

## FONDO DE TITULARIZACIÓN RICORP TITULARIZADORA VIVA OUTDOOR CERO UNO -FTRTVIVA 01

### Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria: N° 6042017 del 18 abril de 2017.

Información financiera auditada al 31 de diciembre de 2016.

**Contactos:** Marco Orantes Mancia  
Claudia Córdova Larios

Analista financiero  
Analista financiero

[morantes@scriesgo.com](mailto:morantes@scriesgo.com)  
[cordova@scriesgo.com](mailto:cordova@scriesgo.com)

#### Clasificación de riesgo:

Emisión	Valores de Titularización			
	Anterior		Actual	
	Clasificación	Perspectiva	Clasificación	Perspectiva
VTHVIVA01	AA	Estable	AA	Estable

La clasificación otorgada no varió respecto a la anterior.

#### Explicación de la clasificación otorgada:

**AA:** “instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy 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.”

Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos “+” y “-”, para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo “+” indica un nivel menor riesgo, mientras que el signo “-” indica un nivel mayor de riesgo.

#### Resumen de la emisión

El Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora VIVA Outdoor 01 – FTRTVIVA 01 – se crea con el fin de titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros sobre una porción de los primeros ingresos mensuales que VIVA Outdoor estuviere facultada legal o contractualmente a percibir. Dichos ingresos pueden estar comprendidos por: Ingresos por arrendamiento y subarrendamiento de espacio para la instalación de equipos de transmisión de señales de comunicación, arrendamiento de espacio para publicidad y vallas para terceros, por servicios de diseño, servicios de impresión digital, y cualquier otro ingreso.

Los ingresos que se destinarán al Fondo serán hasta un monto máximo de US\$14,070,000.00, los cuales serán trasladados al Fondo de Titularización a través de 120 cuotas mensuales y sucesivas de US\$117,250.00, siendo la fuente de pago, las sociedades arrendatarias de espacio para la instalación de equipos de transmisión de señales de comunicación y, subsidiariamente, cualquier otro ingreso

que VIVA Outdoor estuviere facultada legal o contractualmente a percibir. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicables, correspondiendo a VIVA Outdoor 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 de que aplique. El monto de la emisión será por US\$10,000,000.00.

#### Resumen de la estructura:

Emisión	Valores de Titularización Ricorp VIVA Outdoor 01 - FTRTVIVA 01.
Emisor y estructurador	Ricorp Titularizadora.
Originadores	VIVA Outdoor, S.A. de C.V.
Custodia-Depósito	Anotaciones electrónicas depositadas en los registros electrónicos de CEDEVAL, S.A. de C.V.
Monto	US\$10,000,000.00
Tramos	Tramo A: 120 meses Tramo B: 72 meses
Plazo	10 años
Activos subyacentes:	Cuentas por cobrar a favor de VIVA Outdoor por ingresos por arrendamiento y subarrendamiento de espacio para la instalación de equipos de transmisión de señales de comunicación, arrendamiento de espacio para publicidad y vallas para terceros, por servicios de diseño, servicios de impresión digital.
Protección y mejoradores crediticios.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Exceso de flujos de efectivo derivado de la explotación comercial del arrendamiento de antenas.</li> <li>Reserva de fondos equivalentes al pago de los tres próximos montos mensuales de flujos financieros futuros.</li> </ul>
Pago intereses y principal:	Mensual
Uso de los fondos.	Sustitución de deuda, nuevas inversiones programadas y capital de trabajo.

“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”

El detalle de toda la escala de clasificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com) slv: Clasificaciones otorgadas en la República de El Salvador. “scr”: SCRiesgo.

## Fundamentos

### Fortalezas:

- La emisión está respaldada por los derechos sobre flujos financieros futuros sobre una porción de los primeros ingresos mensuales que VIVA Outdoor estuviere facultada legal o contractualmente a percibir. Ingresos por arrendamiento de espacio para antenas, espacio para publicidad, de vallas para terceros, por servicios de diseño, servicios de impresión digital y cualquier otro ingreso.
- Una reserva retenida en efectivo por el Fondo de Titularización que cubrirá hasta tres pagos mensuales de capital e intereses de los bonos emitidos.
- El establecimiento de indicadores financieros que contractualmente se vuelven compromisos para el Originador, generando seguridad en la estructura del Fondo.
- La calidad crediticia, trayectoria y fortaleza del agente colector fortalecen la captura de liquidez y su traslado al Fondo de Titularización.
- La emisión cuenta con ciertos eventos de amortización anticipada definidos en el contrato a fin de proteger el pago de los bonos.
- La estructura legal de la transacción, la cual, mediante un Fondo de Titularización y un contrato de cesión, constituye una venta de los derechos de flujos futuros, aislando el riesgo crediticio de los originadores y mitigando en cierta medida el riesgo de redireccionamiento de los flujos provenientes de la recolección de las cuentas por cobrar.
- La estructura de pagos de la emisión, por medio de la cual se capturará dentro del patrimonio autónomo, el 100% de los primeros flujos derivados de la recolección de las cuentas por cobrar por las ventas de bienes y servicios, hasta cubrir la cuota del periodo.
- La experiencia, trayectoria y perfil del equipo directivo de la Entidad en la industria de publicidad visual.

### Retos:

- La estructura de la transacción que no le brindan mayor protección a los tenedores de los bonos frente a otros acreedores financieros, ante escenarios de concurso de acreedores. De igual forma, considera las restricciones financieras (*covenants*) que limitan a futuro la adopción

de prácticas financieras más agresivas.

- La calificación incorpora el mayor apalancamiento proyectado del originador derivado de la presente transacción.
- La suficiencia de los ingresos esperados bajo escenarios de estrés para la cobertura del servicio de deuda resultaron moderados. No obstante, se favorece de una alta renovación de contratos con sus clientes estratégicos, generando estabilidad en el flujo cedido.

### Amenazas:

- El lento desempeño de la economía local puede dificultar el ambiente operativo y de negocios. Lo anterior, es importante toda vez que la fuente de pago de los bonos provendrá de la capacidad de generación de ingresos futuros.
- Niveles altos de competitividad.
- Cambios regulatorios podrían afectar el ambiente operativo.

## Antecedentes

### Sociedad titularizadora

La Ley de Titularización de Activos aprobada por la Asamblea Legislativa en el año 2007, regula las operaciones que se realizan en el proceso de titularización de activos, a las personas que participan en dicho proceso y a los valores emitidos en el mismo. En tal contexto, RICORP Titularizadora, S.A. recibió la autorización por parte de la Superintendencia del Sistema Financiero el 28 de julio de 2011 en sesión No. CD-15/2011. Por su parte, el inicio de operaciones fue autorizado en sesión No. CD-12/2011 celebrada en fecha siete de diciembre de 2011.

Como sociedad titularizadora autorizada por el regulador local para constituir, integrar y administrar fondos de titularización y emitir valores con cargo a dichos fondos, la Compañía realiza sus procesos empresariales mediante las actividades siguientes:

- Estudios de factibilidad de titularización.
- Titularización y colocación.
- Administración de las emisiones.

Los miembros de Junta Directiva y el equipo gerencial cuentan con experiencia amplia, tanto en el sector financiero, mercado de valores, como en la titularización de activos. Lo anterior, ha generado condiciones para avanzar con las

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

estrategias establecidas. Cabe señalar, que la Titularizadora, ya gestiona varias transacciones importantes en el mercado de valores. En este sentido, las prácticas corporativas de RICORP son adecuadas y su cultura empresarial es definida acorde a sus buenas prácticas. Pertenece a un grupo de amplia trayectoria y experiencia en el mercado financiero y de valores local.

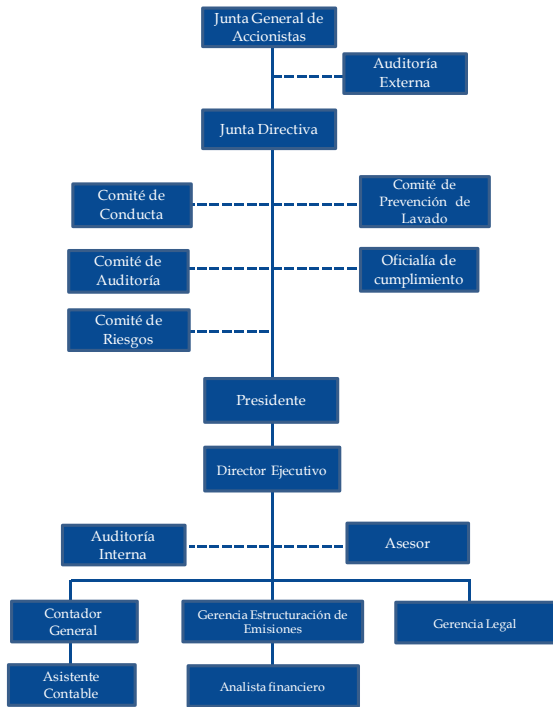
- La verificación del control interno y cumplimiento de la sociedad por medio de un Comité de auditoría.
- La gestión integral del riesgo de lavado de dinero a través de un Comité de prevención de lavado de dinero.

## Proceso de titularización

El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta emisión, sirviéndose de la adquisición de los derechos sobre flujos financieros futuros sobre una porción de los primeros ingresos mensuales que VIVA Outdoor estuviere facultada legal o contractualmente a percibir, que comprenden: a) Ingresos por arrendamiento y subarrendamiento de espacio para la instalación de equipos de transmisión de señales de comunicación; b) Ingresos por arrendamiento de espacio para publicidad; c) Ingresos por arrendamiento de espacio de vallas para terceros; d) Ingresos por servicios de diseño; e) Ingresos por servicios de impresión digital; f) y cualquier otro ingreso, hasta un monto máximo de US\$14,070,000.00, los cuales serán enterados al Fondo de Titularización a partir de la Fecha de Corte a través de 120 cuotas mensuales y sucesivas de US\$117,250.00.

El pago de los Valores de Titularización - Títulos de Deuda, estará únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTRTVIVA 01, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora.

Estructura organizativa RICORP Titularizadora, S.A.



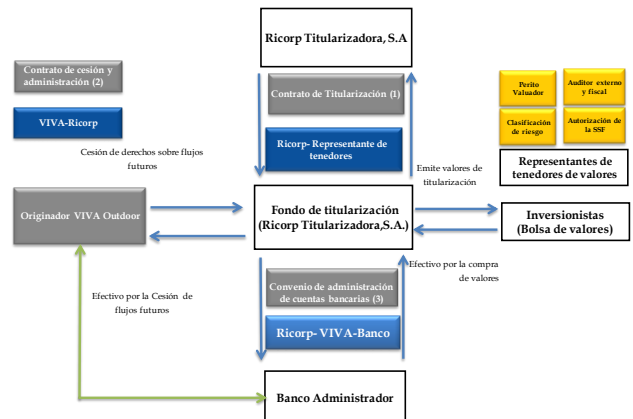
Elaboración: SCRiesgo Clasificadora  
Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

La Junta Directiva está integrada por siete miembros titulares, con igual número de suplentes. A la fecha, la regulación local no exige el nombramiento de miembros independientes. Debido a su naturaleza regulada y supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF), las políticas de gobernanza corporativa están bien definidas y autorizadas por la alta administración. Las políticas de gobierno corporativo han sido continuamente actualizadas y están acompañadas por políticas de ética y conducta, de manera que el perfil de RICORP en la gestión de la emisión es neutral en la clasificación otorgada.

La Junta Directiva ha acordado la conformación de comités que permiten dar seguimiento periódico a áreas como:

- La administración integral de riesgos por medio de un Comité de riesgos, que incluye la identificación, evaluación, medición y mitigación de los riesgos.
- El cumplimiento de políticas de ética y conducta por medio de un Comité de ética y conducta.

Estructura legal de Titularización



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora  
Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

## Emisión

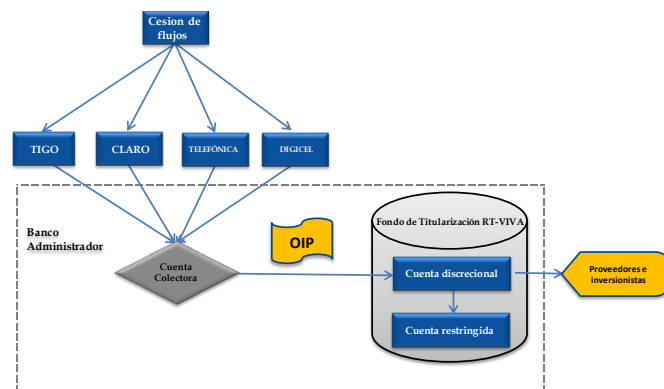
1. Mediante escritura pública de Contrato de Cesión y Administración que se otorgará, VIVA Outdoor cederá de manera irrevocable, a título oneroso y hará la tradición a Ricorp Titularizadora, S.A., para el Fondo

FTRTVIVA 01, de los derechos sobre Flujos Financieros Futuros sobre una porción de los primeros ingresos mensuales que VIVA Outdoor estuviere facultada legal o contractualmente a percibir, hasta el monto de US\$14,070,000.00, los cuales serán enterados al Fondo de Titularización a través de 120 cuotas mensuales y sucesivas de US\$117,250.00, a partir de la fecha de la primera colocación en el mercado bursátil de los valores emitidos con cargo al Fondo FTRTVIVA 01.

- Una vez transferidos los derechos sobre los Flujos Financieros Futuros, la Sociedad Titularizadora, colocará los Valores de Titularización - Títulos de Deuda que emita con cargo al FTRTVIVA 01, y con el producto de los mismos pagará a VIVA Outdoor el precio de los derechos sobre los flujos, acordado por un monto de \$9,478,389.80.
- A través del Contrato de Cesión de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros, VIVA Outdoor se obligará a suscribir un Convenio de Administración de Cuentas Bancarias - Orden Irrevocable de Pago (OIP).
- Los fondos a percibir serán los correspondientes a la recolección de los ingresos que pagan las sociedades arrendatarias y subarrendatarias de espacios para la instalación de equipos de transmisión de señales de comunicación en concepto de canon y, subsidiariamente, cualquier otro ingreso que VIVA Outdoor estuviere facultada legal o contractualmente a percibir, que incluye los flujos financieros futuros titularizados.
- Dichos flujos mensuales serán depositados inicialmente en la denominada Cuenta Colectora de VIVA Outdoor y Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo de Titularización FTRTVIVA 01 abierta en el Banco Administrador, y los flujos correspondientes al monto de la cuota mensual cedida serán trasladados mediante una Orden Irrevocable de Pago (OIP) aceptada por el Banco Administrador a una cuenta bancaria a nombre del Fondo FTRTVIVA 01 administrada por Ricorp Titularizadora, S.A., denominada Cuenta Discrecional. El excedente respecto a la cuota cedida, si lo hubiera, será trasladado, inmediatamente, a la Cuenta Operativa de VIVA Outdoor.
- Queda expresamente convenido que Ricorp Titularizadora, S.A. podrá requerir a VIVA Outdoor la adición de nuevas instrucciones irrevocables de pago, en caso lo considere necesario y VIVA Outdoor deberá proceder a adicionar a cualquier otra entidad o sociedad que pague por servicios prestados por VIVA Outdoor o a cualquier entidad del sistema financiero donde VIVA Outdoor mantenga recursos. Para ello, Ricorp

Titularizadora, S.A. requerirá por escrito a VIVA Outdoor que en el plazo máximo de sesenta días proceda a adicionar una nueva instrucción irrevocable de pago, en los términos antes relacionados.

### Componentes de la estructura:



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

- Originador:** VIVA Outdoor S.A
- Estructurador:** Ricorp Titularizadora S.A. sociedad autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero para operar como sociedad titularizadora de conformidad a la Ley de Titularización de Activos, el veintiocho de julio de dos mil once.
- Emisor:** Fondo de Titularización Ricorp VIVA Outdoor 01 - FTRTVIVA 01.
- Sociedad de titularización:** Ricorp Titularizadora, S.A.
- Patrimonio de la titularización:** patrimonio Fondo de Titularización Ricorp VIVA Outdoor 01 - FTRTVIVA 01. Fondo de Titularización creado como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador. Adquiere los derechos sobre los primeros flujos futuros de los ingresos de cada mes. El principal propósito es utilizar estos flujos cedidos para el pago de los Valores de Titularización que éste emita.
- Cuenta Colectora:** será restringida para VIVA Outdoor y Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, ya que la finalidad de su apertura es única y exclusivamente la colecturía de los flujos antes mencionados y la concentración de fondos que perciba VIVA Outdoor para proveer los pagos de las cantidades establecidas en el Contrato de Cesión, por lo que ni VIVA Outdoor ni la Titularizadora podrán realizar ningún tipo de transacción, débito o cargo sobre la misma.

7. **Cuenta discrecional:** Cuenta de depósito bancaria abierta por el Fondo de Titularización en los bancos debidamente autorizados para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, en la cual se depositarán los ingresos cedidos mediante la aplicación de la Orden Irrevocable de Pago (OIP).
8. **Transacciones autorizadas en la Cuenta Colectora:** Las únicas transacciones autorizadas para ser realizadas sobre la Cuenta Colectora son las que el Banco Administrador debe realizar en concepto de recepción del flujo de efectivo de VIVA Outdoor en razón del Contrato de Cesión de Derechos y los cargos o débitos respectivos que se le autorizan para abonar a la Cuenta Discrecional y Cuenta Operativa.
9. **Orden Irrevocable de pago:** Durante todos los días viernes hábiles o próximo día hábil de cada mes comprendidos dentro del plazo de la Orden Irrevocable de Pago a que se ha hecho referencia, o mientras existan obligaciones pendientes a cargo del Fondo de Titularización, el Banco Administrador en caso de existir fondos disponibles en la Cuenta Colectora procederá a realizar el cargo en la Cuenta Colectora, hasta completar la cantidad de US\$117,250.00; cantidad que deberá ser abonada a la cuenta en lo sucesivo denominada "Cuenta Discrecional", y que será administrada por Ricorp Titularizadora, S.A.
10. **Cuenta restringida:** Cuenta de depósito bancaria abierta en una institución debidamente autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero, que funciona como un fondo de liquidez, cuyo saldo será equivalente al pago de las próximas tres cuotas mensuales de cesión. Esta cuenta servirá para la amortización del capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, en caso sea necesario. Su saldo inicial será constituido de la colocación de los instrumentos.

#### Mejoras crediticias.

1. Contrato de Fondeo en Caso de Evento de Mora a cargo de la Sociedad CARC, S.A. de C.V. actuando como garante de tercer orden. El contrato a favor de Fondo de Titularización, se hará efectiva en caso de que los recursos no sean suficientes para honrar el servicio de la deuda en cualquier periodo durante la vigencia de la emisión. Además, Los pagos que deben realizar las sociedades cedentes a CARC por la prestación de servicios administrativos, quedarán subordinados al cumplimiento oportuno de la entrega de los montos de cesión mensual correspondientes, por parte de las sociedades cedentes.

2. Los fondos mantenidos en la cuenta restringida en un monto equivalente al pago de los próximos noventa días para ambos tramos de la emisión.

#### Cumplimiento de *ratios* financieros.

Durante todo el proceso de titularización y mientras existan obligaciones a cargo del Fondo FTRTVIVA 01, VIVA Outdoor deberá cumplir los siguientes *ratios*:

**Pasivos totales entre Patrimonio:** Se define como la relación entre la suma de todos los pasivos de la empresa dividido entre la suma de todas las cuentas que componen el patrimonio. Esta relación financiera deberá de ser menor a 2.5 veces y deberá cumplirse semestralmente a partir del 30 de junio de 2017.

**Cobertura de servicio de la deuda:** Se define como la utilidad operativa antes de gastos no operativos, depreciaciones, amortizaciones, intereses, gastos de titularización, reservas y cualquier clase de impuestos, dividido entre los pagos de capital de cualquier deuda bancaria, deuda bursátil o deuda por titularización donde VIVA Outdoor sea el originador de los próximos doce meses sin considerar prepagos de capital, más los intereses pagados de los pasados 12 meses provenientes de deudas bancarias, bursátiles o por titularización. Esta relación financiera deberá de ser mayor a 1.5 veces y deberá cumplirse semestralmente a partir del 30 de junio de 2017.

**Deuda a Utilidad operativa:** Se define como la suma de los saldos de capital adeudados por préstamos bancarios a largo plazo, mayor de un año, deuda bursátil y deuda por titularización donde VIVA Outdoor sea originador, dividido entre la Utilidad operativa antes de gastos no operativos, depreciaciones, amortizaciones, intereses, gastos de titularización, reservas y cualquier clase de impuestos. Esta relación financiera deberá ser menor a 4.5 veces y deberá cumplirse semestralmente a partir del 31 de diciembre de 2017.

**Revisión de cumplimiento de las razones financieras:** El auditor externo de VIVA Outdoor será el encargado de certificar el cumplimiento de las razones financieras antes descritas. Únicamente la certificación correspondiente al 31 de diciembre deberá emitirse con los estados financieros anuales auditados y remitirse a Ricorp Titularizadora, S.A. a más tardar al último día hábil de abril de todos los años comprendidos dentro del plazo de la cesión. La certificación al treinta de junio deberá remitirse a Ricorp Titularizadora, S.A. a más tardar el día quince de julio o el próximo día hábil de todos los años comprendido dentro del plazo de la cesión.

#### OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

**Reparto de utilidades:** VIVA Outdoor se obliga a que únicamente podrá repartir utilidades una vez se haya verificado el cumplimiento de las razones financieras, contempladas dentro de las obligaciones del Originador, en la certificación que corresponda durante los seis meses previos a la fecha en que se pretendan repartir utilidades. En caso de incumplimiento de alguna de las razones financieras, VIVA Outdoor podrá repartir utilidades hasta verificarse en la certificación emitida por el Auditor Externo que se ha dado cumplimiento a las razones financieras.

## Resguardos

Los contratos o convenios suscritos con los arrendatarios y subarrendatarios de espacios para la instalación de equipos de transmisión de señales de comunicación y con los arrendantes de sitios para las estructuras deberán ser mantenidos válidos y vigentes en al menos un monto de US\$187,000.00, mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión de Valores de Titularización VTRTVIVA 01.

## Distribución de pagos

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

1. Se abonará a la Cuenta Restringida cuando sea necesario para mantener como saldo mínimo las tres próximas cuotas mensuales de cesión. Abono de la cantidad necesaria en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida hasta que su saldo sea equivalente como mínimo al pago de 90 días de la Cesión al Fondo.
2. El Fondo de Titularización genera los pagos de la emisión. Amortización de las obligaciones a favor de los Tenedores de Valores FTRTVIVA01.
3. Pago de las comisiones a la Sociedad Titularizadora y otros costos y gastos adeudados a terceros.
4. el saldo de costos y gastos adeudados a terceros, de conformidad a lo previsto en el Contrato de Titularización.
5. Cualquier remanente generado durante el mes, de conformidad a las definiciones establecidas en el Contrato de Titularización, se devolverá al Originador en el mes siguiente.

## Eventos de pérdidas y amortización anticipada

De producirse situaciones que impidan la generación de los Flujos Financieros Futuros de fondos proyectados y una vez agotados los recursos del Fondo de Titularización, los Tenedores de Valores deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales

situaciones, sin perjuicio de exigir el cumplimiento de lo establecido en el Contrato de Cesión y de Titularización.

En caso de presentarse eventos que pongan en riesgo la generación de los Flujos Financieros Futuros de fondos cedidos especificados en el Contrato de Cesión y Titularización, corresponderá a los Tenedores de Valores decidir si se da una redención anticipada de los valores, para la cual será necesario el acuerdo tomado por la Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores. Cualquier saldo no cubierto con la liquidación del Fondo como consecuencia de este acuerdo será asumido por los Tenedores de Valores.

A partir del quinto año de la emisión, los Valores de Titularización – Títulos de Deuda podrán ser redimidos total o parcialmente en forma anticipada, a un precio igual al cien por ciento del principal vigente de los títulos a redimir más sus intereses devengados y no pagados; con un pre aviso mínimo de 180 días de anticipación.

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. El Fondo de Titularización por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia del Sistema Financiero, a la Bolsa de Valores y a CEDEVAL, S.A. de C.V. con 15 días de anticipación. El monto de capital redimido, dejará de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago.

## Procedimiento en caso de mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y/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 éste proceda a depositar en la Cuenta Discrecional 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

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**

Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**

Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

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.

### Caducidad

El plazo de que dispone el Cedente de ciento veinte meses para enterar los Flujos Financieros Futuros al Cesionario, caducará y por lo tanto, las obligaciones a cargo del Cedente y a favor del Cesionario, serán exigibles en su totalidad como si se tratara de plazo vencido y en consecuencia, el Cedente deberá enterar al Cesionario como Administrador del Fondo de Titularización FTRTVIVA Cero Uno, el saldo que a esa fecha se encuentre pendiente de enterar hasta completar el monto máximo de CATORCE MILLONES SETENTA MIL DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, en los casos siguientes: a) Si sobre los Flujos Financieros Futuros objeto de cesión recayera embargo u otra medida cautelar impuesta por acciones de terceros sobre los mismos; b) Si en cualquier momento, la Administración o la Junta Directiva de VIVA Outdoor resolviera modificar cualquiera de las condiciones consignadas en este contrato, en el contrato de administración sobre activos titularizados que en adelante se formaliza entre VIVA Outdoor y la Titularizadora, actuando esta como administradora del Fondo FTRTVIVA Cero Uno, en la o las Órdenes Irrevocables de Pago, en la comunicación a los arrendantes de los espacios para antenas, en los contratos o convenios suscritos con los arrendatarios de espacios para antenas y con los arrendantes de sitios para las estructuras o en cualquiera de los acuerdos o documentos que sustentan el otorgamiento de los mismos, o bien, si se adoptaren medidas administrativas o legales que representen un cambio material adverso sobre los flujos que ha adquirido el Fondo de Titularización; c) En el caso que VIVA Outdoor incumpliere con cualquiera de las condiciones especiales establecidas en el presente instrumento; d) Si el evento de mora a cargo de VIVA Outdoor no fuere solventado en los términos que constan en el presente instrumento; e) Cuando los valores emitidos con cargo al Fondo FTRTVIVA Cero Uno, no puedan colocarse en el mercado bursátil de conformidad con el Artículo setenta y seis vigente de la Ley de Titularización de Activos; y f) En general, por cualquier incumplimiento de las obligaciones que en virtud del presente instrumento le correspondan a VIVA Outdoor.

### Procedimiento en caso de liquidación

En un escenario de proceso de liquidación del Fondo de Titularización, se deberá seguir el orden de prelación de pagos detallado en el Art. 70 de la Ley de Titularización de Activos, como sigue:

1. Deuda Tributaria.
2. Obligaciones a favor de tenedores de valores.
3. Otros saldos adeudados a terceros.
4. Comisiones por gestión a favor de la Titularizadora.

### Contexto económico

#### Producción nacional

De acuerdo con el Banco Central de Reserva (BCR), El Salvador experimentó una expansión económica del 2.2% al finalizar el 2016 (diciembre 2015: 2.5%). Mientras que la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) estima que su desempeño será 2.2% al finalizar 2017. La economía salvadoreña exhibe un lento crecimiento reflejo de los bajos niveles de inversión y una modesta recuperación de la productividad del sector transable. Cabe señalar, que persisten algunos factores que limitan los cambios estructurales que podrían mejorar la situación actual. Entre estos, un ambiente político polarizado que continúa obstaculizando la formulación de políticas públicas, los elevados niveles de criminalidad que se han exacerbado en los últimos años y el endeudamiento público alto.

La falta de acuerdos entre las fracciones políticas ha limitado la obtención de financiamiento externo durante los últimos dos años. Como medida inmediata el Gobierno recurrió a la emisión de deuda local a través de LETES, acción que repercutió directamente en la liquidez institucional, propiciando desequilibrios importantes en las finanzas del Gobierno debido a su compromiso financiero obligatorio de corto plazo.

En noviembre 2016, se aprobó la Ley de Responsabilidad Fiscal, producto de los acuerdos entre Gobierno y oposición, lo cual favoreció la autorización de US\$550 millones en emisión externa. No obstante, la polarización política ha continuado debilitando los avances en materia de acuerdo fiscales y deuda, que combinado con el lento crecimiento de la economía han conducido a una tendencia a la baja de las calificación de riesgo soberano por parte de las clasificadoras de riesgo internacionales.

El Gobierno mantiene el reto de avanzar tanto en la reforma fiscal como de pensiones, buscar reducir la exposición de riesgos de liquidez, detener el alto nivel de endeudamiento y controlar los niveles de criminalidad.

El País experimenta un dinamismo en el sector inmobiliario evidenciado por la construcción de varios proyectos de oficinas, residenciales, hoteleros y centros comerciales, la mayoría bajo un concepto de servicios integrados. SCRiesgo, considera que dado un mercado relativamente pequeño y el poco dinamismo de la actividad económica, el sector podría mostrar una alta competitividad. Lo cual, puede propiciar

#### OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157

Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511

Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

elevados niveles de desocupación en algunos participantes del mercado. Los portafolios inmobiliarios que presenten un nivel de diversificación mayor en sus servicios, podrían ser más capaces de mitigar los efectos en las tendencias del ciclo económico.

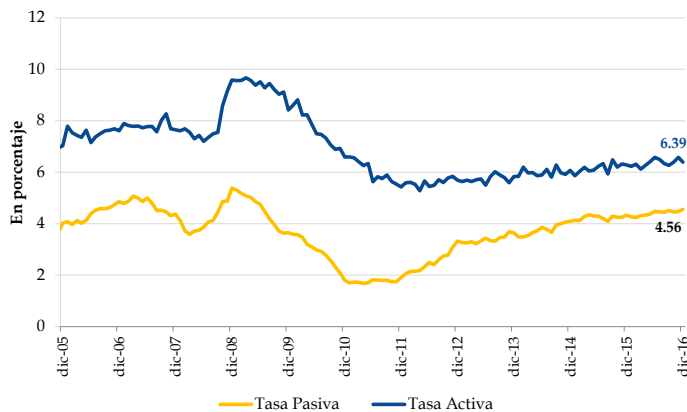
### Deuda pública

A diciembre 2016, el saldo de la deuda pública total fue de US\$17,558.2 millones (65.5% del PIB), dicho monto representa un crecimiento interanual del 5.9%, equivalente a US\$972.2 millones. La deuda externa fue de US\$9,261.1 millones, mostrando un incremento del 5.4%, mientras que la deuda pública interna creció en 6.4%, acumulando US\$8,297.1 millones. El comportamiento de la deuda hacia el alza tiene su origen en las recurrentes emisiones de deuda, cuyo propósito es estabilizar la brecha de déficit fiscal.

### Tasa de interés

Al término del 2016, la tasa básica pasiva continúa con una tendencia al alza, situándose en 4.6%, desde un 4.3% registrado un año antes. Por su parte, la tasa activa promedio fue de 6.4%, superando ligeramente al 6.3% de diciembre 2015.

**Evolución de las tasas de interés promedio ponderada mensual**  
En términos nominales



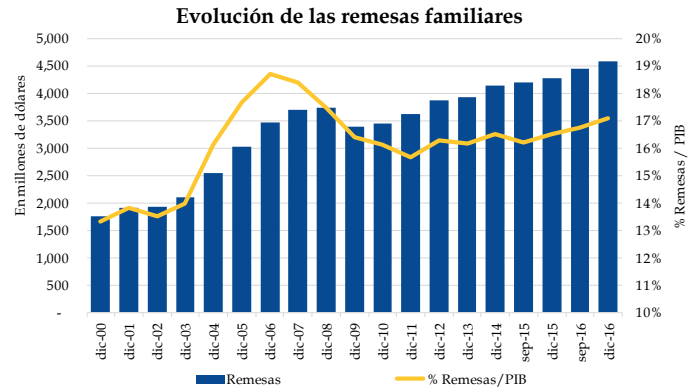
Fuente: elaboración propia con base en datos del BCR

### Inflación

La inflación medida por las variaciones en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una inflación negativa de -0.9% al cierre del 2016. Entre los rubros que obtuvieron mayores disminuciones destacan: prendas de vestir y calzado (-2.6%); alimentos y bebidas no alcohólicas (-2.4%); muebles y artículos para el hogar (-2.1%); recreación y cultura (-1.8%); alojamiento, agua, electricidad y otros (-1.2%) y comunicaciones (-0.3%). Mientras que bebidas alcohólicas y tabaco (3.9%), educación (2.0%), restaurantes y hoteles (1.6%) mostraron un desempeño contrario.

### Remesas familiares

Las remesas familiares presentaron un buen desempeño durante el 2016, explicado en mayor proporción por la recuperación económica de Estados Unidos. De acuerdo con datos publicados por el BCR, la tasa de crecimiento de las remesas familiares fue de 7.2%, acumulando US\$4,576.0 millones (17.1% del PIB) a diciembre 2016, cifra superior en US\$306.0 millones a lo registrado en igual período del año anterior. Cabe mencionar que la sostenibilidad del flujo de las remesas familiares dependerá de las políticas migratorias que adopte la nueva administración de los EEUU.

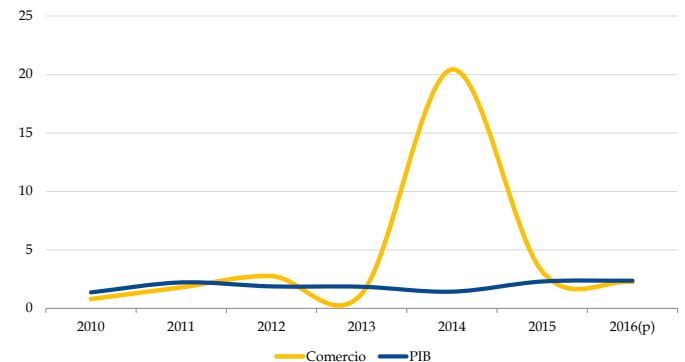


Fuente: elaboración propia con base en datos del BCR.

### Industria

De acuerdo a datos publicados por el Banco Central de Reserva (BCR), el Sector Comercio creció 2.2% a diciembre 2016, a un menor ritmo relativo respecto a diciembre 2015 (3.2%). Durante el 2016, el sector ha experimentado niveles de crecimiento ligeramente por debajo del PIB. No obstante, su desempeño ha demostrado una fuerte correlación con el de la economía.

**Sector comercio**  
Tasa de crecimiento del sector comercio versus PIB



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCR

Luego de la privatización, la participación privada en la prestación de servicios de telecomunicación, ha hecho posible una expansión significativa de la cobertura

### OFICINAS REGIONALES

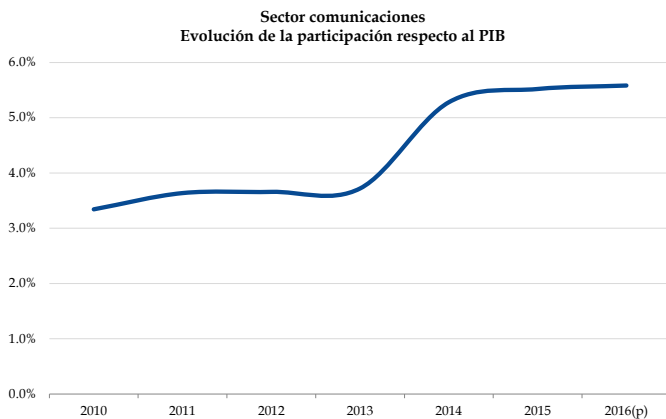
**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito



telefónica. El sector continúa mostrando importantes ritmos de expansión determinados por una creciente demanda en los servicios de telefonía móvil, transmisión de datos, internet y cable. No obstante, el uso de telefonía fija ha mostrado una desaceleración como consecuencia de una alta competitividad del sector en tecnología móvil. De acuerdo con cifras del BCR, el sector comunicaciones sostuvo en el año 2014 el mayor ritmo de expansión de los últimos (+20.4%). Al cierre del 2016, el crecimiento promedio anual fue de 1.1%, por debajo del desempeño del PIB.



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCR

## Análisis del originador

Liderada por Don Ricardo Sol Meza, la empresa Arte Comercial S.A. de C.V. fue fundada en el año de 1966, con el propósito de dedicarse a la publicidad exterior y la fabricación de rótulos en El Salvador. En la década de los años setenta, la empresa logra un crecimiento sustancial y se posiciona como líder de la industria. En los años ochenta y noventa, Arte Comercial se diversifica en otros servicios retomando su liderazgo en la fabricación de vallas, rótulos, serigrafía, y adicionalmente brinda servicio de mantenimiento a sus clientes.

Durante el 2005, Arte Comercial define su estrategia de crecimiento y se enfoca en el fortalecimiento de su división de publicidad exterior, cesando las divisiones de manufactura. Asimismo, toma la decisión de trasladar sus oficinas administrativas al plantel ubicado en Zona Industrial Merliot.

En 2006 adquiere a la empresa COREYSA, sumando a su oferta el parque de vallas, estas últimas con una ubicación geográfica de primera categoría. Transcurrido un año, compra la empresa Inter-Equipos, S.A. de C.V. cuyo valor estratégico fue adquirir un lote de vallas en zonas Premium de la zona metropolitana de San Salvador.

En 2007, Arte Comercial incursiona en negociaciones con las compañías de Telefonía en El Salvador para atender sus demandas de sitios para instalación de antenas en zonas urbanas, cerrando sus primeros contratos.

En 2010, Arte Comercial hace su tercera adquisición para fortalecer su posición en el mercado, incorporando el parque de vallas propiedad de Tabacalera Salvadoreña.

Durante el año 2011, con el propósito de concluir el plan de expansión estimado para 5 años, la empresa adquiere a su principal competidor, ASA POSTERS S.A. DE C.V., incorporando a su portafolio de productos, mupis publicitarios y paradas de buses, convirtiéndose en la empresa líder en el mercado de publicidad exterior con un portafolio de productos de comunicación visual completo.

En el 2012, se elabora el Plan Estratégico de Comercialización para los siguientes dos años, con el fin de convertir a la empresa en un Medio Formal de Comunicación Visual de primera línea. Se participa en eventos, campañas, espacios y se agregan estrategias de mercadeo para potencializar el cambio ante las agencias de publicidad y los clientes directos.

En 2013, la empresa incorpora a su portafolio cuatro pantallas digitales y desarrolla un plan de transformaciones de vallas, así como mejoras a estructuras en sitios estratégicos.

Arte Comercial cambia de nombre a VIVA Outdoor en junio de 2014, dando cumplimiento a su plan estratégico de convertirse en un Medio de Comunicación Visual que pueda competir con los demás medios de comunicación. Se acuerda continuar con el crecimiento de la empresa dentro de El Salvador mediante adquisiciones de empresas o desarrollando nuevas líneas de negocios de comunicación visual.

En 2015 a VIVA Outdoor se le adjudicó la licitación de CEPA para entrada y salida de Aeropuerto, contemplando 27 espacios publicitarios de gran formato, además la empresa invierte en Viva Gráfica, empresa destinada a proveer a VIVA Outdoor con la impresión de sus lonas y a producir artículos POP y empaques.

En 2016 VIVA Outdoor Incursiona en publicidad interior, mediante la instalación de pantallas dentro del Centro Comercial Plaza Mundo, así también se elabora plan estratégico quinquenal para VIVA Outdoor basado en:

- Sostenimiento de posición dentro del mercado salvadoreño.
- Mejoras al parque de estructuras.
- Crecimiento orgánico de arrendamiento para Antenas.
- Adquisiciones de empresas.
- Desarrollo de modelo de negocios de publicidad interior.

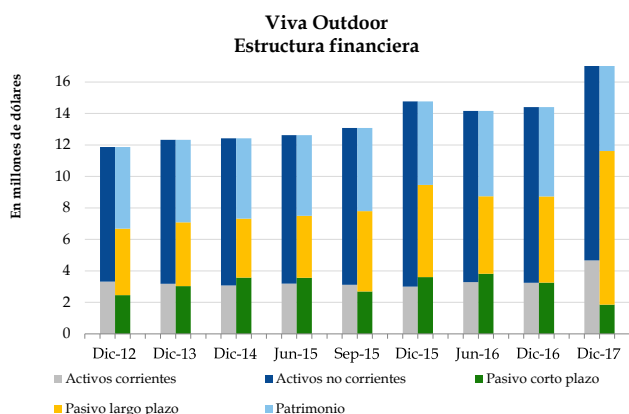
## Análisis financiero

Los estados financieros a diciembre 2016, analizados en este reporte fueron auditados por la firma independiente Deloitte El Salvador, S.A. de C.V. de conformidad con las Normas Internacionales de Auditoría (NIA). Son presentados de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Empresa (NIIF para PYMES) y el Código de Ética para Profesionales de la Contabilidad del Consejo de Normas Internacionales de Ética para Contadores (Código de ética del IESBA).

En adición, recibimos información financiera adicional que en nuestra opinión es suficiente para soportar el análisis y emitir la clasificación de riesgo.

### Estructura financiera

Con una estrategia agresiva de posicionamiento en el mercado de publicidad visual, VIVA Outdoor, exhibió una expansión de sus activos del 26.5%, para consolidar un saldo de US\$17.2 millones al finalizar diciembre 2016. Las vallas, mobiliario y equipo (41.2%), plusvalía adquirida (16.1%) y en menor medida efectivo y equivalentes de efectivo (12.1%), son las cuentas que revisten mayor importancia dentro de los activos del balance. El volumen de negocios está determinado por la tendencia al alza de los servicios de publicidad y una industria creciente en el sector de telecomunicaciones, condiciones que favorecen la alta renovación de contratos por parte de sus clientes estratégicos. En opinión de SCRiesgo, es poco probable que la base de clientes disminuya debido a la ubicación geográfica de los servicios que ofrece la Entidad.



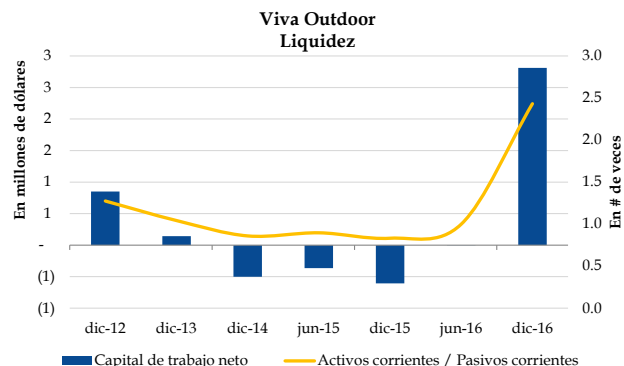
Elaborado por: SCRiesgo Clasificadora

Históricamente, la Empresa financiaba su capital de trabajo con una alta participación de deuda bancaria 64% (corto + largo plazo) al cierre de diciembre 2015. Sin embargo, al finalizar diciembre 2016, VIVA Outdoor reconfiguró su pasivo utilizando el vehículo de la titularización

favoreciendo el plazo de las obligaciones, al cancelar y posteriormente sustituir deuda de corto plazo por largo plazo. Por su parte, el patrimonio mostró un cambio interanual positivo al desplazarse 5.8% sobre el saldo absoluto de diciembre 2015 (+1.9%); con esto los recursos propios representaron el 33% de la estructura de balance al cierre del periodo analizado.

### Liquidez y análisis de generación de flujos

La Entidad ha reportado en los últimos años moderadas posiciones de liquidez en su balance en la forma de efectivo, mientras el perfil de madurez de pasivos se ha desplazado hacia el largo plazo, lo cual representa una mayor flexibilidad financiera para aliviar el pago de sesiones que se derivan de la colación de los bonos vinculados a la titularización. Cabe señalar, que los flujos generados de sus operaciones y saldos de efectivo se han visto presionados ante la estrategia de expansión basada en la absorción de empresas dedicadas al segmento de la publicidad. No obstante, en la medida que la Institución consolide sus operaciones se estima que el flujo mejore como resultado del retorno de las inversiones.



Elaborado por: SCRiesgo Clasificadora

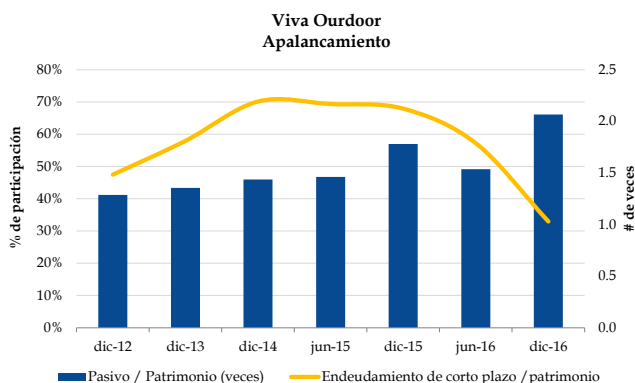
Al cierre del año 2016, la posición de efectivo en US\$2.1 millones cubre en 1.1 veces la deuda a corto plazo, mejorando respecto a diciembre 2015 (0.04 veces). Lo anterior, explicado por el cambio de estructura pasiva que fue posible por el mecanismo de la titularización. Anterior a esto, el capital de trabajo era negativo, influenciado por el endeudamiento comercial de corto plazo. Nuestro análisis incorpora la expectativa que la Entidad continuará con su estrategia de crecimiento y aprovechamiento de oportunidades de negocios en su nicho de mercado. Por consiguiente, las inversiones de capital podrían generar presiones en las posiciones de liquidez, obligando a la administración a mantener estrategias de fondeo orientadas al mercado de deuda y de capitales.

Liquidez y flujos del periodo	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.3	1.0	0.9	1.0	2.6
Liquidez ácida (x veces)	1.3	1.0	0.9	1.0	2.5
Efectivo / Pasivos corrientes	12.3%	3.0%	2.9%	3.9%	114.8%
Capital de trabajo neto*	849,496	142,432	(503,090)	65,405	2,838,740
Capital de trabajo neto Oper. Relacionadas*	(513,621)	(1,293,786)	(2,115,735)	(1,541,493)	2,119,328
Efectivo / Deuda financiera (CP) y comercial <sup>1</sup>	26.3%	7.0%	6.0%	6.6%	728.2%

Elaborado por: SCRiesgo Clasificadora

## Endeudamiento

La deuda propició que los niveles de apalancamiento (pasivo / patrimonio) se ubicaran en 2.1 veces, desde 1.8 veces en el lapso de un año. La disminución de la deuda financiera de corto plazo favorece el vencimiento en términos de plazos. El grueso de la deuda corresponde a los fondos obtenidos de la titularización, estrategia de financiamiento que originó la cancelación de las obligaciones de corto plazo.



Elaborado por: SCRiesgo Clasificadora

Actualmente, esta deuda asciende a US\$9.6 millones y representa el 83% de la deuda global. Cabe señalar, que este financiamiento ha flexibilizado los vencimientos y mejorado la liquidez de la Institución. En opinión de SCRiesgo, a partir de la estrategia financiera en la recomposición de sus pasivos, el perfil de maduración de la deuda tenderá a alargarse otorgándole un mejor margen de maniobra para cancelar sus compromisos.

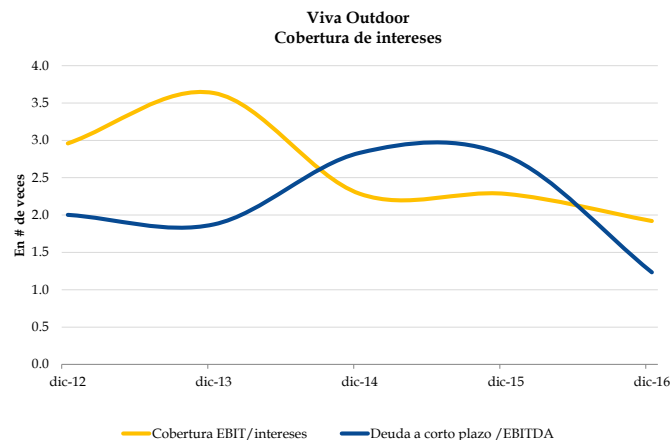
Endeudamiento	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
Pasivo / Patrimonio (veces)	1.3	1.4	1.4	1.6	2.1
Endeudamiento de corto plazo / patrimonio	47.5%	57.9%	70.1%	66.5%	33.1%
Patrimonio / Activos	43.7%	42.5%	41.1%	38.2%	32.0%
Deuda financiera (CP) / EBITDA	3.8	3.0	3.7	4.9	-
Deuda / EBITDA	4.3	3.0	3.7	4.9	6.5
Activos / patrimonio	2.29	2.35	2.44	2.62	3.13

Elaborado por: SCRiesgo Clasificadora

## Indicadores de cobertura y calidad crediticia.

Al finalizar diciembre 2016, el *ratio* deuda a largo plazo/ EBITDA fue de 6.7 veces, incrementando desde el 4.9 veces observado en igual mes hace un año. Las variaciones en estos indicadores son explicadas por cambios en la

estructura de deuda que va en función de mejorar los vencimientos y fortalecer capital de trabajo. El EBIT alcanzó US\$1.0 millones, lo que comparado con los activos promedios y los intereses pagados, resulta en un indicador EBIT/Activos promedios de 6.7% y EBIT/Intereses de 1.9 veces.



Elaborado por: SCRiesgo Clasificadora

A partir del año 2016, producto del efecto de las amortizaciones programadas de la deuda, se espera que los indicadores de cobertura se mantengan estables y exista una mejora de los indicadores crediticios una vez concluya el plan de inversiones.

Coberturas	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
Deuda financiera bancaria/EBITDA	3.8	3.0	3.7	4.9	0.0
Cobertura EBIT/intereses	3.0	3.6	2.3	2.3	1.9
Deuda a corto plazo / EBITDA	2.0	1.9	2.8	2.8	1.2
Deuda largo plazo/EBITDA	3.4	2.5	3.0	4.0	6.7

Elaborado por: SCRiesgo Clasificadora

## Rentabilidad

VIVA Outdoor reportó un crecimiento del 12.4% en sus ingresos para consolidar un saldo por US\$7.5 millones al cierre del año 2016. Mientras la utilidad operativa creció en 12.2% en términos de un año. El EBITDA presentó una expansión del 19.6% en comparación con el año 2015, totalizando US\$1.5 millones. La rentabilidad del negocio, medida por el margen EBITDA se ubicó en 19.6%, comparando positivamente frente al 18.4% reportado al finalizar 2015. Se prevé, que en la medida que el volumen de los nuevos negocios vaya incrementado, su contribución al EBITDA sea significativa.

En el mismo orden de ideas, los gastos operativos durante los últimos dos años han oscilado entre el 50% y 51% de los ingresos totales. La relativa estabilidad de los gastos de operación y administración crecientes ha ponderado en favor de la rentabilidad de VIVA Outdoor. En este sentido, la utilidad neta creció en el orden del 26.1% para cerrar con un saldo de US\$522.6 mil. Así, el retorno sobre patrimonio y

Página 11 de 16

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

OFICINAS REGIONALES  
Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com) / [info@scriesgo.com](mailto:info@scriesgo.com)

activo promedio se ubicó en 3.5% y 9.6% respectivamente, desde 3.0% y 7.9% en 2015.

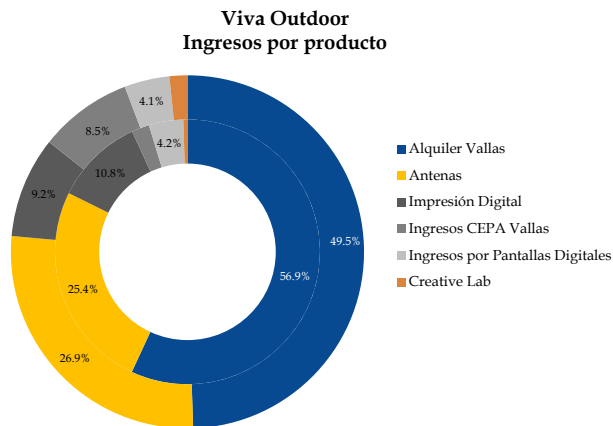
Rentabilidad	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
ROA	2.7%	4.8%	2.6%	3.2%	2.8%
ROE	6.4%	11.3%	6.3%	7.9%	7.6%
Margen operativo	15.6%	18.4%	12.4%	13.3%	13.3%
EBIT/Activos promedio	7.3%	9.8%	6.4%	6.9%	6.6%
Utilidad (pérdida) operativa	871,775	1,190,227	795,269	892,643	1,001,632
Utilidad (pérdida) neta	333,487.00	589,211.00	325,409.00	414,553.00	410,159.00

Elaborado por: SCRiesgo Clasificadora

## Análisis de los ingresos

Los ingresos que respaldan esta transacción se originan de los flujos que VIVA Outdoor está legalmente y contractualmente facultada a percibir. Los cuales contemplan aquellos ingresos generados por el arrendamiento de espacios para la instalación de equipos de transmisión de señales de comunicación y, subsidiariamente, cualquier otro ingreso que VIVA Outdoor estuviere facultada legal o contractualmente a percibir.

Al finalizar diciembre 2016, la Entidad concentra sus ingresos en los alquiler de vallas publicitarias (49.5%) y los derivados de arrendamiento de espacios para antenas (26.9%). El riesgo por concentración en ambos servicios es mitigado por la alta renovación de los contratos, mostrado a lo largo de su trayectoria. Si bien, la captura primaria es por los ingresos derivados del servicio de antenas, la evolución histórica reafirma la relativa estabilidad en el nivel de ingresos. Ponderan en favor de este servicio, una industria creciente en el sector de las telecomunicaciones y trasmisión de datos.



Elaborado por: SCRiesgo Clasificadora

## Análisis de sensibilidad

SCRiesgo aplicó diversos escenarios simulando estrés económico a la suficiencia de flujos durante la vida de la transacción para garantizar el pago en tiempo y forma del

servicio de la deuda. Para la transacción objeto de este informe, se tomó en cuenta el comportamiento del flujo histórico de ingresos totales y los derivados de arrendamiento de antenas sensibilizando con variables que pudieran incidir en el desempeño de la Entidad.

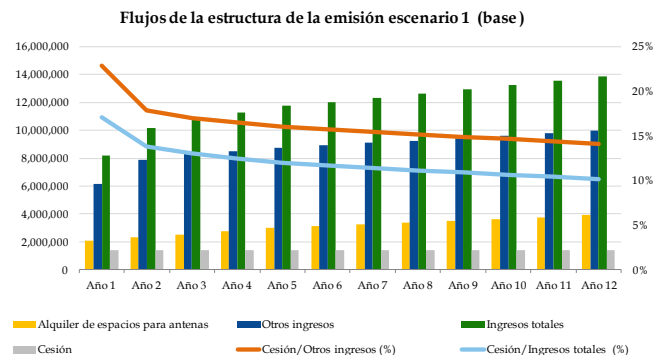
## Supuestos generales

Los escenarios de sensibilidad suponen varias incidencias que podrían de forma extrema afectar negativamente el desempeño de la estructura, debido a la insuficiencia de ingresos para cubrir la sesión. En consecuencia, se analizaron los efectos de un recorte máximo de hasta un 10% y 30% en los niveles base de ingresos totales y arrendamiento de espacios de antena, respectivamente.

Estos escenarios buscan reproducir de manera independiente lo que pasaría con los flujos y niveles de cobertura de sesión, para el respaldo de los pagos a los tenedores de los bonos, si el ritmo de ventas se redujera incluso similar al comportamiento sistémico de la pasada crisis financiera en los sectores donde opera la Entidad, bajo el supuesto si la economía salvadoreña enfrentara una crisis similar a la experimentada en 2008/2009.

## Escenario 1:

El escenario base contempló cifras de Viva Outdoor a lo largo del periodo de cesión contemplando un periodo de doce años. Lo anterior, bajo el supuesto que todas las variables permanecen constantes y por consiguiente no se verían alteradas por factores extremos en el entorno operativo de la Entidad.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

La relación del monto de la cesión a los ingresos totales no supera el 17.1% a lo largo de la vida de la emisión, mientras respecto a los ingresos por espacios de antenas se observa presionado al cubrir 1.5 veces el valor de la sesión mostrando una concentración relevante en la primera captura de liquidez. En el siguiente cuadro se presenta el resumen de los resultados del escenario simulado.

Variables	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
Cesión/Ingresos totales (%)	17.1%	13.9%	13.0%	12.5%	12.0%	11.7%	11.4%	11.2%	10.9%	10.6%
Cesión / Ingresos de espacios para antenas (%)	67.9%	61.2%	55.6%	51.1%	47.3%	45.5%	43.7%	42.0%	40.4%	38.9%
Cesión/Otros ingresos (%)	22.9%	17.9%	17.0%	16.5%	16.0%	15.7%	15.5%	15.2%	14.9%	14.6%
ICSD Promedio (ingresos totales)	5.84	7.22	7.69	8.02	8.35	8.55	8.76	8.96	9.18	9.40
ICSD promedio (Antenas)	1.47	1.63	1.80	1.96	2.12	2.20	2.29	2.38	2.47	2.57
ICSD promedio (Otros ingresos)	4.37	5.59	5.89	6.06	6.24	6.35	6.47	6.59	6.71	6.83

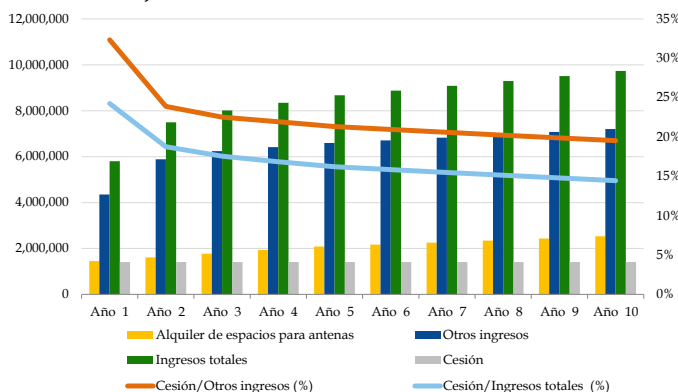
Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

No obstante, la alta renovación de los contratos por el arrendamiento de espacios de antena, la industria de telecomunicaciones en expansión y la facultad legal del fondo de titularización de cubrir la sesión con otros ingresos generados por el negocios, mitigan el riesgo por concentración de ingresos para cubrir la sesión.

### Escenario 2:

Se considera una caída del 10% de los ingresos totales y una del 30% por debajo de los ingresos de alquiler de espacios para antenas, estimados en el escenario normal para cada año de la sesión. La cobertura de los ingresos totales cae a 4.1 veces e inicia un incremento gradual hasta cerrar en 6.9 veces al finalizar los diez años. Mientras que la cobertura de los ingresos por arrendamiento de espacios para antena disminuye a 1.03 veces, hasta incrementar a 1.8 veces en el último año.

Flujos de la estructura de la emisión escenario 2



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

En el siguiente cuadro se presenta el resumen de los resultados del escenario simulado:

Variables	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
Cesión/Ingresos totales (%)	24.3%	18.8%	17.6%	16.9%	16.2%	15.8%	15.5%	15.1%	14.8%	14.5%
Cesión / Ingresos de espacios para antenas (%)	97.1%	87.4%	79.5%	72.9%	67.5%	64.9%	62.4%	60.0%	57.7%	55.5%
Cesión/Otros ingresos (%)	32.3%	23.9%	22.5%	21.9%	21.3%	21.0%	20.6%	20.2%	19.9%	19.5%
ICSD Promedio (ingresos totales)	4.12	5.33	5.70	5.93	6.17	6.31	6.46	6.61	6.76	6.92
ICSD promedio (Antenas)	1.03	1.14	1.26	1.37	1.48	1.54	1.60	1.67	1.73	1.80
ICSD promedio (Otros ingresos)	3.09	4.19	4.44	4.56	4.69	4.77	4.85	4.94	5.03	5.12

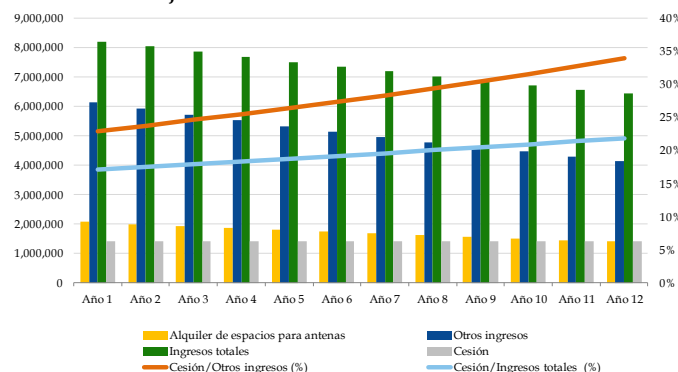
Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

La relación del monto de la cesión a los ingresos totales se presenta mayor al mostrado en el escenario normal al inicial con un 24.3% disminuyendo hasta cerrar en 14.5%.

### Escenario 3:

Las variables que se consideraron para este análisis fueron: una caída del 2.2% de los ingresos totales, cuyo porcentaje fue la contracción del sector servicios durante el periodo del 2009 de la crisis financiera y en el sector de telecomunicaciones una del 3.5% para los ingresos derivados del alquiler de espacios para antenas. La cobertura de los ingresos totales cae a 5.8 veces e inicia un descenso gradual hasta cerrar en 4.8 veces al finalizar el año diez. Mientras que la cobertura de los ingresos por arrendamiento de espacios para antena inicia con una cobertura de 1.5 veces, empezando a disminuir debido a la caída simulada de los ingresos para cerrar en el último año en 1.1 veces. No obstante, al evaluarlo contra todos lo ingreso, la cesión solo representaría el 20.9% al finalizar el año diez.

Flujos de estructura de emisión escenario 3



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

### Análisis Legal

SCRiesgo contrató asesoría jurídica independiente para la evaluación legal de la estructura de titularización. Entre documentos revisados en la evaluación se encuentra el Contrato de Titularización, Contrato de Cesión y Administración y las órdenes irrevocables de pago.

El dictamen jurídico concluye que los contratos aportados regulan adecuadamente la estructura y no se observan omisiones importantes que incrementen el riesgo, más allá de lo que es propio por la naturaleza misma del negocio que se está estructurando. Sobre esto último, la cesión de los flujos titularizados, si bien cumple todas las formalidades, no permite lograr la separación entre los riesgos de la titularización y los propios de los negocios de las sociedades originadoras, por lo que el éxito de la titularización estará ligado al éxito y continuidad de los negocios explotados por dichas sociedades. Cabe señalar que el análisis legal está limitado para propósitos internos de la metodología de clasificación de SCRiesgo. De esta forma, no constituye ni pretende ser una fuente de asesoría legal o documento de divulgación pública.

---

SCRiesgo brinda el servicio de clasificación de riesgo a este Emisor desde el año 2016. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de clasificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.

“SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.”

“La calificación expresa una opinión independiente sobre la capacidad de la entidad calificada de administrar riesgos”

Anexo 1

VIVA Outdoor

Información financiera

Balance general	dic-14		jun-15		dic-15		jun-16		dic-16	
En dólares		%		%		%		%		%
Efectivo	103,318	1%	64,466	1%	134,681	1%	122,602	1%	2,092,234	12%
Ctas x cobrar	1,205,511	10%	1,215,350	10%	1,433,485	11%	1,493,135	10%	1,559,578	9%
Préstamos a intercomp - PC	1,617,743	13%	1,652,747	13%	1,642,443	12%	1,346,760	9%	850,804	5%
Inv pdto en proceso	0	0%	2,211	0%	150,000	1%	0	0%	0	0%
Gastos Pagados por anticipado	148,313	1%	257,716	2%	161,905	1%	286,380	2%	159,154	1%
<b>Activo Circulante</b>	<b>3,074,885</b>	<b>25%</b>	<b>3,192,490</b>	<b>25%</b>	<b>3,522,514</b>	<b>26%</b>	<b>3,248,877</b>	<b>23%</b>	<b>4,661,770</b>	<b>27%</b>
Vallas, mobiliario y equipo neto	5,712,477	46%	5,740,318	45%	6,361,715	47%	6,791,264	47%	7,101,775	41%
Propiedad de inversión	727,131	6%	802,354	6%	784,992	6%	860,216	6%	781,900	5%
Plusvalía adquirida	2,781,217	22%	2,781,217	22%	2,781,217	20%	2,781,217	19%	2,781,217	16%
Activos intangibles netos	38,059	0%	0	0%	61,916	0%	0	0%	72,423	0%
Depósitos en garantía	13,934	0%	62,547	0%	14,099	0%	82,278	1%	15,614	0%
Gastos por titularización	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	302,501	2%
Activos sobre la renta diferido	2,193	0%	0	0%	3,184	0%	3,184	0%	2,938	0%
Otros activos	75,223	1%	0	0%	89,310	1%	0	0%	0	0%
Ctas y doc. por cobrar a largo plazo	0	0%	14,074	0%	0	0%	15,322	0%	0	0%
Ctas y doc. por cobrar a partes relacionadas L.P	0	0%	31,576	0%	0	0%	313,406	2%	1,095,967	6%
Inversiones en subsidiarias	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	315,400	2%
Inversiones financieras a largo plazo	0	0%	1,900	0%	0	0%	315,400	2%	100,000	1%
<b>Activo No Circulante</b>	<b>9,350,234</b>	<b>75%</b>	<b>9,433,987</b>	<b>75%</b>	<b>10,096,433</b>	<b>74%</b>	<b>11,162,286</b>	<b>77%</b>	<b>12,569,735</b>	<b>73%</b>
<b>Total Activo</b>	<b>12,425,119</b>	<b>100%</b>	<b>12,626,477</b>	<b>100%</b>	<b>13,618,947</b>	<b>100%</b>	<b>14,411,163</b>	<b>100%</b>	<b>17,231,505</b>	<b>100%</b>
Porción corriente	985,398	8%	0	0%	630,897	5%	0	0%	0	0%
Préstamos CP con Bancos	1,432,010	12%	2,409,870	19%	1,793,465	13%	2,323,913	16%	0	0%
Cuentas por pagar proveedores	292,979	2%	360,424	3%	252,012	2%	381,554	3%	287,318	2%
Obligaciones por pagar a titularizaciones	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	699,452	4%
Préstamos Intercompany CP	5,098	0%	0	0%	35,545	0%	0	0%	131,392	1%
Anticipo de clientes	124,803	1%	0	0%	116,125	1%	0	0%	110,937	1%
Otras cuentas por Pagar	642,104	5%	704,049	6%	557,125	4%	502,619	3%	569,533	3%
Impuestos por Pagar	95,583	1%	84,183	1%	71,940	1%	43,264	0%	24,398	0%
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>3,577,975</b>	<b>29%</b>	<b>3,558,526</b>	<b>28%</b>	<b>3,457,109</b>	<b>25%</b>	<b>3,251,350</b>	<b>23%</b>	<b>1,823,030</b>	<b>11%</b>
Deuda largo plazo	3,293,012	27%	3,293,012	26%	4,222,744	31%	4,449,865	31%	0	0%
Partes relacionadas	64,000	1%	250,272	2%	64,000	0%	132,294	1%	0	0%
Cuentas por pagar a largo plazo	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	27,405	0%
Pasivo por impuesto sobre la renta diferido	380,767	3%	378,574	3%	0	0%	426,334	3%	0	0%
Provisiones y otros pasivos a largo plazo	0	0%	13,856	0%	0	0%	466,418	3%	0	0%
Impuestos renta por pagar	0	0%	0	0%	426,334	3%	0	0%	538,005	3%
Impuestos municipales por pagar	0	0%	0	0%	237,936	2%	0	0%	425,520	2%
Obligaciones por beneficio de retiro voluntario	7,309	0%	0	0%	10,004	0%	0	0%	9,794	0%
Obligaciones con titularizaciones	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	8,900,644	52%
<b>Pasivo No Circulante</b>	<b>3,745,088</b>	<b>30%</b>	<b>3,935,713</b>	<b>31%</b>	<b>4,961,018</b>	<b>36%</b>	<b>5,474,911</b>	<b>38%</b>	<b>9,901,368</b>	<b>57%</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>7,323,063</b>	<b>59%</b>	<b>7,494,240</b>	<b>59%</b>	<b>8,418,127</b>	<b>62%</b>	<b>8,726,261</b>	<b>61%</b>	<b>11,724,398</b>	<b>68%</b>
Capital social	4,273,965	34%	4,273,965	34%	4,273,965	31%	4,273,965	30%	4,275,965	25%
Reserva legal	345,468	3%	345,468	3%	388,874	3%	388,874	3%	718,461	4%
Superávit por Revaluación	49,883	0%	49,883	0%	66,189	0%	66,189	0%	62,793	0%
Otro resultado integral	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Resultados acumulados	0	0%	116,953	1%	0	0%	367,624	3%	0	0%
Utilidades retenidas	432,740	3%	345,970	3%	471,792	3%	588,250	4%	449,888	3%
Total Capital Contable	5,102,056	41%	5,132,239	41%	5,200,820	38%	5,684,902	39%	5,507,107	32%
<b>Pasivo + Capital</b>	<b>12,425,119</b>	<b>100%</b>	<b>12,626,478</b>	<b>100%</b>	<b>13,618,947</b>	<b>100%</b>	<b>14,411,163</b>	<b>100%</b>	<b>17,231,505</b>	<b>100%</b>

Anexo 2

**VIVA Outdoor**  
**Información financiera**

En dólares	dic-14	%	jun-15	%	dic-15	%	jun-16	%	dic-16	%
Ventas	6,423,741	100%	3,337,162	100%	6,709,061	100%	3,819,252	100%	7,539,156	100%
Costo de Ventas	2,324,168	36%	1,160,686	35%	2,419,980	36%	1,375,568	36%	2,780,183	37%
Utilidad Bruta	4,099,573	64%	2,176,476	65%	4,289,081	64%	2,443,684	64%	4,758,973	63%
Gastos de administración	2,836,865	44%	1,361,707	41%	3,053,029	46%	1,472,454	39%	2,581,799	34%
Gastos de venta	0	0%	484,190	15%	0	0%	449,788	12%	699,101	9%
Depreciación	467,439	7%	0	0%	343,409	5%	0	0%	476,441	6%
Total de Gastos	3,304,304	51%	1,845,896	55%	3,396,438	51%	1,922,242	50%	3,757,341	50%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>795,269</b>	<b>12%</b>	<b>330,579</b>	<b>10%</b>	<b>892,643</b>	<b>13%</b>	<b>521,442</b>	<b>14%</b>	<b>1,001,632</b>	<b>13%</b>
Gastos Financieros	348,078	5%	0	0%	390,874	6%	0	0%	521,579	7%
Otros Ingresos	172,608	3%	15,390	0%	149,783	2%	66,808	2%	204,739	3%
Otros gastos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	-3,092	0%
Venta de Activos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Total Otros Ingresos	172,608	3%	15,390	0%	149,783	2%	66,808	2%	201,647	3%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>619,799</b>	<b>10%</b>	<b>345,970</b>	<b>10%</b>	<b>651,552</b>	<b>10%</b>	<b>588,250</b>	<b>15%</b>	<b>681,700</b>	<b>9%</b>
Impuestos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	271,541	4%
Reserva legal	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Utilidad antes de Extraordinarios	619,799	10%	345,970	10%	651,552	10%	588,250	15%	410,159	5%
Ingreso despues de Impuestos	294,390	5%	0	0%	236,999	4%	0	0%	0	0%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>325,409</b>	<b>5%</b>	<b>345,970</b>	<b>10%</b>	<b>414,553.00</b>	<b>6%</b>	<b>588,250</b>	<b>15%</b>	<b>410,159</b>	<b>5%</b>