

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

**Comité No.294/2025**
**Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2025**

Periodicidad de actualización: semestral

**Fecha de comité: 31 de octubre de 2025**

Institución Pública, El Salvador

**Equipo de Análisis**

 Henry Díaz  
[hdiaz@ratingspcr.com](mailto:hdiaz@ratingspcr.com)

 Adrian Perez  
[aperez@ratingspcr.com](mailto:aperez@ratingspcr.com)

(503) 2266-9471

### HISTORIAL DE CALIFICACIONES

|   | dic-23     | jun-24     | dic-24     | jun-25     |
|---|------------|------------|------------|------------|
| Fecha de información                                | 04/04/2024 | 24/10/2024 | 25/04/2025 | 31/10/2025 |
| Fecha de comité                                     |            |            |            |            |
| Valores de Titularización Hencorp Valores FOVIAL 04 |            |            |            |            |
| Tramos por USD 126,205,000                          | AAA        | AAA        | AAA        | AAA        |
| Perspectiva   | Estable    | Estable    | Estable    | Estable    |

**Significado de la Calificación**

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

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

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

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

**Racionalidad**

En Comité de Clasificación de Riesgo, Pacific Credit Rating (PCR) decidió mantener la clasificación de **"AAA"** a todos los tramos de los **Valores de Titularización Hencorp Valores FOVIAL04**, con **perspectiva "Estable"**, con información no auditada al 30 de junio de 2025.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del fondo de titularización derivado del desempeño de los flujos de ingresos provenientes de la contribución vial, del financiamiento complementario y de los derechos de circulación y multas. Por su parte, se toma en cuenta la ajustada solvencia y liquidez del originador. Finalmente, se considera el cumplimiento de los mecanismos operativos, legales y financieros de la emisión que dan solidez a la estructura del fondo.

**Perspectiva**

Estable

## Resumen Ejecutivo

- **Ingresos de la entidad con tendencia creciente.** La calificadora considera que FOVIAL mantiene una posición financiera adecuada, respaldada por factores estructurales como el crecimiento sostenido en la demanda de combustibles vinculada al dinamismo económico proyectado para el país, el incremento constante del parque vehicular, y el efecto recaudatorio derivado de la reforma regulatoria implementada en diciembre de 2024, que elevó los montos por infracciones viales. A junio de 2025, FOVIAL reportó ingresos operativos por USD 111.1 millones, lo que representa un crecimiento interanual del 6.9 %. De este total, los ingresos por contribución vial ascendieron a USD 60.5 millones (+6.8 %), los ingresos provenientes del financiamiento complementario totalizaron USD 30.3 millones (+7.1 %), y los recursos obtenidos por derechos de circulación y multas alcanzaron USD 20.3 millones, reflejando una expansión interanual del 7.1 %.
- **Liquidez baja.** La agencia opina que FOVIAL mantiene una elevada concentración de activos en instrumentos financieros, resultado de la reforma legal de 2022 que amplió sus facultades de inversión. Esta estrategia ha contribuido a una reducción progresiva en las disponibilidades durante los últimos tres años, afectando su capacidad de respuesta ante obligaciones inmediatas. A junio de 2025, el indicador de liquidez corriente se ubicó en 0.8x, mostrando una mejora respecto al nivel registrado en junio de 2024 (0.5x), aunque aún por debajo del promedio histórico de los últimos cinco años (1.1x). La entidad continúa financiándose principalmente a través de préstamos otorgados por instituciones nacionales e internacionales. La agencia proyecta que el escenario de liquidez ajustada persistirá en el mediano plazo, en línea con el crecimiento sostenido del portafolio de inversiones financieras, lo que podría limitar la capacidad de FOVIAL para atender sus compromisos de corto plazo de manera eficiente.
- **Ajustados indicadores de solvencia y endeudamiento.** FOVIAL continúa exhibiendo niveles ajustados de solvencia y endeudamiento, como consecuencia de un patrimonio deteriorado por déficits acumulados en ejercicios anteriores. A junio de 2025, el ratio pasivo a patrimonio se ubicó en -4.0x, reflejando un deterioro adicional respecto al periodo anterior (-3.5x), producto del incremento en los pasivos y la disminución del patrimonio. De forma complementaria, el ratio pasivos a activos se situó en 1.3x, ligeramente inferior al promedio quinquenal (1.6x), lo que sigue evidenciando un elevado grado de apalancamiento financiero.
- **El fondo presenta un desempeño positivo.** En opinión de PCR, el fondo tuvo un desempeño adecuado a fecha de análisis, cumpliendo con las cuotas de cesión y registrando correctamente los flujos en la cuenta colectora. El originador ha cumplido con los dos resguardos financieros requeridos, garantizando la operatividad del fondo. Los mayores ingresos generaron una cobertura de cesión de 7.1x, superior a la proyectada (3.4x).

## Factores Clave

**Los factores que, de forma individual o conjunta, podrían impulsar una mejora en la calificación:**  
No aplican ya que el fondo cuenta con la clasificación más alta.

**Los factores que, de forma individual o conjunta, podrían afectar negativamente la calificación incluyen:**  
Un deterioro de la calidad crediticia del originador, fuerte reducción en la demanda de combustibles que afecte considerablemente los ingresos de la entidad y el incumplimiento de los resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización.

## Metodología utilizada

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

## Información Utilizada para la Clasificación

PCR utilizó los estados financieros no auditados de FOVIAL correspondientes de diciembre de 2019 a 2024, los cuales están preparados de acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados para Instituciones Gubernamentales en El Salvador. Adicionalmente, utilizó los estados financieros auditados del fondo de 2022 a 2024 y la información proporcionada directamente por la Titularizadora.

## Limitaciones potenciales para la clasificación

**Limitaciones Encontradas.** A la fecha de análisis no se encontraron limitaciones para realizar el presente informe.

**Limitaciones Potenciales.** PCR señala como factor limitante de la clasificación la incidencia de eventos en el entorno operativo, tanto a nivel local como internacional, que puedan generar presión sobre la capacidad del fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago en tiempo y forma de sus obligaciones, así como el cumplimiento de los resguardos financieros establecidos en el contrato de cesión.

## Hechos de Importancia

- El 20 de diciembre de 2024, la Asamblea Legislativa reformó el Decreto No. 185, incorporando el sistema electrónico de fotomultas y un aumento en los montos de las multas por infracciones de tránsito. La reforma establece que las multas por infracciones de tránsito, transporte terrestre y transporte de carga pueden ser aplicadas por las autoridades competentes "por medios escritos, electrónicos u otros, de acuerdo con la legislación vigente". Adicionalmente, el artículo 117 de la ley establece las multas clasificadas en leves, de

USD 50.00; graves, de USD 100.00; y muy graves, de USD 150.00, lo que incrementaría los ingresos por contribución vial que recibe la entidad.

## **Panorama Internacional**

La economía mundial ha enfrentado desafíos importantes al primer semestre de 2025, marcados principalmente por tensiones comerciales y nuevos conflictos geopolíticos. La incertidumbre por la aplicación de aranceles de parte de la mayor economía mundial hacia sus socios comerciales, conflictos bélicos y geopolíticos en diversas regiones del mundo y condiciones climáticas más extremas han generado una desaceleración sobre las expectativas del crecimiento mundial. De acuerdo con las perspectivas económicas del Banco Mundial, el crecimiento económico global se moderará en 2025 al pasar de una previsión inicial de 2.7 % a 2.3 %; mientras que, para 2026 la revisión a la baja es desde 2.7 % a 2.4 %.

Según el Banco Mundial, para la mayoría de las regiones del mundo se pronostica una reducción en las proyecciones de crecimiento económico, tanto en economías emergentes como en desarrollo. Para América Latina y el Caribe se prevé que el crecimiento se modere hasta un 2.3 % desde la proyección inicial de 2.5 %; mientras que, en Centroamérica se situará en 3.5 % en 2025 y 3.6 % en 2026. El pronóstico de crecimiento mundial incorpora los riesgos potenciales derivados de la coyuntura geopolítica y comercial; sin embargo, estos podrían exacerbarse si las principales economías mundiales como Estados Unidos o China no logran consensos significativos en términos comerciales o enfrentan una desaceleración más pronunciada de lo previsto.

Otros factores que serán cruciales sobre el desempeño económico de la región y del mundo son los cambios en las políticas monetarias. Posterior a la primera revisión a la baja en las tasas de referencia por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, se prevén dos cambios adicionales en 2025; aunque dependerá de la evolución del mercado laboral estadounidense y los efectos aún inciertos del impacto de los aranceles en la economía norteamericana. Otros aspectos incluyen los efectos de eventos climáticos aún más extremos y situaciones económicas domésticas de los países en diferentes regiones. El panorama internacional, en conclusión, tiene una alta dependencia de acuerdos y consensos que puedan alcanzarse entre los principales actores económicos y políticos del mundo, y su impacto sobre las otras economías emergentes y en desarrollo.

## **Desempeño Económico**

Al primer semestre de 2025 El Salvador refleja un panorama macroeconómico relativamente estable respecto a los últimos años, marcado por un crecimiento y actividad económica modestos; mientras que se mantiene una inflación controlada y se denota una mejora en el perfil de liquidez del sistema financiero y monetario impulsado por un incremento significativo en el flujo de remesas y turismo. Adicionalmente, y derivado del acuerdo sobre el Servicio Ampliado con el Fondo Monetario Internacional (FMI), se percibe una situación fiscal más controlada, lo que ha contribuido a mejorar el riesgo país; aunque aún se mantienen niveles de endeudamiento elevados.

Al cierre de 2024 el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) resultó en 2.6 %, por debajo de la proyección inicial del Banco Central de Reserva (BCR) que lo situaba en un rango de 3.0 % y 3.5 %; mientras que el PIB trimestral a marzo de 2025 es de 2.3 %; en línea con lo que también se refleja en el Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE) a mayo de 2025 de 2.7 %. Ambos indicadores coinciden en que los sectores que están dinamizando el crecimiento son construcción, actividades financieras y de seguros, y transporte. La perspectiva de crecimiento para 2025 se sitúa en 2.2 %, según datos proyectados del Banco Mundial.

La liquidez del sistema financiero y monetario presenta una mejora como resultado de un aumento interanual significativo en el flujo de remesas y un aumento moderado de exportaciones y financiamiento externo. En ese sentido, se observa una base monetaria mayor, un crecimiento de depósitos en el sistema financiero que además presenta métricas de liquidez mayores y un aumento en las reservas internacionales netas. Por otra parte, la inflación se mantiene controlada, con un Índice de Precios al Consumidor (IPC) que presenta aumentos modestos en el primer trimestre y una variación a la baja en el trimestre dos como resultado de reducciones principalmente en los precios de transporte y alimentos, y bebidas no alcohólicas, principalmente. La perspectiva al cierre de 2025 es que se mantenga en niveles cercanos al 1 %, según el FMI.

La balanza comercial continúa presentando un déficit importante; sin embargo, se destaca el crecimiento tanto en importaciones como en exportaciones en el periodo, que reflejan una dinámica buena del comercio internacional; a pesar de la coyuntura arancelaria global. Por otra parte, el país ha registrado un aumento significativo de remesas en el primer semestre que representan un crecimiento de 17.9 %, como resultado de políticas migratorias más restrictivas que incentivaron el envío de fondos como medida precautoria y de la expectativa de aplicación de un impuesto al envío de remesas del 1 % en Estados Unidos, de donde proviene el mayor flujo.

En el sector fiscal, el panorama presenta una evolución favorable producto de la mejora en el perfil de deuda a raíz del compromiso técnico con el Fondo Monetario Internacional sobre un Acuerdo de Financiamiento Ampliado que libera la presión sobre las finanzas públicas y devuelve al país a la senda de financiamiento externo. A la fecha, el país ya ha recibido los primeros desembolsos derivado de este acuerdo, el cual se encuentra condicionado al cumplimiento de los requisitos establecidos. Aunque a junio de 2025, los datos del BCR sobre el Sector Público No Financiero (SPNF) muestran un mayor déficit, la expectativa es que a partir del financiamiento del FMI y otras multilaterales, el país logre una sostenibilidad fiscal y mejore los niveles de endeudamiento en el mediano plazo.

Los desafíos económicos globales, el crecimiento económico modesto y limitaciones económicas estructurales son desafíos para el país; que, sin embargo, tiene oportunidades en un ambiente de seguridad local, una dinámica positiva en turismo y flujo favorable de remesas que impulsan el consumo privado. Mantener un perfil

macroeconómico, político y social estable también podría favorecer a la inversión extranjera directa que impulse la creación de empleos y dinamice la oferta laboral.

## Perfil de la Titularizadora

### Reseña y operaciones.

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, fue constituida en el año 2008 con la finalidad de constituir, integrar y administrar los procesos de titularización en El Salvador. Perteneció al Grupo Hencorp, un conglomerado con presencia en América Latina y Estados Unidos. Opera bajo el marco regulatorio del mercado de valores salvadoreño y cumple con los estándares normativos establecidos por las autoridades financieras. La titularizadora es líder en el mercado salvadoreño, con amplia experiencia y solidez, gestionando el 40.6 % del patrimonio total de las titularizaciones activas.

### Estructura gerencial y gestión de riesgos.

La agencia considera adecuada la estructura accionaria y el liderazgo de la titularizadora, destacando un sólido gobierno corporativo respaldado por su Junta Directiva conformada por profesionales con experiencia en el sector. Además, cuenta con manuales, comités y principios éticos que apoyan a la toma de decisiones estratégicas en favor de la entidad y sus accionistas. Para cumplir con las Normas Técnicas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades de los Mercados Bursátiles (NPR-11) y mitigar riesgos, Hencorp Valores implementó un Manual de Gestión de Riesgos y cuenta con auditoría externa regulada, asegurando una gestión conforme a los estándares normativos.

### Resultados financieros

Debido a la naturaleza del negocio, resulta fundamental evaluar el riesgo de liquidez que enfrenta la titularizadora. En ese contexto, a junio de 2025, el ratio de liquidez corriente se mantuvo sin variaciones respecto a su periodo comparativo (3.6 veces). Estos datos reflejan que la entidad continúa demostrando una sostenida capacidad para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

En cuanto a sus ingresos y egresos, estos fluctuaron de manera positiva, permitiendo que la utilidad neta fuera de USD 1,553.7 (+18.0 % respecto a junio de 2024: USD 1,316.5 miles). Debido a este incremento, los indicadores de rentabilidad se vieron favorecidos, registrando un ROAA de 70.4 % (junio 2024: 66.4 %). Asimismo, el ROEA se ubicó en 97.5 % (junio 2024: 92.1 %), cifras muy por encima del promedio de los últimos cuatro años (2021 – 2024: ROA: 39.5 % y ROE: 59.1 %). Estos resultados reflejan no solo una mayor eficiencia operativa, sino también la capacidad del fondo para generar rendimientos superiores de manera consistente, consolidando su estabilidad financiera y fortaleciendo su resiliencia frente a posibles fluctuaciones futuras.

El patrimonio de la titularizadora se ubicó en USD 3,188.1 miles, un aumento del 11.5 % respecto a junio de 2024 (USD 2,859.3 miles), impulsado principalmente por los resultados del ejercicio a junio de 2025, que crecieron USD 199.2 miles respecto al mismo período del año anterior, y por el incremento del capital social, de USD 1,254.0 a USD 1,362.0<sup>1</sup>. Este ajuste de capital responde al cumplimiento del capital mínimo requerido para las sociedades titularizadoras de activos, cuyo nivel fue modificado durante 2024. El crecimiento del patrimonio refleja la solidez financiera de la titularizadora y su capacidad para cumplir con los requerimientos regulatorios.

### Estructura de la titularización

El Fondo de Titularización Hencorp Valores Fondo de Conservación Vial Cero Cuatro (FTHVFOV04), es un instrumento financiero que está enfocado en proveer liquidez a la entidad para la reestructuración de pasivos, el desarrollo de infraestructura, conservación vial y mitigación de riesgos. El fondo cuenta con mecanismos de coberturas y respaldos que garantizan la operatividad y pagos de manera oportuna.

### Resumen de la Estructura de Titularización – FTHVFOV04

| CONCEPTO                | DETALLE  |
|-------------------------|--|
| Originador              | Fondo de Conservación Vial, FOVIAL   |
| Denominación:           | FTHVFOV04  |
| Monto de la Emisión     | Hasta USD 615,524,000.00   |
| Plazo de la Emisión     | La emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tiene un plazo de hasta 240 meses, contados a partir de la fecha de colocación.   |
| Respaldo de la Emisión  | El pago de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda, está únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVFOV 04, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora. También forma parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida del Fondo de Titularización FTHVFOV 04, administrada por Hencorp Valores, Ltda., la cual no debe ser menor a la próxima cuota de capital y/o intereses a pagarse a los tenedores de valores. |
| Mecanismos de Cobertura | El pago de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda, está únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVFOV 04, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora. También forma parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida del Fondo de Titularización FTHVFOV 04, administrada por Hencorp Valores, Ltda., la cual no debe ser menor a la próxima cuota de capital y/o intereses a pagarse a los tenedores de valores. |

<sup>1</sup> Modificado por el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero, de conformidad con lo establecido en el artículo 19 de la Ley de Titularización de Activos y el artículo 98 de la Ley del Mercado de Valores, el cual pasó de USD 1,253,700.00 a USD 1,361,948.00

|                               |  |
|-------------------------------|--|
| <b>Resguardos financieros</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>i. FOVIAL podrá comprometer hasta el cincuenta por ciento de sus ingresos anuales para respaldar el pago del servicio de deuda relacionada al proceso de titularización. Si el indicador es superior al máximo permitido por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero. El ratio se calculará con estados financieros al cierre de junio y diciembre de cada año.</li> <li>ii. Ratio de endeudamiento: La relación endeudamiento total a ingresos totales anuales de FOVIAL no deberá ser mayor 4.50 veces (x).</li> </ul> |
|-------------------------------|--|

**Destino de los Fondos de la Emisión** Para la reestructuración de pasivos, el desarrollo de infraestructura, conservación vial y mitigación de riesgos.

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

FOVIAL instruyó al Ministerio de Hacienda a través de la Dirección General de Tesorería (a través de una Orden Irrevocable de Retención y Transferencia) a depositar un monto preestablecido proveniente de la contribución de conservación vial correspondiente a cada mes en la cuenta colectora a nombre del fondo de titularización.

La cuenta colectora es administrada por el Banco de América Central (BAC) cuya institución posee una calificación de AAA. El mecanismo de cesión es adecuado, ya que el banco ha depositado puntualmente el monto de cesión en la cuenta discrecional del fondo de titularización a través de una Orden Irrevocable de Pago.

## Análisis del Originador

### Reseña

El Fondo de Conservación Vial (FOVIAL) es una institución creada el 30 de noviembre del año 2000 mediante el Decreto Legislativo N.º 208, que la define como una entidad de derecho público con el objetivo de conservación vial. Esta labor comprende un amplio conjunto de actividades destinadas a preservar de manera continua y sostenible el buen estado de las vías terrestres de comunicación, garantizando así un servicio óptimo a los usuarios.

### Estrategias y operaciones

Los recursos de la entidad se componen de: (i) la contribución vial de USD 0.20 (veinte centavos de dólar) aplicable a cada galón de gasolina, diésel o sus mezclas con otros carburantes; (ii) aportes extraordinarios estatales; (iii) transferencias consignadas en el Presupuesto General de la Nación; y (iv) los pagos derivados de derechos y multas contemplados en el Decreto Legislativo N.º 504.

FOVIAL, como entidad responsable, administra los recursos financieros asignados para garantizar un nivel óptimo de conservación en la *Red Vial Nacional Prioritaria Mantenible* y la *Red Vial Urbana Prioritaria Mantenible*. Esto se implementa a través de programas estructurados de mantenimiento rutinario, periódico, conservación de puentes y obras de paso, así como señalización y seguridad vial.

## Análisis financiero

### Resultados

La calificadora considera que FOVIAL mantiene una posición financiera adecuada, respaldada por una estructura de ingresos diversificada y en expansión, con una alta correlación positiva respecto al crecimiento económico nacional y al dinamismo del parque vehicular. Si bien los gastos de gestión registraron un aumento significativo, principalmente por mayores transferencias interinstitucionales y la ejecución de proyectos viales, la entidad continúa generando resultados positivos, reflejando una recuperación sostenida tras los déficits observados entre 2020 y 2022. En el corto y mediano plazo, se espera que FOVIAL mantenga una trayectoria estable respaldada por el marco legal vigente, la evolución favorable de sus fuentes de ingresos y la implementación de reformas regulatorias que fortalecen su capacidad recaudatoria.

En el periodo evaluado, FOVIAL reportó ingresos totales por USD 247.0 millones, evidenciando un crecimiento interanual de 42.7 % y una tasa compuesta anual (CAGR) de 13.2 %. Este desempeño se explica principalmente por el incremento interanual del 97.2 % en las transferencias estatales, así como por una mejora en los rendimientos financieros, con un crecimiento interanual del 46.4 % sobre inversiones en instrumentos del gobierno. La estructura de ingresos continúa mostrando una alta dependencia de fuentes públicas, con las transferencias de capital y corrientes representando el 47.7 % y 47.4 % del total, respectivamente. Los ingresos financieros aportaron un 3.8 %, mientras que el saldo correspondió a fuentes diversas de carácter no recurrente.

Los ingresos operativos de FOVIAL se originan principalmente por las contribuciones fiscales obligatorias aplicadas<sup>2</sup> a importadores y refinadores por la comercialización de diésel, gasolina y mezclas de combustibles. Estos ingresos constituyen una fuente estructural clave para la sostenibilidad financiera del fondo. Adicionalmente, se incorporan recursos provenientes del cobro de derechos y multas, así como de mecanismos de financiamiento complementario<sup>3</sup>, que en conjunto fortalecen la capacidad de ejecución presupuestaria y la cobertura de obligaciones operativas. FOVIAL reportó ingresos operativos por USD 111.1 millones, lo que representa un crecimiento interanual del 6.9 % y una tasa compuesta anual (CAGR) de 9.2 %.

<sup>2</sup> La contribución de conservación vial es de US\$0.20 por cada galón de gasolina, diésel, o sus mezclas con otros carburantes.

<sup>3</sup> De acuerdo con el Decreto Legislativo No. 736 de 2017, el Ministerio de Hacienda deberá de transferir al Fovial un monto determinado en dólares estadounidenses, por galón de diésel, gasolinas y sus mezclas con otros carburantes. Este monto se definió como US\$0.10 para el 2020 en adelante.

La evolución de los ingresos operativos de FOVIAL está estrechamente vinculada a factores macroeconómicos y sectoriales que inciden directamente en su base recaudatoria. Entre los principales determinantes se destacan el incremento en la demanda de combustibles por parte de los hogares y sectores productivos, el crecimiento sostenido del parque vehicular nacional, la relativa estabilidad en los precios por galón de combustible, y el aumento en los montos recaudados por concepto de multas. Estos elementos han contribuido a que todas las líneas de ingreso de la entidad presenten variaciones positivas, fortaleciendo su capacidad y sostenibilidad fiscal.

Los ingresos por contribución vial ascendieron a USD 60.5 millones, derivados de la comercialización de 302.6 millones de galones de combustible, lo que representa un crecimiento interanual del 6.8 %. Los ingresos provenientes del financiamiento complementario totalizaron USD 30.3 millones, con una variación positiva del 7.1 %, mientras que los recursos obtenidos por derechos de circulación y multas alcanzaron los USD 20.3 millones, reflejando una expansión interanual equivalente. La agencia considera que esta tendencia de crecimiento se mantendrá en el corto y mediano plazo, sustentada en la creciente demanda de combustibles asociada al dinamismo económico proyectado para el país, el aumento sostenido del parque vehicular, y el efecto recaudatorio de la reforma regulatoria implementada en diciembre de 2024, que elevó los montos por infracciones viales.

Según el Decreto N.º 728<sup>4</sup>, para el pago del fondo se incluyen los ingresos por derechos, multas y financiamiento complementario, cuyas coberturas actualmente exceden 7.1 veces (x) los montos de cesión.

Los gastos de gestión de FOVIAL han aumentado producto de los diversos proyectos viales que se ejecutan en el país, así como por las transferencias que realiza a otras instituciones estatales. Al cierre de junio de 2025, los gastos de gestión de FOVIAL totalizaron USD 197.9 millones, lo que representa un incremento interanual del 95.3 %. Este aumento se atribuye principalmente a mayores transferencias interinstitucionales (+97.2 %) y al incremento en los desembolsos asociados a proyectos de construcción vial a nivel nacional. Como resultado, el excedente neto del ejercicio se ubicó en USD 49.1 millones, reflejando una contracción interanual del 31.6 %. No obstante, la entidad continúa reportando resultados positivos, lo que evidencia una recuperación sostenida respecto al período 2020–2022, durante el cual se registraron déficits operativos.

### **Liquidez y fondeo**

La agencia opina que FOVIAL continuará mostrando una alta concentración de activos en instrumentos financieros, en línea con la reforma legal de 2022 que amplió sus facultades de inversión hacia instrumentos de diversos plazos. Esta estrategia ha contribuido al crecimiento sostenido del portafolio de inversiones, que actualmente representa el 77.4 % de sus activos totales. No obstante, dicha orientación ha incidido en una reducción progresiva de la liquidez corriente en los últimos años, lo que podría limitar la capacidad de la entidad para atender sus obligaciones de corto plazo. En el mediano plazo, se espera que esta tendencia persista, por lo que será clave que FOVIAL fortalezca sus mecanismos de gestión financiera para preservar su solvencia operativa y capacidad de respuesta ante escenarios de presión fiscal o cambios en las condiciones de financiamiento.

A junio de 2025, los activos de FOVIAL mantuvieron la tendencia observada en períodos anteriores, caracterizada por una alta concentración en inversiones financieras. Esta composición responde a la facultad legal que posee la entidad para invertir en instrumentos financieros emitidos por el Estado. En dicho período, el total de activos ascendió a USD 431.3 millones, lo que representa un crecimiento interanual del 30.7 %. La estructura de los activos está conformada principalmente por inversiones (77.4 %) y fondos disponibles (21.6 %), mientras que el porcentaje restante corresponde a otros activos.

Los pasivos de FOVIAL reflejaron una continuidad en el patrón observado en períodos recientes, con una alta concentración en endeudamiento externo e interno. Estos pasivos están destinados a financiar las obras públicas que el Estado ejecuta a través de la institución, y provienen principalmente de compromisos adquiridos con organismos multilaterales, obligaciones bursátiles derivadas de procesos de titularización, y en menor proporción, con acreedores monetarios. En el período analizado, el total de pasivos ascendió a USD 575.6 millones, lo que representa un incremento interanual del 24.4 %, impulsado por el crecimiento del endeudamiento externo (+94.1 %) e interno (+26.2 %).

FOVIAL muestra una leve mejora en su indicador de liquidez corriente, alcanzando 0.8 veces (x) a junio de 2025, superior al nivel registrado en junio de 2024 (0.5x), aunque aún por debajo del promedio de los últimos cinco años (1.1x). Esta variación obedece principalmente a la reducción de las obligaciones de corto plazo. No obstante, a pesar del avance observado, la entidad continúa enfrentando limitaciones para cubrir sus compromisos inmediatos de manera eficiente.

### **Solvencia y endeudamiento**

La agencia considera que, en el mediano plazo, FOVIAL enfrentará desafíos estructurales derivados de su posición patrimonial y elevado nivel de apalancamiento. A pesar de la reducción parcial del déficit acumulado, el patrimonio negativo y la dependencia total de financiamiento vía deuda continúan limitando su flexibilidad financiera. El ratio pasivos a patrimonio, que se mantiene en niveles negativos, junto con un indicador pasivos a activos superior a la unidad, reflejan una estructura de capital comprometida.

<sup>4</sup> Hace referencia al Decreto que reforma la Ley del FOVIAL: estas reformas, especificadas en los artículos 1 y 2 del decreto, modifican las obligaciones de los importadores y refinadores locales, requiriéndoles transferir contribuciones acumuladas a una cuenta bancaria designada por el FOVIAL durante los primeros cinco días hábiles de cada mes. Por lo que la OIP no considera para esta fecha de análisis los ingresos provenientes por Contribución Vial.

FOVIAL continúa presentando niveles ajustados de solvencia y endeudamiento, como resultado de un patrimonio afectado por déficits acumulados en ejercicios anteriores. A junio de 2025, el ratio pasivo a patrimonio se ubicó en -4.0x, evidenciando un deterioro respecto al periodo anterior (-3.5x), derivado del incremento en los pasivos y la reducción del patrimonio. Esta relación se mantiene en línea con el promedio quinquenal (-3.1x), reflejando una tendencia persistente de debilitamiento patrimonial.

De manera similar, el ratio pasivos a activos se ubicó en 1.3x a junio de 2025, ligeramente por debajo del promedio histórico de los últimos cinco años (1.6x), lo que continúa evidenciando un nivel elevado de apalancamiento financiero. PCR considera que, dada la naturaleza operativa de FOVIAL y su dependencia de financiamiento para la ejecución de obras públicas, este escenario podría limitar su capacidad de acceso a nuevas fuentes de financiamiento en el mediano plazo.

A pesar de la reducción en el déficit de los resultados acumulados, FOVIAL continúa presentando un patrimonio negativo de USD 144.3 millones, reflejo de pérdidas históricas que han impactado de forma estructural su posición financiera. Esta situación ha derivado en un esquema de financiamiento completamente apalancado, sustentado en deuda, lo que limita la flexibilidad financiera de la entidad y representa un factor de riesgo relevante en su perfil crediticio.

### **Cobertura de la emisión y resguardos financieros**

PCR considera que el desempeño del fondo al cierre de junio de 2025 refleja un comportamiento acorde con lo esperado. La agencia verificó que las cuotas de cesión se han cumplido puntualmente, que todos los flujos recaudados se registran adecuadamente en la cuenta colectora y que el originador ha mantenido el cumplimiento de los dos resguardos financieros requeridos. Estos elementos han asegurado el funcionamiento adecuado del fondo dentro de los parámetros establecidos.

### **Resguardos financieros de la emisión**

- a) **Razón de cesión de flujos a ingresos totales de FOVIAL:** Podrá comprometer hasta el cincuenta por ciento (50%) de sus ingresos anuales. A la fecha de análisis, la cesión de la titularización representó el 6.54 % de los ingresos totales.
- b) **Razón de endeudamiento del FOVIAL:** No deberá ser mayor a 4.50 veces, en ese sentido, la razón de endeudamiento se ubicó en 1.96x.

### **Cobertura de ingresos**

El fondo muestra un desempeño positivo, producto de los mayores ingresos percibidos por la entidad. FOVIAL puede comprometer hasta el 50% de sus ingresos anuales, para respaldar el pago de sus obligaciones financieras, tal como lo dicta el Decreto No.102<sup>5</sup> aprobado por la Asamblea Legislativa. A junio de 2025, el monto de cesión representó el 1.5 % del total de ingresos de la entidad. Además, se destaca la holgada cobertura de 7.09x.

Cabe destacar que, hasta el año 2024, las proyecciones de pago de cesiones consideran únicamente la porción colocada por la titularizadora. A partir de 2025 y hasta 2031, se asume que el fondo emitirá la totalidad del monto permitido. Bajo este escenario, se estima que los ingresos proporcionarían una cobertura promedio de 3.70 veces sobre las obligaciones proyectadas.

| COMPONENTE                  | jun-24 | jun-25 | 2025P  | 2026P  | 2027P  | 2028P  | 2029P  | 2030P  | 2031P  |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| INGRESOS DE FOVIAL (USD MM) | 172.41 | 244.41 | 232.05 | 238.86 | 245.90 | 253.18 | 260.70 | 268.47 | 276.50 |
| CESIÓN TOTAL (USD MM)       | 75.65  | 80.85  | 68.90  | 68.90  | 68.90  | 68.90  | 68.90  | 68.90  | 68.90  |
| PARTICIPACIÓN INGRESOS (%)  | 5.3%   | 2.9%   | 29.69% | 28.85% | 28.02% | 27.21% | 26.43% | 25.66% | 24.92% |
| COBERTURA INGRESOS (VECES)  | 5.00   | 7.09   | 3.37   | 3.47   | 3.57   | 3.67   | 3.78   | 3.90   | 4.01   |

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

Finalmente, conforme a lo establecido en el Decreto No. 728, se incluyen como fuentes de pago del fondo los ingresos provenientes de derechos, multas y financiamiento complementario. Esta inclusión ha permitido que, al cierre del periodo evaluado, dichos ingresos presenten una cobertura de 7.09 veces sobre los montos de cesión. Adicionalmente, se estima que estos recursos otorgarán una cobertura promedio de 2.14x al finalizar la emisión.

<sup>5</sup> Reforma a la ley del fondo de conservación vial

## Estados financieros no auditados de FOVIAL

| Componentes                        | BALANCE GENERAL DE FOVIAL (EN MILLONES USD) |              |               |               |               |               |               |
|------------------------------------|---|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                    | dic-20                                      | dic-21       | dic-22        | dic-23        | dic-24        | jun-24        | jun-25        |
| Fondos                             | 43.3  | 61.5         | 114.5         | 76.7          | 91.7          | 166.9         | 93.1          |
| Inversiones Financieras            | 72.8  | 102.5        | 115.4         | 247.6         | 318.9         | 161.0         | 333.9         |
| Inversiones en existencias         | 0.0   | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.1           | 0.0           |
| Inversiones en bienes de uso       | 1.4   | 1.7          | 2.2           | 2.1           | 4.3           | 2.1           | 4.3           |
| <b>TOTAL ACTIVOS</b>               | <b>117.5</b>                                | <b>165.8</b> | <b>232.0</b>  | <b>326.3</b>  | <b>414.9</b>  | <b>330.1</b>  | <b>431.3</b>  |
| Depósitos de terceros              | 1.4   | 1.3          | 1.5           | 1.1           | 6.1           | 9.6           | 2.4           |
| Endeudamiento Interno              | 52.4  | 58.7         | 124.1         | 141.6         | 151.0         | 142.5         | 179.8         |
| Endeudamiento Externo              | 55.0  | 50.7         | 46.4          | 142.2         | 237.9         | 140.0         | 271.9         |
| Acreedores monetarios              | 48.4  | 112.6        | 313.6         | 245.8         | 213.2         | 170.5         | 121.6         |
| <b>TOTAL PASIVOS</b>               | <b>157.3</b>                                | <b>223.4</b> | <b>485.6</b>  | <b>530.6</b>  | <b>608.2</b>  | <b>462.6</b>  | <b>575.6</b>  |
| <b>PATRIMONIO</b>                  |   |              |               |               |               |               |               |
| Patrimonio                         | 22.8  | 22.8         | 22.8          | 22.8          | 22.8          | 22.8          | 22.8          |
| Resultado de ejercicios anteriores | -58.1                                       | -62.5        | -80.4         | -276.4        | -227.1        | -227.1        | -216.1        |
| Resultado del ejercicio actual     | -4.4  | -17.8        | -196.0        | 49.3          | 10.9          | 71.7          | 49.1          |
| <b>Patrimonio Total</b>            | <b>-39.7</b>                                | <b>-57.6</b> | <b>-253.6</b> | <b>-204.3</b> | <b>-193.3</b> | <b>-132.6</b> | <b>-144.3</b> |
| <b>Total pasivo + Patrimonio</b>   | <b>117.5</b>                                | <b>165.8</b> | <b>232.0</b>  | <b>326.3</b>  | <b>414.9</b>  | <b>330.1</b>  | <b>431.3</b>  |

Fuente: FOVIAL. / Elaboración: PCR

## ESTADO DE RESULTADOS DE FOVIAL (EN MILLONES USD)

| Componentes                             | dic-20       | dic-21       | dic-22        | dic-23       | dic-24       | jun-24       | jun-25       |
|---|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Financieros y Otros                     | 2.4          | 1.2          | 1.8           | 10.9         | 18.5         | 6.5          | 9.4          |
| Por Transferencias Corrientes Recibidas | 0.2          | 0.0          | 1.7           | 0.0          | 0.1          | 59.4         | 117.2        |
| Por Transferencias de Capital Recibidas | 144.2        | 186.3        | 186.7         | 208.2        | 218.8        | 106.5        | 117.8        |
| Por Venta de Bienes y Servicios         | 0.0          | 0.0          | 0.0           | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| Por Actualizaciones y Ajustes           | 0.5          | 5.6          | 7.8           | 7.2          | 4.1          | 0.7          | 2.6          |
| <b>INGRESOS TOTALES</b>                 | <b>147.3</b> | <b>193.2</b> | <b>198.0</b>  | <b>226.3</b> | <b>241.6</b> | <b>173.1</b> | <b>247.0</b> |
| Inversión Pública                       | 140.4        | 196.1        | 372.6         | 136.9        | 196.3        | 26.5         | 57.9         |
| Personal                                | 3.0          | 3.4          | 4.2           | 4.5          | 4.7          | 2.1          | 2.3          |
| Bienes de consumo y servicios           | 0.9          | 1.3          | 4.3           | 10.0         | 3.2          | 1.3          | 2.3          |
| Inversión Pública                       | 0.1          | 0.0          | 0.1           | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| Financieros y otros                     | 6.6          | 7.0          | 12.2          | 24.8         | 25.6         | 11.8         | 17.5         |
| Por transferencias otorgadas            | 0.0          | 0.0          | 0.0           | 0.0          | 0.0          | 59.4         | 117.1        |
| Costos de ventas y cargos calculados    | 0.5          | 0.5          | 0.6           | 0.7          | 0.7          | 0.3          | 0.3          |
| Por actualizaciones y ajustes           | 0.2          | 2.7          | 0.0           | 0.0          | 0.1          | 0.0          | 0.5          |
| <b>GASTOS TOTALES</b>                   | <b>151.7</b> | <b>211.0</b> | <b>394.0</b>  | <b>177.0</b> | <b>230.6</b> | <b>101.4</b> | <b>197.9</b> |
| <b>Resultado neto del ejercicio</b>     | <b>-4.4</b>  | <b>-17.8</b> | <b>-196.0</b> | <b>49.3</b>  | <b>10.9</b>  | <b>71.7</b>  | <b>49.1</b>  |

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

## Estados financieros no auditados FTHVFOV04

| BALANCE GENERAL (EN MILLONES USD)                      |                 |                 |                 |                 |                 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Componentes  | dic-22          | dic-23          | dic-24          | jun-24          | jun-25          |
| Bancos   | 3.31            | 3.47            | 1.80            | 2.04            | 2.18            |
| Inversiones financieras                                | -               | -               | 1.68            | 1.53            | 2.27            |
| Activos en titularización                              | 8.63            | 16.03           | 15.38           | 14.46           | 20.15           |
| Rendimientos por cobrar                                | -               | -               | 0.01            | 0.02            | 0.06            |
| <b>Activo corriente</b>                                | <b>11.95</b>    | <b>19.49</b>    | <b>18.86</b>    | <b>18.05</b>    | <b>24.65</b>    |
| Activos en titularización largo plazo                  | 1,360.12        | 1,337.14        | 1,319.68        | 1,329.52        | 1,305.80        |
| <b>Activo no corriente</b>                             | <b>1,360.12</b> | <b>1,337.14</b> | <b>1,319.68</b> | <b>1,329.52</b> | <b>1,305.80</b> |
| <b>Total Activo</b>                                    | <b>1,372.07</b> | <b>1,356.63</b> | <b>1,338.54</b> | <b>1,347.57</b> | <b>1,330.45</b> |
| Documentos por pagar                                   | 535.17          | 477.75          | 463.71          | 474.25          | 434.53          |
| Comisiones por pagar                                   | 0.01            | 0.01            | 0.00            | 0.01            | 0.00            |
| Honorarios profesionales por pagar                     | 0.05            | 0.05            | 0.06            | 0.04            | 0.05            |
| Otras cuentas por pagar                                | 0.15            | 0.19            | 0.22            | 0.20            | 0.28            |
| Retenciones de Impuesto sobre la renta                 | 0.00            | -               | -               | -               | -               |
| Obligaciones por titularización de activos             | 3.77            | 4.16            | 3.88            | 2.87            | 5.65            |
| <b>Pasivo corriente</b>                                | <b>539.15</b>   | <b>482.15</b>   | <b>467.87</b>   | <b>477.36</b>   | <b>440.50</b>   |
| Obligaciones por titularización de activos             | 59.76           | 114.05          | 123.80          | 116.22          | 151.00          |
| Ingresos diferidos                                     | 748.43          | 707.58          | 666.75          | 687.30          | 646.66          |
| <b>Pasivo no corriente</b>                             | <b>808.20</b>   | <b>821.63</b>   | <b>790.55</b>   | <b>803.52</b>   | <b>797.66</b>   |
| Reservas de excedentes anteriores                      | -               | 24.72           | 52.85           | 52.85           | 80.12           |
| Excedente del ejercicio                                | 24.72           | 28.13           | 27.27           | 13.84           | 12.16           |
| <b>Excedente acumulado del fondo de titularización</b> | <b>24.72</b>    | <b>52.85</b>    | <b>80.12</b>    | <b>66.69</b>    | <b>92.28</b>    |
| <b>Total Pasivo</b>                                    | <b>1,372.07</b> | <b>1,356.63</b> | <b>1,338.54</b> | <b>1,347.57</b> | <b>1,330.45</b> |

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

| ESTADO DE RESULTADOS (EN MILLONES USD)            |              |              |              |              |              |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Componentes                                       | dic-22       | dic-23       | dic-24       | jun-24       | jun-25       |
| Ingresos de operación y administracion            | 29.17        | 38.81        | 38.71        | 19.37        | 19.31        |
| Ingresos por inversiones                          |              |              | 0.06         |              | 0.05         |
| Otros ingresos                                    |              |              |              |              | 0.002        |
| <b>Total ingresos</b>                             | <b>29.17</b> | <b>38.81</b> | <b>38.77</b> | <b>19.37</b> | <b>19.36</b> |
| Por administracion y custodia                     | 0.96         | 1.20         | 0.79         | 0.34         | 0.71         |
| Por clasificación de riesgo                       | 0.07         | 0.04         | 0.04         | 0.02         | 0.01         |
| Por auditoria externa y fiscal                    | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| Por servicio de valuación                         | 0.02         | -            | -            | -            | -            |
| Por Honorarios Profesionales                      | 0.10         | 0.10         | 0.03         | 0.01         | 0.01         |
| <b>Total gastos de administración y operación</b> | <b>1.15</b>  | <b>1.35</b>  | <b>0.85</b>  | <b>0.38</b>  | <b>0.74</b>  |
| Gastos financieros                                | 2.86         | 8.94         | 10.56        | 5.15         | -            |
| Intereses valores titularización                  |              |              |              |              | 6.27         |
| Otros gastos                                      | 0.45         | 0.39         | 0.09         | 0.02         | 0.20         |
| <b>Total gastos</b>                               | <b>4.46</b>  | <b>10.67</b> | <b>11.50</b> | <b>5.55</b>  | <b>7.20</b>  |
| <b>Excedente del ejercicio</b>                    | <b>24.72</b> | <b>28.13</b> | <b>27.27</b> | <b>13.82</b> | <b>12.16</b> |

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

### Nota sobre información empleada para el análisis

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