

**FONDO DE TITULARIZACIÓN –RICORP TITULARIZADORA – FOVIAL - FTRTFOV 03
VALORES DE TITULARIZACIÓN**

Con Estados Financieros no auditados al 30 de junio de 2017		Fecha de Comité: 26 de octubre de 2017
Comité Ordinario N° 49/2017		San Salvador, El Salvador
Wilfredo Vásquez /Analista Titular	(503) 2266-9471	wvasquez@ratingspcr.com
Juan Fernando Díaz / Analista Soporte	(503) 2266-9471	jfdiaz@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Clasificado ¹	Clasificación	Perspectiva
Valores de Titularización Ricorp Titularizadora FOVIAL 03		
Tramo 1	AAA	Estable
Tramo 2	AAA	Estable

Significado de la Clasificación

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

Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo² 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 la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos.”

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

Racionalidad

En Comité Ordinario de clasificación de riesgo, PCR decidió ratificar por unanimidad la clasificación de “AAA” Perspectiva “Estable” para los Valores de Titularización Ricorp Titularizadora FOVIAL 03.

La clasificación de Valores de Titularización Ricorp Titularizadora FOVIAL 03 se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización, debido a la estabilidad en los ingresos provenientes de la contribución vial, respaldados a través de un Decreto Legislativo, que le permite mantener una holgada cesión. Adicionalmente, el Fondo cuenta con una estructura legal y resguardos financieros que fortalece la emisión.

Perspectiva

Estable

¹ Metodología de clasificación de riesgo de deuda titulizada de Pacific Credit Rating.

² Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de “NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO” (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Resumen Ejecutivo

- **Estabilidad de los flujos provenientes de la contribución vial.** A junio de 2017 los ingresos percibidos del FOVIAL provienen principalmente de la contribución vial, los cuales corresponden a la Contribución Especial de US\$0.20 por cada galón de combustible, que reportaron un crecimiento de 3.2% respecto a junio de 2016. Lo anterior fue favorecido por la disminución en el precio promedio del combustible y la mayor demanda en los galones presentando un crecimiento de 4.68% al período en estudio.
- **Decreto legislativo aprobado por la asamblea legislativa de el Salvador.** Mediante el Decreto Legislativo N°110 aprobado en el 2012, establece que el FOVIAL puede utilizar hasta el 20% de sus ingresos para garantizar el pago del fondo con el propósito de financiar proyectos de mejora en la red vial de El Salvador. A junio de 2017, la cesión de flujos del FTRTFOV 03 representó 1.49% del total de ingresos y 13.87% en conjunto a los tres fondos emitidos.
- **Resguardos adicionales de la emisión.** La emisión cuenta con una Cuenta Restringida que tendrá acumulado un saldo mínimo de una cuota mensual de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores y además cuenta con una Orden Irrevocable de Retención y Transferencias establecidas por medio de un contrato suscrito entre el Originador y Ministerio de Hacienda de El Salvador que garantiza las transferencias de los flujos futuros a ceder.
- **Resguardos financieros.** Durante la vigencia de la emisión se estableció el resguardo de endeudamiento medido por los ingresos totales sobre el endeudamiento total, no debiendo sobrepasar los 2.4 veces. De acuerdo al modelo establecido, las obligaciones no logran superar dicho indicador. A junio de 2017, la relación de endeudamiento se ubicó en 1.36 veces por debajo de dicho resguardo.

Resumen de la Estructura de Titularización

Cuadro 1: Datos básicos de la Emisión - FTRTFOV 03	
Emisor	: Fondo de Titularización –Ricorp Titularizadora – FOVIAL - FTRTFOV 03
Originador	: Fondo de Conservación Vial, FOVIAL
Sociedad de Titularización	: Ricorp Titularizadora, S.A.,
Clase de Valor	: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – FOVIAL Cero Tres, cuya abreviación es VTRTFOV 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 FTRTFOV 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 FTRTFOV 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 FTRTFOV 03, administrado por Ricorp Titularizadora, S.A., la cual no debe ser menor a la próxima cuota de capital y/o intereses a pagarse a los Tenedores de Valores.
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 FTRTFOV 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: Ricorp Titularizadora, S.A. / Elaboración: PCR

Instrumentos Clasificados

Las características de los instrumentos clasificados son:

Cuadro 2: Detalle de la Emisión	
Denominación del Tramo	VTRTFOV 03
Monto del Tramo	Hasta US\$25,000,000.00
Plazo de la emisión	Hasta 180 meses
Tasas de Interés	Tramo 1: 6.75%. Tramo 2: 6.00% Las tasas de interés serán fijas por la totalidad del plazo.
Periodicidad de Pago de Intereses	Los intereses se pagarán trimestralmente, a partir de la primera fecha establecida de pago.

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A. / Elaboración: PCR

El monto de la emisión del fondo de titularización es por US \$25 millones con un plazo de hasta ciento ochenta (180) meses; la cual será colocada en dos tramos. La negociación de la emisión fue por oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa.

El capital se amortiza trimestralmente al igual que los intereses. La amortización del capital cuenta con un período de gracia de un año en el tramo más largo, medio año en el tramo dos y para el tramo 3 no cuenta con período de gracia. El Capital más intereses se pagarán a partir de la fecha de colocación a través del procedimiento establecido por la Central De Depósito De Valores, S.A. DE C.V.

Los fondos obtenidos por la negociación de la presente emisión fueron invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de derechos sobre Flujos Financieros Futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos percibidos a partir de la fecha de corte por FOVIAL.

Se entenderán como flujos financieros futuros, aquellos ingresos percibidos a partir de la fecha de corte por FOVIAL provenientes de: las transferencias de recursos que anualmente se consignan en el presupuesto general 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.

Características de los Tramos

La emisión se encuentra colocada en dos tramos, por un valor total de US\$25.0 millones descritos a continuación:

Cuadro 3: Características de los Tramos				
Estado	Denominación del Tramo	Monto del Tramo	Plazo de la Emisión	Tasa a Pagar
Emitido	Tramo 1	US\$ 17,500,000	168 meses	6.75%
Emitido	Tramo 2	US\$ 7,500,000	72 meses	6.00%

Fuente: Ricorp Titularizadora / Elaboración: PCR

Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros

Mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión y Administración, FOVIAL cederá de manera irrevocable a título oneroso y realizará la tradición a Ricorp Titularizadora, S.A., en su calidad de administradora del Fondo FTRTFOV 03 de todos los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción ingresos percibidos

mensualmente por FOVIAL descritos en el apartado anterior, hasta un monto de US\$ 38,753,632.01 que serán entregados al FTRTFOV 03, en montos mensuales y sucesivos a partir de la colocación en el mercado bursátil de los valores emitidos con cargo al Fondo FTRTFOV 03. Los montos establecidos están libres de cualquier impuesto presente o que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo a FOVIAL el pago a la administración tributaria o a la autoridad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso le aplicasen.

Descripción de los Flujos Futuros

La cesión de los Flujos Futuros será en 180 pagos mensuales por un máximo de US\$ 38,143,350.38. Los flujos futuros cedidos de ingresos libres de impuestos están conformados por ingresos percibidos por el Originador, como se han descrito en los apartados anteriores. Los montos establecidos son libres de cualquier impuesto presente o que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo al FOVIAL, el pago 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.

Los flujos futuros serán recolectados por el Ministerio de Hacienda, a través de la Colecturía Central de Impuestos Fiscales, cobrados a las refinerías e importadores de combustibles; y será el Ministerio de Hacienda quien, a través de la Orden Irrevocable de Retención y Transferencia, realice la transferencia a la cuenta colectora del banco administrador que inicialmente será Banco Davivienda Salvadoreño, S.A.

Operatividad de la Estructura de Titularización

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

- Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización.
- Cuenta Restringida del Fondo de Titularización.
- Cuenta Colectora a nombre del Fondo de Titularización

FOVIAL instruirá al Ministerio de Hacienda (a través de un 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.

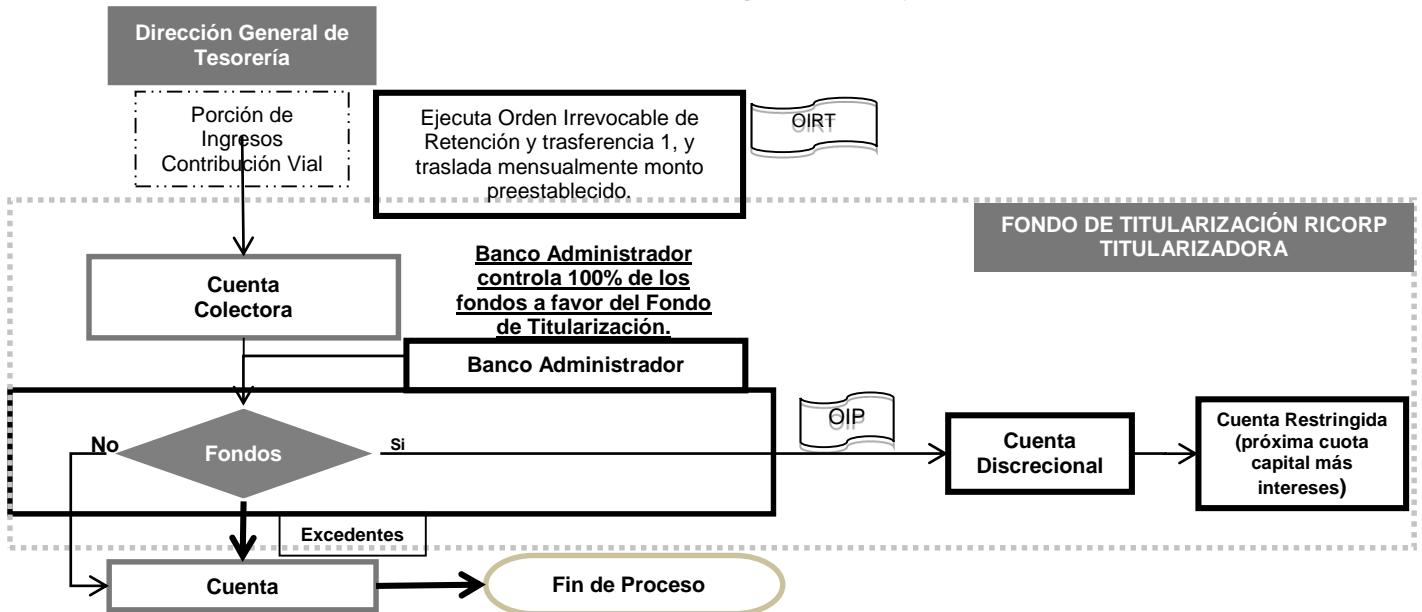
La Cuenta Colectora es administrada por el Banco Administrador de acuerdo a contrato firmado por el Banco, La Titularizadora y FOVIAL, y cuenta con los fondos que se mencionan en el párrafo anterior.

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:

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

Gráfico No. 1
Mecanismo de asignación de flujos

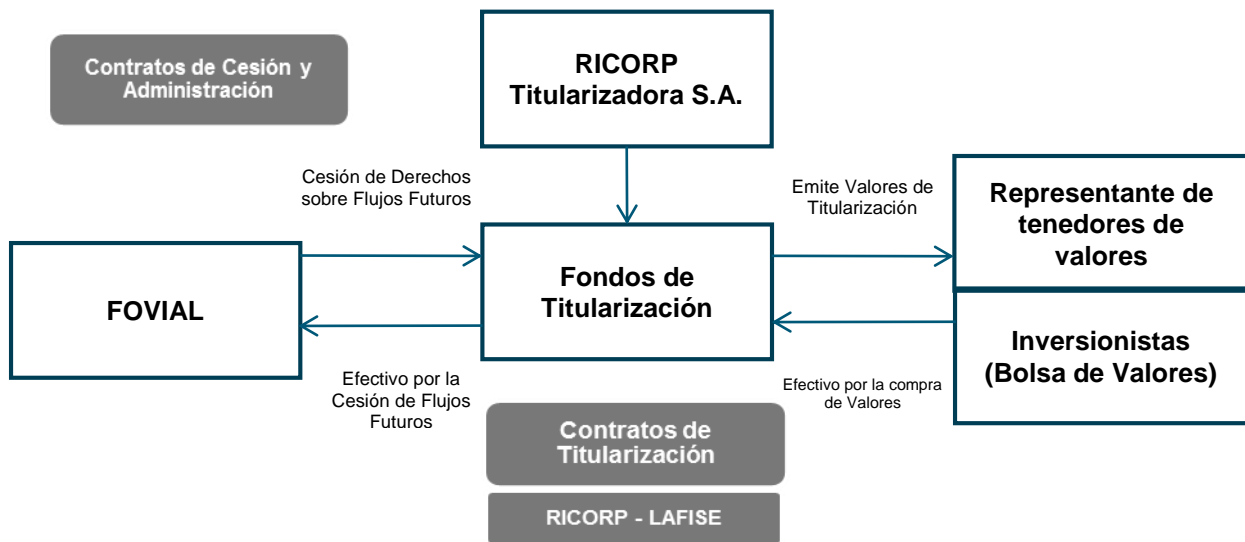


Fuente: Ricorp Titularizadora / Elaboración: PCR

Operación Mensual del Fondo

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

Gráfico No. 2
Diagrama de la estructura



Fuente: Ricorp Titularizadora / Elaboración: PCR

Procedimiento en Caso de Mora

Si 10 días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y/o capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda.

Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y/o principal próxima siguiente de la presente emisión, se le notificará inmediatamente al originador para que este proceda a depositar en la Cuenta Restringida los fondos faltantes y si no lo hace en los 10 días siguientes a la notificación, entonces habrá lugar a una situación de mora.

Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

Redención anticipada

En el año quinto y décimo de la emisión, los Valores de Titularización – Títulos de Deuda podrán ser redimidos total o parcialmente en forma anticipada, a un precio igual al que sea mayor entre:(1) el cien por ciento del principal vigente de los títulos a redimir más sus intereses devengados y no pagados; o (2) la suma del valor presente de los pagos futuros de principal e intereses restantes hasta el vencimiento de la emisión descontados a la fecha de redención a la tasa aplicable de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América de diez años más doscientos puntos básicos en caso que el plazo de vencimiento remanente de los títulos valores sea mayor a cinco años y a la tasa aplicable de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América de cinco años más doscientos puntos básicos en caso que el plazo de vencimiento remanente de los títulos valores sea menor o igual a cinco años; en ambos casos más intereses devengados y no pagados; con un pre aviso mínimo de ciento veinte días de anticipación el cual será comunicado a la Superintendencia del Sistema Financiero, a la Bolsa de Valores de El Salvador, a CEDEVAL S.A. de C.V. y al Representante de Tenedores.

La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de Ricorp Titularizadora, S.A. a solicitud del Originador, debiendo realizarse a través de CEDEVAL, S.A. de C.V. En caso de redención anticipada, el Fondo de Titularización 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 quince días de anticipación; El monto de capital redimido dejará de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago. En la fecha de redención de los valores, la Titularizadora actuando en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, hará efectivo el pago según los términos y condiciones de los valores emitidos debiendo realizarse por medio de CEDEVAL S.A. de C.V.

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.

Causales de Cesación del Cargo de Representante de los Tenedores de Valores Emitidos

Sin perjuicio de la responsabilidad administrativa y judicial, sea civil o penal, que pudiera serle imputable, el Representante de los Tenedores de Valores emitidos con cargo al Fondo de Titularización podrá ser cesado en su cargo, por cualquiera de las causales siguientes:

- Por incumplimiento de las obligaciones que le impone la Ley de Titularización de Activos, la normativa aplicable y el presente contrato.
- Por no ejercer oportuna y diligentemente las facultades que le confiere la Ley de Titularización de Activos, la normativa aplicable y el presente Contrato
- Por actuaciones u omisiones dolosas o negligentes en el ejercicio de sus obligaciones, deberes o facultades.
- Por concurrir el Representante de los Tenedores en alguna causal de inhabilidad existente con anterioridad o sobreviniente.
- Por incurrir el Representante de los Tenedores en alguna conducta prohibida por la Ley de Titularización de Activos, la normativa aplicable y el presente contrato.
- Por pérdida de confianza.

Caducidad del Plazo de la Emisión

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad establecidas en el Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros, FOVIAL procederá a enterar a la Sociedad Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de US\$ 38,143,350.38 en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establecieron en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores de Valores a efecto de que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del Artículo 76 de la Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente emisión.

En este caso, la Titularizadora deberá proceder a enterar de inmediato a los Tenedores de Valores, la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por FOVIAL, hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de Valores de manera inmediata a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero. En el caso de presentarse alguna de las causales de caducidad, corresponderá al Representante de los Tenedores convocar a una Junta General de Tenedores a fin de informarlos de la situación e iniciar las acciones correspondientes.

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, en opinión de PCR, hace 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, 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.

Perfil de la Titularizadora

RICORP Titularizadora, Sociedad Anónima, fue constituida el día 11 de agosto de 2011, la clasificación favorable fue otorgada por el Superintendente del Sistema Financiero del 23 de agosto de 2011. La finalidad de RICORP Titularizadora es constituir, integrar y administrar Fondos de Titularización de conformidad con la Ley de Titularización de Activos, y emitir valores con cargo a dichos Fondos.

Accionistas y Junta Directiva

En el siguiente cuadro se detallan los principales accionistas y directivos de RICORP Titularizadora, S.A.:

Cuadro 4: Accionistas	
Accionista	Participación Accionaria
RICORP S.A. de C.V.	99.9999 %
José Carlos Bonilla Larreynaga	0.0001 %
Total	100%

Fuente: RICORP Titularizadora S.A. / Elaboración: PCR

En sesión de Junta General Ordinaria de Accionista con fecha de 15 de febrero de 2013 se acordó elegir la junta directiva para un período de 3 años.

Cuadro 5: Junta Directiva	
Director	Cargo
Rolando Arturo Duarte Schlageter	Presidente
Javier Ernesto Simán Dada	Vicepresidente
José Carlos Bonilla Larreynaga	Secretario
Juan Alberto Valiente Álvarez	Propietario
Carlos Lionel Mejía Cabrera	Propietario
Víctor Silhy Zacarías	Propietario
Enrique Borgo Bustamante	Propietario
José Miguel Carbonell Belismelis	Suplente
Francisco Javier Enrique Duarte Schlageter	Suplente
Enrique Oñate Muyschondt	Suplente
Miguel Ángel Simán Dada	Suplente
Manuel Roberto Vieytez Valle	Suplente
Ramón Arturo Álvarez López	Suplente
Remo José Bardi Ocaña	Suplente

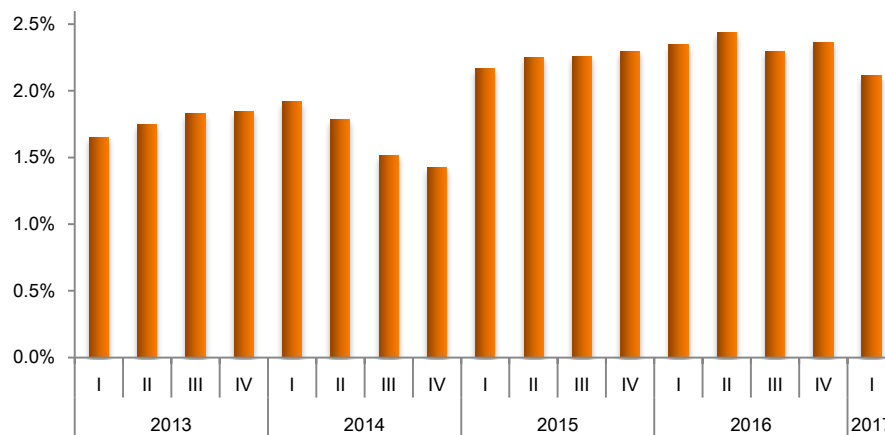
Fuente: RICORP Titularizadora S.A. / Elaboración: PCR

Entorno Económico³

El Producto Interno Bruto a precios constantes registró una variación interanual positiva, pasando de USD 2,550.26 millones en marzo de 2016 a USD 2,609.65 millones en marzo 2017, mayor en USD 59.39 millones. Al cierre del primer trimestre el 2017, el PIB a precios constantes ascendió a 2.33% superior a lo mostrado al mismo período del año anterior. De acuerdo a las perspectivas de crecimiento del BCR⁴, el valor esperado del crecimiento del PIB es 2.5% al cierre de 2017; asimismo, el FMI⁵ mostró una proyección similar de crecimiento del PIB salvadoreño de 2.6% al cierre del año 2017.

Al considerar la participación de cada actividad económica dentro del PIB, la mayor contribución fue dada principalmente por el dinamismo en los rubros de: Comercio, Restaurantes y Hoteles; Agricultura, Caza, Silvicultura y Pesca; Industria Manufacturera y Minas; Transporte, Almacenaje y Comunicaciones; donde su participación global alcanzó el 65.4% del total.

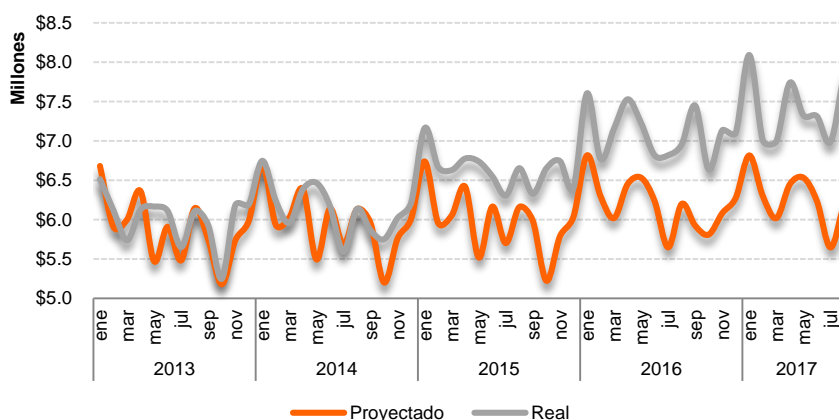
Gráfico No. 3
Variaciones Anuales PIB Constante a marzo de 2017



Fuente: BCR / Elaboración: PCR

En cuanto a la demanda en los galones de combustible a junio de 2017, mostró un resultado por encima de la tasa de crecimiento económico a dicha fecha, con un aumento interanual en galones de 4.68% influenciado por el menor precio en los combustibles fósiles reportados durante el período en estudio. Dado que El Salvador es un país eminentemente importador de combustible fósil, es predecible las proyecciones en los ingresos por contribución vial como se muestra en el siguiente gráfico.

Gráfico No. 4
Ingresos por combustible



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

³ Información histórica proporcionada por el BCR, con cifras actualizadas a la fecha del reporte.

⁴ Proyección realizada por el Banco Central de Reserva de El Salvador, correspondiente a valor esperado dentro del rango 2.1% - 2.6%.

⁵ FMI, Perspectivas de la economía mundial, Abril 2016.

Análisis del Originador

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 a la Ley de Conservación Vial No. 208.
- Aportes extraordinarios que por cualquier concepto le otorgue el estado.
- Las transferencias de recursos que anualmente se consignen en el presupuesto general del estado.
- Los pagos por derechos y multas, establecidos en el Decreto Legislativo 504, "Ley de derechos fiscales por la circulación de vehículos. (De acuerdo a reformas vigentes a partir del 16 de julio de 2012).

Gobierno Corporativo del Originador

FOVIAL es una entidad autónoma del Estado de El Salvador, y como tal, su patrimonio pertenece en su totalidad al estado salvadoreño, sin tener accionistas individuales. Asimismo, FOVIAL se rige por su la Ley del Fondo de Conservación Vial, emitida y regulada por la Asamblea Legislativa de El Salvador.

La institución posee Leyes y Reglamentos en la cual se basa la gestión del Consejo Directivo que es liderado por Sr. Gerson Martínez quien lleva 7 años al frente del Ministerio de Obras Públicas y su equipo de colaboradores que poseen amplia experiencia.

Las Leyes y Reglamentos de FOVIAL son:

- | | |
|--|---|
| • Constitución de la República | • Normas técnicas de Control Interno Específicas de FOVIAL. |
| • Ley del FOVIAL. | • Reglamento de la Ley de Adquisiciones y Contrataciones. |
| • Ley de Corte Cuentas. | • Reglamento de la Ley de FOVIAL. |
| • Ley Orgánica de Administración Financiera. | • Reglamento de la Ley Orgánica de la Administración. |
| • Ley de Adquisiciones y Contrataciones. | |
| • Ley Orgánica de Administración Financiera. | |

Como órgano estatal, FOVIAL se encuentra regido bajo las disposiciones de la Ley de Acceso a la Información Pública (LAIP) y la Ley de Adquisiciones y Contrataciones de la Administración Pública (LACAP), lo cual obliga a mantener la adecuada transparencia en sus operaciones. En relación a la Gestión Integral de Riesgos, el cumplimiento de las políticas y procedimientos de acuerdo a PCR es aceptable, dando el seguimiento de las mismas en el Plan Operativo Anual (POA) por medio de las áreas de gestión detalladas a continuación:

- | | | |
|--------------------|--------------------------------------|------------------------------|
| • UACI | • Gerencia Financiera administrativa | • Asesoría de Comunicaciones |
| • Asesoría Systems | • Gerencia de Planificación | • Asesoría de Calidad |
| • Legal | | |
| • Gerencia Técnica | | |

Consejo Directivo y Plana Gerencial

PCR considera que tanto la Junta Directiva como la Plana Gerencial poseen experiencia en el sector, el cual se detalla a continuación:

Cuadro 6: Consejo Directivo de FOVIAL	
Director	Cargo
Sr. Gerson Martínez	Ministro de Obras Públicas
Manuel Orlando Quinteros Aguilar	Presidente de FOVIAL
Eliud Ulises Ayala Zamora	Vicepresidente
Francisco Rubén Alvarado Fuentes	Director Propietario
Ricardo Antonio Ballesteros Andino	Director Propietario
Rene Mauricio Guardado Rodríguez	Director Propietario
María Ana Margarita Salinas de García	Director Suplente
Francisco Antonio Cornejo Morales	Director Suplente
Felipe Alexander Rivas Villatoro	Secretario

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

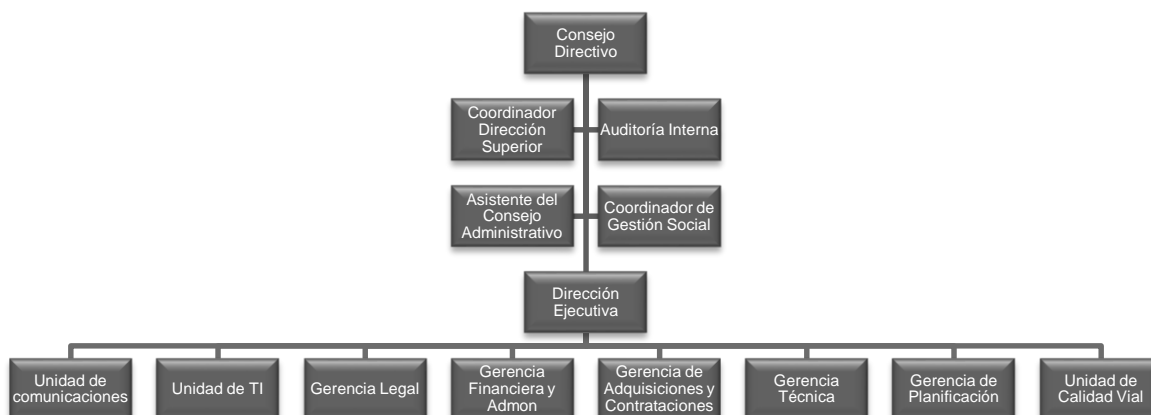
Cuadro 7: Plana Gerencial	
Nombre	Cargo
Felipe Rivas	Director Ejecutivo
Lic. María Alicia Andino	Gerente Legal
Ing. Víctor Iván Orellana López	Asesor de Calidad
Medardo Ovidio Calderón Pérez	Sub Director Ejecutivo
Lic. Filiberto Antonio Vargas Rodríguez	Jefe Unidad de Tecnología y Sistemas de Información
Lic. Nelson Melara	Jefe Unidad de Comunicaciones interino
Norma Lopez	Gerente de Adquisiciones y Contrataciones Interino
Jaime Roberto Escobar Silva	Gerente Financiero y Administrativo
Miguel Napoleón Mendoza Ramírez	Gerente de Planificación
Juan José Tobar	Auditor Interno
Marlon Ruíz	Gerente Técnico

Fuente: Gobierno Abierto / Elaboración: PCR

Organigrama Administrativo de FOVIAL

FOVIAL ha adoptado la siguiente estructura organizativa para gestionar los riesgos:

GRÁFICO NO. 5
ORGANIGRAMA FOVIAL



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Hechos de Importancia

- En mayo de 2017, inició la ejecución de la obra en una de las carreteras más importantes de El Salvador, que conecta el aeropuerto internacional con la ciudad de San Salvador. La obra posee una inversión superior a los US\$ 21 millones, se espera que genera alrededor de 500 empleos directos, y se estima que conductores de más de 60 mil vehículos serán beneficiados con esta obra, la cual tendrá una duración de 12 meses de ejecución.
- Dentro de los compromisos adquiridos por el Gobierno Central para suscribir el FOMILENIO II se encuentra la aprobación de adherir una fuente más de recursos para el mantenimiento de carreteras y vías principales para asegurar una recolección de hasta US\$ 5,533 millones para las próximas dos décadas. Con lo anterior, entre las propuestas se encuentra aumentar la retención del FOVIAL de \$0.20 a \$0.37 por galón o hasta \$0.47, el cobro de peaje al transporte internacional, ocupar el actual Fondo de Estabilización de Fomento Económico (FEFE) o agregar mayor costo a las tarjetas de circulación en función del tamaño del vehículo. A la fecha del reporte, la propuesta se encuentra en evaluación.
- El Ministro de Obras Públicas y presidente del FOVIAL, Gerson Martínez, el 22 de febrero de 2017, hicieron entrega de la obras finales del nuevo túnel Masferrer, ubicado en una de las principales arterias de San Salvador. La obra en su totalidad fue ejecutada con una inversión que supera los \$16.7 millones.
- El 11 de junio de 2015, FOVIAL, a través de Ricorp Titularizadora, lanza al mercado el tramo uno y dos de la emisión de Valores de Titularización, VTRTFOV03, por un total de US\$25.0 millones, de acuerdo con lo autorizado por la Asamblea Legislativa de El Salvador con un rendimiento de 6.75 y a un plazo máximo de 14 años. Con lo anterior el FOVIAL alcanza un monto colocado por US\$ 125 millones.

Análisis Financiero

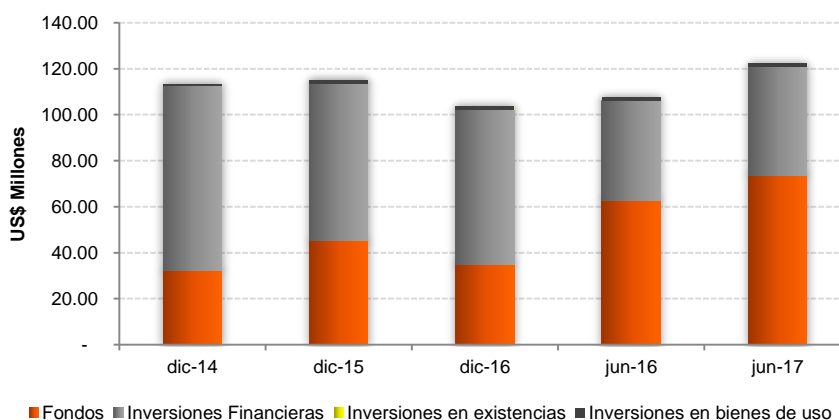
El análisis financiero se ha realizado en base a los Estados Financieros de los últimos cinco cierres de año del Fondo de Conservación Vial (FOVIAL); preparados en conformidad a los Principios de Contabilidad Gubernamental, Dependencia del Ministerio de Hacienda de El Salvador, las cuales son una base contable distinta a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Balance General

Al cierre del primer semestre de 2017, se registró un crecimiento de 13.68% (+US\$ 18.55 millones), resultado del aumento en los fondos disponibles y las inversiones financieras por el orden de US\$ 10.84 millones y US\$ 3.76 millones respectivamente, que obedeció a los anticipos de fondos y la inversiones temporales. En este sentido, a medida se ejecuten las obras programadas el saldo de las inversiones disminuye de igual forma los Fondos disponibles en caja y bancos, luego de concluidas las obras en una de las principales arterias de San Salvador. Por su parte, las inversiones en bienes de uso a junio de 2017, no registró importantes movimientos al pasa de US\$ 1.39 millones a US\$ 1.48 millones, de acuerdo al Decreto Legislativo N° 933, estableciendo la declaración de desuso, desafectación y transferencia por Ministerio de Ley al FOVIAL para instalar en éstas las oficinas administrativas.

En términos de estructura de los activos, las inversiones financieras y los fondos disponibles representan la mayoría del total de activo del FOVIAL por 60.29% y 38.47%, respetivamente y en conjunto totalizan los US\$ 102.73 millones.

Gráfico No. 6
Estructura del Activo



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Cuadro 8: Estructura del Activo (Millones US\$)					
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Fondos	32.39	45.11	34.93	62.86	73.70
Inversiones Financieras	80.25	68.58	67.27	43.27	47.03
Inversiones en existencias	0.02	0.03	0.02	0.01	0.03
Inversiones en bienes de uso	0.54	1.38	1.48	1.39	1.48
Activo Total	113.20	115.10	103.69	107.53	122.24

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Estructura de Pasivos y Patrimonio

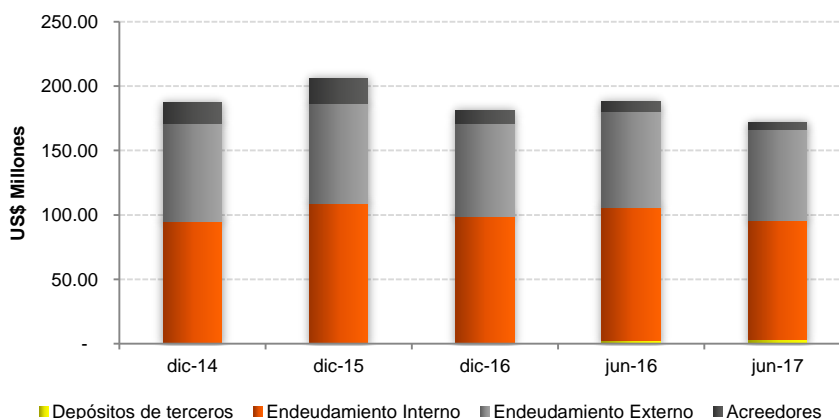
El pasivo del FOVIAL, al período en estudio fue de US\$ 172.07 millones y se encuentra conformado por cuatro fuentes principales: endeudamiento externo, que se refiere a los créditos contratados por el Estado en dinero o bienes, con personas naturales o jurídicas sin residencia ni domicilio en el país; por los depósitos de terceros, que son las obligaciones por fondos a rendir cuenta, recibidos de terceros, a cuenta de bienes o servicios futuros a suministrar; acreedores financieros, que comprende las cuentas que de los acreedores por pagos provisionales dispuestos por normas legales incluidas las provisiones de mantenimiento periódico y rutinario, señalización vial y obras de paso y mantenimiento de caminos rurales representados por contratos que una vez ejecutados son disminuidos de dicha cuenta; y endeudamiento interno.

El principal componente del pasivo es el endeudamiento interno, con el 53.89% de participación al 30 de junio de 2017 y corresponden parcialmente a los valores de titularización emitidos. Al período analizado, se registró un decremento interanual de 10.11% pasando de US\$ 103.15 millones en junio de 2016 a US\$ 92.72 millones en 2017, lo que corresponde al pago del cumplimiento de sus obligaciones con el fondo de titularización. Cabe señalar a diciembre de 2015 presentó una variación en 15.5% respecto a diciembre de 2014, cuando emitió el tercer Fondo (FTRTFOV 03) a un plazo de 14 años.

El segundo componente en orden de importancia es el endeudamiento externo, con un 41.01% de participación al 30 de junio de 2017. Lo anterior se compone por la línea de crédito con el Banco Centroamericano de Integración Económica, que fue contratado el 31 de agosto de 2007, por un monto inicial de US\$ 60.0 millones con un plazo de vencimiento de 25 años. Esta cuenta mostró una reducción de US\$ 4.28 millones (--5.71%).

Por su parte, los acreedores financieros pasan de US\$ 7.51 millones en junio de 2016 a US\$ 5.67 millones en junio de 2017, un decremento interanual de 24.54%, como resultado del pago a sus proveedores luego de concluidas las obras del túnel Masferrer.

Gráfico No. 7
Estructura del Pasivo



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Cuadro 9: Estructura del Pasivo (Millones US\$)					
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Depósitos de terceros	0.91	0.71	0.69	2.50	3.11
Endeudamiento Interno	93.79	108.36	97.94	103.15	92.72
Endeudamiento Externo	76.18	76.98	72.71	74.85	70.57
Acreedores	16.32	19.78	9.90	7.51	5.67

Pasivo Total	187.21	205.83	181.23	188.00	172.07
---------------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Con respecto al patrimonio del FOVIAL, este se mantiene compuesto esencialmente por la participación del Estado en la institución y totaliza los US\$ 22.81 millones, luego que a diciembre de 2015 experimentó una variación interanual en 3.91% que resultó de la incorporación del bien inmueble trasferidos por el Ministerio de Ley al dominio de FOVIAL de conformidad al artículo 27, numeral 7) de la Ley del Fondo de Conservación Vial. Por su parte, los resultados acumulados y del presente ejercicio, en conjunto, continúan reflejando saldos negativos por US\$ 72.64 millones que obedece principalmente a bienes de uso público que el FOVIAL tiene como principal actividad el mantenimiento y conservación de la red vial, con lo anterior las inversiones en los proyectos se reconocen como gastos de gestión.

Dentro del Patrimonio, la cuenta de detrimento patrimonial constituye todas las disminuciones en los recursos, por pérdidas o daños, que no pueden ser asignadas por responsabilidad administrativa o legal que al cierre de junio de 2017 no existieron deterioros por daños.

Al 30 de junio de 2017, el patrimonio total mostró una contracción en US\$ 30.64 millones y resultó un saldo negativo de US\$ 49.83 millones. Sin embargo, las pérdidas acumuladas, son consecuencia de la naturaleza de las actividades; ya que FOVIAL invierte la mayor parte de sus ingresos en la reparación y mantenimiento de la red vial, de propiedad pública, por lo que este solo puede ser considerado como gasto y no en inversiones de activos.

Cuadro 10: Estructura del Patrimonio (US\$ Millones)					
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Patrimonio	21.95	22.81	22.81	22.81	22.81
Resultado de ejercicios anteriores	-125.85	-95.96	-113.54	-113.54	-113.54
Resultado del ejercicio actual	29.89	-17.58	13.19	10.26	40.90
Detrimento patrimonial	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Patrimonio Total	-74.01	-90.73	-77.54	-80.47	-49.83

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Análisis de Resultados

Al 30 de junio de 2017, los ingresos totales de FOVIAL cerraron en US\$ 91.24 millones, levemente superiores respecto a junio de 2016 (+3.43%). La mayor porción de ingresos proviene de la contribución de conservación vial, mismos que al cierre del primer semestre de 2017 representaron el 48.75% del total. Por su parte, las Transferencias entre dependencias institucionales representan el segundo componente de ingresos del FOVIAL con el 34.44%, estos corresponden a transacciones entre instituciones pública que contratan la ejecución de proyectos en la infraestructura vía en las municipalidades.

Para el 2012, se inició la recepción de los derechos por matrículas y multas, a partir de una modificación en el Decreto Legislativo N°504, vigente a partir del mes de julio del mismo año, a la fecha de análisis estos representaron un decremento de 23.3% y se ubica en el tercer componente de los ingresos con el 9.37% llegando a US\$ 8.55 millones que corresponden a permisos de circulación de vehículo, licencias de conducir y multas de tránsito.

Cuadro 11: Composición de ingresos (Millones US\$)					
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Contribución de Conservación Vial	73.56	79.62	85.56	43.12	44.48
Tasas y Multas	14.67	20.92	24.88	11.15	8.55
Otros	9.63	13.25	6.61	2.23	6.78
Total ingresos	97.86	113.80	117.05	56.49	59.82
Transferencias entre dependencias institucionales	-	-	-	31.72	31.42
Total de ingresos FOVIAL	97.86	113.80	117.05	88.21	91.24

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Con respecto al costo y gasto, el principal gasto de FOVIAL es la inversión pública y dicha cuenta se comporta de manera irregular, dependiendo de las necesidades particulares que cada año o de proyectos especiales que deban realizarse. Es importante destacar que la volatilidad de este rubro de gastos depende también de eventos fortuitos, como tormentas tropicales y terremotos, que pueden crear la necesidad de aumentar el gasto de inversión pública sin previa planeación, dada la importancia de la disponibilidad de la red vial para el desarrollo

del país. Durante el 2013 el rubro en mención presentó mayor aumento interanual de 69.02% totalizando US\$111.64 millones resultado de los proyectos de construcción en infraestructura vial, financiados por los fondos de titularización, a diciembre de 2014 los gastos en los proyectos financiados por las emisiones fueron menores, provocando una disminución interanual en la inversión pública de 52.75% totalizando los US\$52.75 millones. En este orden de ideas, el gasto por inversión pública al período de estudio, disminuyó 34.93% dado a un menor número en ejecución de proyectos de gran envergadura, sin embargo, el gasto de inversión pública continuó siendo empleada para los programas de señalización vial y seguridad vial, programa de puentes y obras de paso, programa de mantenimiento rutinario inversiones adicionales. Cabe señalar, los gastos por transferencias otorgadas representa a junio de 2017 el 49.39% del total de gastos, que resulta de la ejecución de proyectos en la infraestructura vía en las municipalidades.

Por su parte, los gastos financieros, se ubican en US\$ 5.42 millones, los cuales constituyen el segundo componente con el 8.52% de la estructura de costos de la institución y corresponden a los intereses pagados por la línea de crédito con el BCIE y los valores de titularización emitidos. A junio de 2017, dichos gastos presentan un decremento de 6.14%.

Cuadro 12: Gastos de Gestión (Millones US\$)					
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Inversión Pública	52.75	109.36	85.55	38.93	25.33
Personal	2.41	2.32	2.43	1.14	1.13
Bienes de consumo y servicios	1.17	1.18	0.85	0.28	0.22
Bienes capitalizables	0.02	0.01	0.01	0.00	0.00
Financieros y otros	11.30	11.63	14.73	5.77	5.42
Por transferencias otorgadas	0.02	0.02	0.01	31.72	31.42
Costos de ventas y cargos calculados	0.30	0.26	0.26	0.10	0.10
Por actualizaciones y ajustes	0.00	6.61	0.00	0.00	0.00
GASTOS TOTALES	67.97	131.38	103.86	77.95	63.62

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Gráfico No. 8
Costo de Gestión

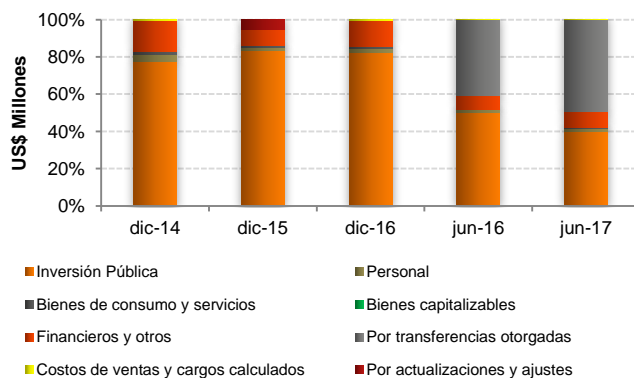
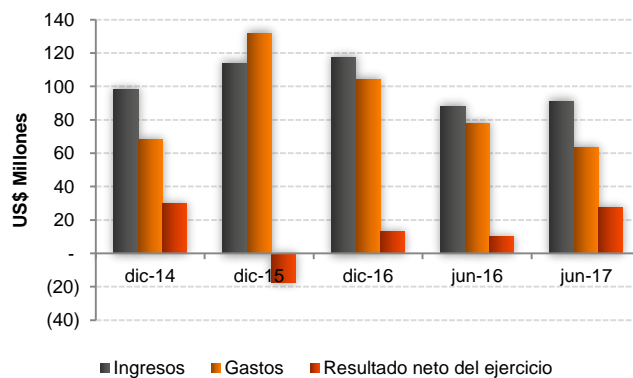


Gráfico No. 9
Ingresos vs. Costos

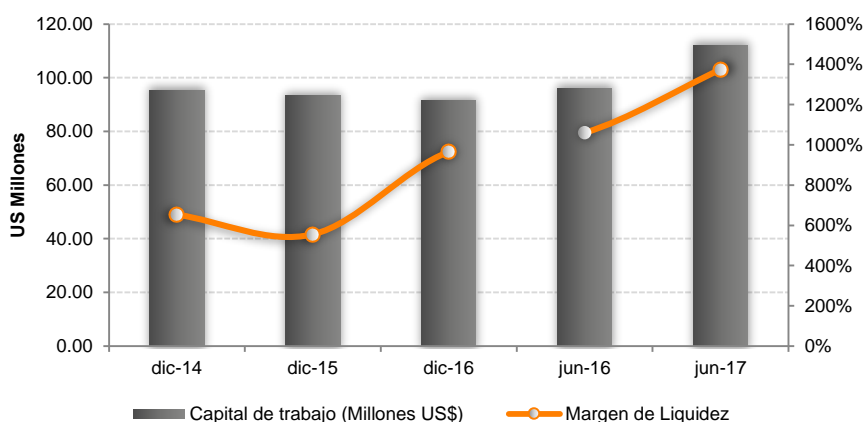


Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Liquidez

El fondo de maniobra del FOVIAL totaliza a junio de 2017 la cantidad de US\$ 111.94 millones, mostrando un decremento de 16.48%. Las variaciones después del año 2012 son resultado de los ingresos por la venta de los valores de titularización que recibió la institución a 2013. A la fecha de análisis el efectivo recibido se encuentra en inversiones temporales y favorece al elevado margen de liquidez obtenido durante el primer semestre de 2017, sin embargo, el mismo registró un aumento de 314.77 puntos porcentuales (1,060.15% en junio de 2016).

Gráfico No. 10
Liquidez vs. Fondo de maniobra



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

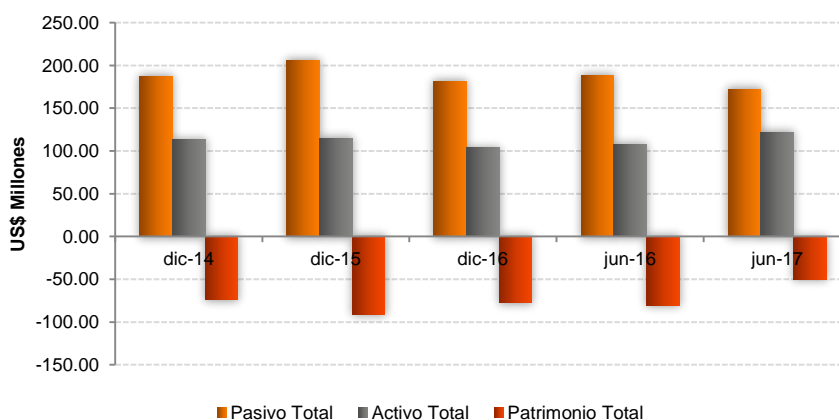
Cuadro 13: Liquidez					
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Margen de Liquidez	653.48%	555.08%	965.16%	1060.15%	1374.93%
Capital de trabajo (Millones US\$)	95.39	93.21	91.59	96.11	111.95

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Endeudamiento y Solvencia

El patrimonio de FOVIAL a junio de 2017 cuenta con un saldo negativo de US\$ 49.83 millones originado por las pérdidas del ejercicio acumuladas, dada la naturaleza de la institución que implica obtener resultados de los ejercicios negativos por hacer uso total de los ingresos asignados a la institución. En relación a lo anterior, los pasivos del FOVIAL son los que financian mayoritariamente a los activos de dicha institución. De esta forma, al cierre de junio de 2017, los pasivos de FOVIAL cubren en 1.41 veces los activos.

Gráfico No. 11
Pasivo vs Patrimonio



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

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\$100 millones y el tercero hasta US\$25 millones, respetando que la acumulación de ambas cesiones no sobrepase el 20% de sus ingresos, tal como lo dicta el Decreto N°110 de la Asamblea Legislativa de la Republica de El Salvador.

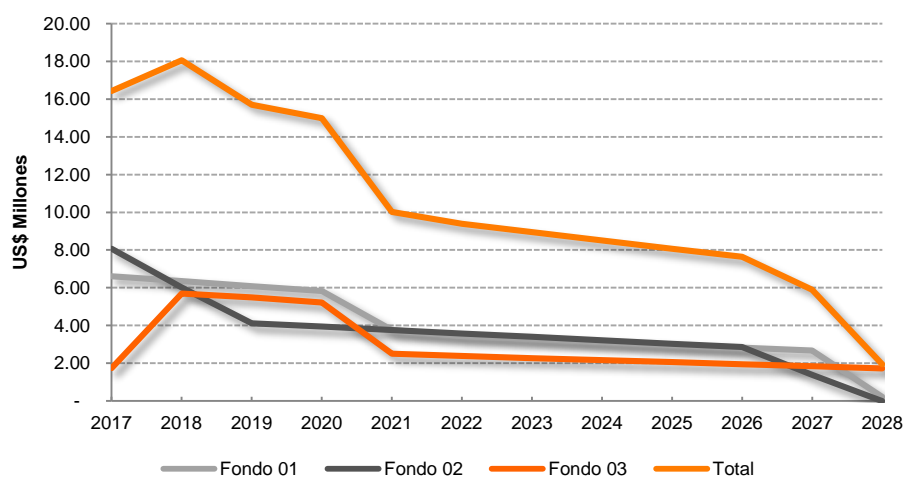
Al 30 de junio de 2017, se han pagado 49 cuotas del VTRTFOV 01, 44 cuotas del VTRTFOV 02 y 24 cuotas del VTRTFOV 03. En conjunto, a la fecha de análisis, representan el 13.87% de los ingresos recibidos y destinados por FOVIAL al fondo de titularización equivalentes a US\$ 8.30 millones. Cabe señalar, según el modelo

establecido para el Fondo, el porcentaje de cesión no logra sobrepasar el límite establecido por el Decreto antes mencionado.

Cuadro 14: Cesión de fondos proyectados (Millones US\$)												
Escenario	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Fondo 01	6.61	6.35	6.09	5.83	3.76	3.43	3.28	3.13	2.97	2.83	2.67	0.22
Fondo 02	8.07	6.02	4.12	3.94	3.76	3.58	3.40	3.22	3.04	2.86	1.39	-
Fondo 03	1.74	5.69	5.49	5.22	2.50	2.39	2.28	2.16	2.06	1.95	1.84	1.72
Total	16.42	18.06	15.70	14.99	10.02	9.40	8.95	8.51	8.07	7.64	5.90	1.94

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Gráfico No. 12
Cesión de ingresos



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Los ingresos totales proyectados de FOVIAL, se han estimado en base a:

- El crecimiento de los ingresos por parte de la contribución vial en 0.5% anual y que son en base al crecimiento del 2014.
- Los ingresos por derechos y multas, consideran las estadísticas mensuales de los años 2010, 2011 y 2012, (excluyendo el efecto del cambio de placas del 2012).
- A partir de junio 2012, FOVIAL también cuenta con los ingresos percibidos por las tasas de renovación de matrículas vehiculares, y multas. El 2012 fue un año con el que se incorpora el ingreso por cambios de placa en vehículos particulares.

Teniendo en cuenta las premisas mencionadas anteriormente, se presentan los ingresos proyectados para los años 2016 a 2028, así de las coberturas proyectadas para dichos períodos:

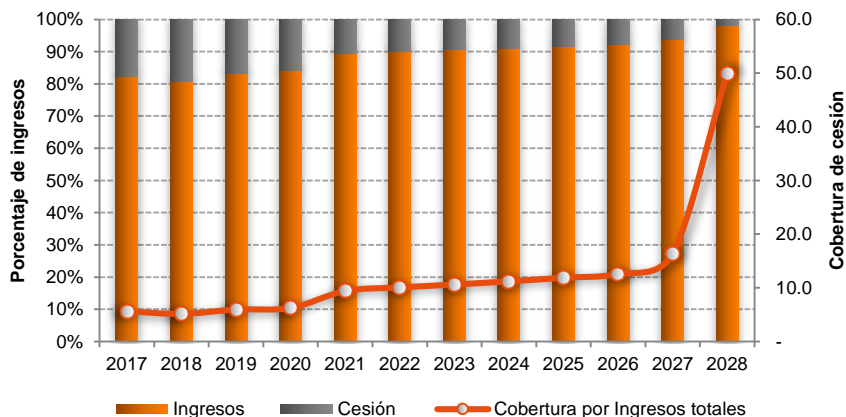
Cuadro 15: Cobertura de la cesión (Millones US\$)												
Escenario	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos Totales	92.76	93.14	93.52	93.91	94.29	94.67	95.06	95.45	95.84	96.24	96.63	97.03
Ingresos por contribución vial	74.66	75.04	75.41	75.79	76.17	76.55	76.93	77.32	77.70	78.09	78.48	78.88
Cesión total	16.42	18.06	15.70	14.99	10.02	9.40	8.95	8.51	8.07	7.64	5.90	1.94
Cobertura por Contribución Vial (veces)	4.55	4.16	4.80	5.06	7.60	8.15	8.59	9.09	9.63	10.23	13.30	40.61
Cobertura por Ingresos Totales (veces)	5.65	5.16	5.96	6.27	9.41	10.07	10.62	11.22	11.88	12.60	16.38	49.96

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

A junio de 2017, se observa una adecuada cobertura respecto al modelo presentado, resultando una cobertura por contribución vial de 5.36 veces y 7.21 veces por ingresos totales, versus 4.55 veces y 5.65 veces a lo proyectado durante el 2017.

Asimismo, 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. De tal forma, el máximo de cesión sobre estos ingresos, según el modelo establecido ocurre en el 2018 mostrando una cobertura de 5.16 veces sobre los flujos cedidos cuando los cesión obtiene mayor contribución sobre los ingresos (19.4%).

Gráfico No. 13
Cesión de ingresos



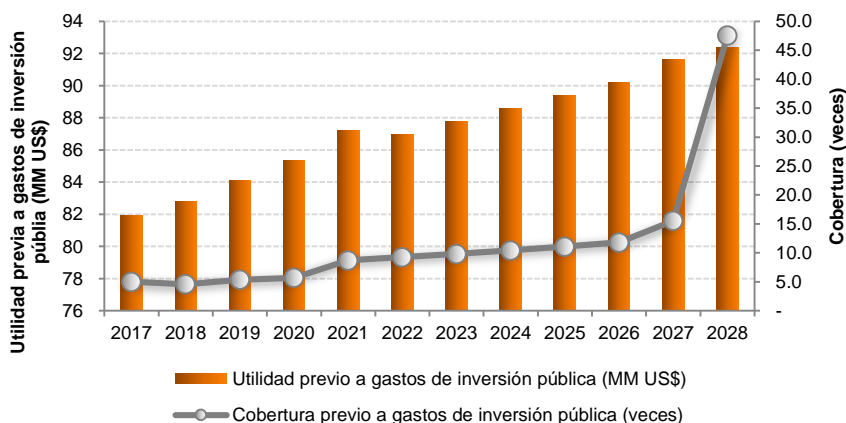
Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Tomando en cuenta la utilidad previa a gastos de inversión pública y financieros, (que incluye únicamente costos de venta y administrativos, que representan históricamente el 0.13% y el 1.47% de los ingresos respectivamente), como una medida para determinar el desempeño del FOVIAL. Ésta utilidad muestra una cobertura promedio de 11.02 veces, obteniendo un máximo en el último año de 47.55 veces y una cobertura mínima de 4.59 veces para el 2018; año en que el porcentaje de los ingresos comprometidos de la institución es el más alto y ajustado durante la vida de la emisión (19.39%). A junio de 2017, la cobertura resultó en 8.30 veces versus 4.99 veces a lo proyectado, como resultado de una mayor utilidad antes de inversión pública.

Cuadro 16: Cobertura de la Cesión												
Escenario	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Utilidad previo a gastos de inversión pública (MM US\$)	81.93	82.80	84.11	85.32	87.19	86.99	87.79	88.59	89.38	90.17	91.61	92.34
Cobertura previo a gastos de inversión pública (veces)	4.99	4.59	5.36	5.69	8.71	9.26	9.81	10.41	11.08	11.81	15.53	47.55

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Gráfico No. 14
Cobertura de la Emisión



Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

El nivel de endeudamiento establecido para los fondos, no deberá ser mayor a 2.40 veces. Durante la vigencia de la emisión se obtiene un nivel promedio de 0.99 veces y un endeudamiento máximo de 1.96 veces que fue

calculado para el 2015, como resultado de la mayor contribución de los flujos cedidos al fondo de titularización y con las obligaciones al incremento con el financiamiento de la tercera emisión. Sin embargo, en lo que va de la emisión no ha superado dicho límite y a junio de 2017, de acuerdo al cálculo realizado por PCR, el indicador resultó de 1.36 veces versus 1.63 veces a los proyectado durante el 2017.

Cuadro 17: 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

Cuadro 18: Cesiones de Flujo (US\$)							
Período	Cesión	Período	Cesión	Período	Cesión	Período	Cesión
1	413,073.17	46	554,933.13	91	478,311.60	136	255,459.41
2	413,073.17	47	554,933.13	92	478,311.60	137	255,459.41
3	482,044.61	48	553,743.97	93	300,200.56	138	257,426.57
4	482,044.61	49	553,743.97	94	300,200.56	139	257,426.57
5	482,044.61	50	553,743.97	95	300,200.56	140	257,426.57
6	516,665.56	51	544,029.06	96	301,383.62	141	249,086.21
7	516,665.56	52	544,029.06	97	301,383.62	142	249,086.21
8	516,665.56	53	544,029.06	98	301,383.62	143	249,086.21
9	595,288.03	54	543,736.02	99	293,761.41	144	250,547.21
10	595,288.03	55	543,736.02	100	293,761.41	145	250,547.21
11	595,288.03	56	543,736.02	101	293,761.41	146	250,547.21
12	569,168.39	57	533,124.99	102	295,728.58	147	242,859.57
13	569,168.39	58	533,124.99	103	295,728.58	148	242,859.57
14	569,168.39	59	533,124.99	104	295,728.58	149	242,859.57
15	576,120.15	60	532,103.33	105	287,377.75	150	244,928.81
16	576,120.15	61	532,103.33	106	287,377.75	151	244,928.81
17	576,120.15	62	532,103.33	107	287,377.75	152	244,928.81
18	592,493.78	63	522,220.92	108	288,616.29	153	236,680.04
19	592,493.78	64	522,220.92	109	288,616.29	154	236,680.04
20	592,493.78	65	522,220.92	110	288,616.29	155	236,680.04
21	581,882.75	66	521,927.88	111	280,994.08	156	238,188.15
22	581,882.75	67	521,927.88	112	280,994.08	157	238,188.15
23	581,882.75	68	521,927.88	113	280,994.08	158	238,188.15
24	572,360.25	69	511,316.85	114	282,961.24	159	230,500.52
25	572,360.25	70	511,316.85	115	282,961.24	160	230,500.52
26	572,360.25	71	511,316.85	116	282,961.24	161	230,500.52
27	587,645.34	72	510,295.19	117	274,610.41	162	232,569.75
28	587,645.34	73	510,295.19	118	274,610.41	163	232,569.75
29	587,645.34	74	510,295.19	119	274,610.41	164	232,569.75
30	564,018.97	75	500,412.78	120	276,016.45	165	224,320.99
31	564,018.97	76	500,412.78	121	276,016.45	166	224,320.99
32	564,018.97	77	500,412.78	122	276,016.45	167	224,320.99
33	576,741.27	78	500,119.74	123	268,226.74	168	225,829.10
34	576,741.27	79	500,119.74	124	268,226.74	169	225,829.10
35	576,741.27	80	500,119.74	125	268,226.74	170	225,829.10
36	575,552.11	81	489,508.71	126	270,193.91	171	218,141.46
37	575,552.11	82	489,508.71	127	270,193.91	172	218,141.46

38	575,552.11	83	489,508.71	128	270,193.91	173	218,141.46
39	565,837.20	84	488,487.05	129	261,843.07	174	215,889.20
40	565,837.20	85	488,487.05	130	261,843.07	175	215,889.20
41	565,837.20	86	488,487.05	131	261,843.07	176	215,889.20
42	565,544.17	87	478,604.63	132	263,249.12	177	2,112.67
43	565,544.17	88	478,604.63	133	263,249.12	178	2,112.67
44	565,544.17	89	478,604.63	134	263,249.12	179	2,112.67
45	554,933.13	90	478,311.60	135	255,459.41	180	-
						Total	71,187,970.30

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Resumen de Estados Financieros de FOVIAL⁶

Cuadro 19: Estado de Situación Financiera (Millones US\$)					
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
ACTIVOS					
Fondos	32.39	45.11	34.93	62.86	73.70
Inversiones Financieras	80.25	68.58	67.27	43.27	47.03
Inversiones en existencias	0.02	0.03	0.02	0.01	0.03
Inversiones en bienes de uso	0.54	1.38	1.48	1.39	1.48
TOTAL	113.20	115.10	103.69	107.53	122.24
PASIVOS					
Depósitos de terceros	0.91	0.71	0.69	2.50	3.11
Endeudamiento Interno	93.79	108.36	97.94	103.15	92.72
Endeudamiento Externo	76.18	76.98	72.71	74.85	70.57
Acreedores	16.32	19.78	9.90	7.51	5.67
TOTAL	187.21	205.83	181.23	188.00	172.07
PATRIMONIO					
Patrimonio	21.95	22.81	22.81	22.81	22.81
Resultado de ejercicios anteriores	-125.85	-95.96	-113.54	-113.54	-113.54
Resultado del ejercicio actual	29.89	-17.58	13.19	10.26	40.90
Detrimento patrimonial	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Patrimonio Total	-74.01	-90.73	-77.54	-80.47	-49.83
Total pasivo + Patrimonio	113.20	115.10	103.69	107.53	122.24

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Cuadro 20: Estado de Resultados (Millones US\$)					
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Financieros y Otros	4.11	4.21	3.36	1.61	1.30
Por Transferencias Corrientes Recibidas	4.72	0.21	0.13	31.77	31.48
Por Transferencias de Capital Recibidas	84.72	102.55	110.03	54.60	58.46
Por Derechos y Multas	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Por Venta de Bienes y Servicios	0.04	0.03	0.00	0.00	0.00
Por Actualizaciones y Ajustes	4.27	6.80	3.53	0.23	0.00
INGRESOS TOTALES	97.86	113.80	117.05	88.21	91.24
Inversión Pública	52.75	109.36	85.55	38.93	25.33
Personal	2.41	2.32	2.43	1.14	1.13
Bienes de consumo y servicios	1.17	1.18	0.85	0.28	0.22
Inversión Pública	0.02	0.01	0.01	0.00	0.00
Financieros y otros	11.30	11.63	14.73	5.77	5.42
Por transferencias otorgadas	0.02	0.02	0.01	31.72	31.42
Costos de ventas y cargos calculados	0.30	0.26	0.26	0.10	0.10
Por actualizaciones y ajustes	0.00	6.61	0.00	0.00	0.00
GASTOS TOTALES	67.97	131.38	103.86	77.95	63.62
Resultado neto del ejercicio	29.89	-17.58	13.19	10.26	27.62

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

⁶ La información financiera para los períodos de 2014 - 2016 con estados financieros auditados. Junio de 2016 – 2017 son no auditados.

Cuadro 21: Historial de clasificaciones		
Con información financiera correspondiente a:	Clasificación otorgada	Perspectiva
31 de marzo de 2015 al 31 de marzo de 2017	AAA	Estable

Fuente y elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

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

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