$5,742,000.00	155	\$5,742,000.00	215	\$5,742,000.00
36	\$5,742,000.00	96	\$5,742,000.00	156	\$5,742,000.00	216	\$5,742,000.00
37	\$5,742,000.00	97	\$5,742,000.00	157	\$5,742,000.00	217	\$5,742,000.00
38	\$5,742,000.00	98	\$5,742,000.00	158	\$5,742,000.00	218	\$5,742,000.00
39	\$5,742,000.00	99	\$5,742,000.00	159	\$5,742,000.00	219	\$5,742,000.00
40	\$5,742,000.00	100	\$5,742,000.00	160	\$5,742,000.00	220	\$5,742,000.00
41	\$5,742,000.00	101	\$5,742,000.00	161	\$5,742,000.00	221	\$5,742,000.00
42	\$5,742,000.00	102	\$5,742,000.00	162	\$5,742,000.00	222	\$5,742,000.00
43	\$5,742,000.00	103	\$5,742,000.00	163	\$5,742,000.00	223	\$5,742,000.00
44	\$5,742,000.00	104	\$5,742,000.00	164	\$5,742,000.00	224	\$5,742,000.00
45	\$5,742,000.00	105	\$5,742,000.00	165	\$5,742,000.00	225	\$5,742,000.00
46	\$5,742,000.00	106	\$5,742,000.00	166	\$5,742,000.00	226	\$5,742,000.00
47	\$5,742,000.00	107	\$5,742,000.00	167	\$5,742,000.00	227	\$5,742,000.00
48	\$5,742,000.00	108	\$5,742,000.00	168	\$5,742,000.00	228	\$5,742,000.00
49	\$5,742,000.00	109	\$5,742,000.00	169	\$5,742,000.00	229	\$5,742,000.00
50	\$5,742,000.00	110	\$5,742,000.00	170	\$5,742,000.00	230	\$5,742,000.00
51	\$5,742,000.00	111	\$5,742,000.00	171	\$5,742,000.00	231	\$5,742,000.00
52	\$5,742,000.00	112	\$5,742,000.00	172	\$5,742,000.00	232	\$5,742,000.00
53	\$5,742,000.00	113	\$5,742,000.00	173	\$5,742,000.00	233	\$5,742,000.00
54	\$5,742,000.00	114	\$5,742,000.00	174	\$5,742,000.00	234	\$5,742,000.00
55	\$5,742,000.00	115	\$5,742,000.00	175	\$5,742,000.00	235	\$5,742,000.00
56	\$5,742,000.00	116	\$5,742,000.00	176	\$5,742,000.00	236	\$5,742,000.00
57	\$5,742,000.00	117	\$5,742,000.00	177	\$5,742,000.00	237	\$5,742,000.00
58	\$5,742,000.00	118	\$5,742,000.00	178	\$5,742,000.00	238	\$5,742,000.00
59	\$5,742,000.00	119	\$5,742,000.00	179	\$5,742,000.00	239	\$5,742,000.00
60	\$5,742,000.00	120	\$5,742,000.00	180	\$5,742,000.00	240	\$5,742,000.00

*Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR*

**Nota sobre información empleada para el análisis**

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

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