

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

Comité No.095/2025		
Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2024		Fecha de comité: 25 de abril de 2025
Periodicidad de actualización: semestral		Institución Pública, El Salvador
Equipo de Análisis		
Henry Díaz hdiaz@ratingspcr.com	Adrian Perez aperez@ratingspcr.com	(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CALIFICACIONES					
Fecha de información	sep-23	dic-23	mar-24	jun-24	dic-24
Fecha de comité	29/01/2024	04/04/2024	12/09/2024	24/10/2024	25/04/2025
Valores de Titularización Hencorp Valores FOVIAL 04					
Tramos por USD 126,205,000	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Calificación

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

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

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

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

Racionalidad

En Comité de Clasificación de Riesgo, 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 auditada al 31 de diciembre de 2024.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del fondo de titularización derivado del desempeño de los flujos de ingresos provenientes del financiamiento complementario y de la contribución vial. 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

- **Evolución creciente de los ingresos de la entidad.** FOVIAL muestra un crecimiento en sus ingresos, alcanzando USD 211.2 millones en 2024 (+4.6% anual), impulsados principalmente por contribución vial (USD 115.2 millones, +4.5%), financiamiento complementario (USD 57.6 millones, +5.1%) y derechos de circulación y multas (USD 38.4 millones, +5.1%). La agencia opina que esta tendencia continuará, sustentada por el aumento de la demanda de combustible en línea con el crecimiento económico proyectado.
- **Niveles de liquidez ajustados.** La reforma legal de 2022 autorizó a FOVIAL a invertir en instrumentos financieros, lo que ha reducido sus disponibilidades en los últimos tres años. El ratio corriente actual (0.5x) está significativamente por debajo del promedio histórico (1.1x). La entidad se financia principalmente con préstamos de instituciones nacionales e internacionales. La agencia proyecta que esta situación de liquidez ajustada persistirá, debido al crecimiento continuo de sus inversiones financieras.
- **Solvencia y endeudamiento afectados.** FOVIAL mantiene niveles ajustados de solvencia y endeudamiento debido a déficits acumulados que han impactado su patrimonio. El ratio pasivo a patrimonio cayó a -3.2x (vs -2.6x anterior), reflejando mayores los mayores compromisos financieros que ha adquirido FOVIAL para llevar a cabo sus operaciones. El ratio pasivos a activos (1.5x) se mantiene cercano al histórico (1.6x), confirmando el alto apalancamiento en línea con su naturaleza.
- **El fondo presenta un desempeño positivo.** En opinión de PCR, el fondo tuvo un desempeño adecuado en 2024, 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 13.5x, superando lo proyectado (12.9x).

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

El crecimiento económico global ha mostrado signos de estabilización, registrando una tasa de expansión del 2.7% en 2023 y 2024. Este desempeño ha sido favorecido por la flexibilización de las políticas monetarias, las cuales han brindado apoyo a la actividad económica y contribuido al cumplimiento de los objetivos inflacionarios establecidos por los bancos centrales. Sin embargo, aunque la estabilidad en la tasa de crecimiento es un factor positivo, esta sigue siendo insuficiente para contrarrestar los efectos adversos derivados de diversos eventos ocurridos desde el inicio de la década.

Según las proyecciones del Banco Mundial, se espera que el crecimiento económico global se mantenga en 2.7% durante 2025 y 2026. En su informe sobre las Perspectivas Económicas Mundiales, la institución también prevé que las economías emergentes continuarán experimentando un crecimiento en torno al 4%, aunque esta cifra se encuentra por debajo de los niveles observados antes de la pandemia. Este escenario presenta desafíos significativos para los países emergentes, particularmente en lo que respecta a la lucha contra la pobreza y la promoción del desarrollo económico sostenible.

El cambio de administración en Estados Unidos a inicios de 2025 ha marcado un giro significativo en la política comercial del país, caracterizado por la amenaza y la implementación de aranceles sobre las economías vecinas, así como sobre China y otras economías emergentes. Esta nueva postura comercial plantea riesgos de distorsiones en los mercados globales, con efectos adversos potenciales sobre las economías emergentes, las cuales podrían enfrentar tensiones adicionales en sus flujos comerciales y en sus cadenas de suministro.

Adicionalmente, un factor crucial a considerar es la crisis migratoria, exacerbada en gran medida por el endurecimiento de los regímenes autoritarios en diversas regiones del mundo. En este contexto, Estados Unidos ha adoptado políticas de deportaciones masivas, lo que no solo intensifica la presión sobre el sistema migratorio del país, sino que también agrava las dinámicas socioeconómicas y geopolíticas en las economías de origen y destino de los flujos migratorios, que a su vez podrían generar una reducción en los flujos de remesas hacia los países que tienen una alta dependencia de dichos ingresos en sus economías.

En el contexto de tasas de interés, durante el 2024 la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) realizó 3 recortes desde 5.25% hasta 4.25% a medida que los niveles de inflación se moderaban y la economía estadounidense mostraba signos de estabilidad y crecimiento. Las expectativas para 2025 se mantienen en dos recortes adicionales, según la última reunión de la FED en diciembre de 2024, hasta alcanzar el rango de 3.5% y 3.75%; lo que dependerá de los signos que muestre la economía y los efectos de la política comercial y monetaria, así como la evolución de los niveles inflacionarios de Estados Unidos.

Desempeño Económico

La actividad económica del país se ha moderado en el segundo semestre de 2024. El Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento interanual de 1.58% al tercer trimestre, similar al del segundo trimestre (1.53%); pero por debajo del registrado en el primero (3.45%) e inferior a las expectativas que tenía el Banco Central de Reserva (BCR) para el 2024 (3.5%). Lo anterior se explica a partir de que 7 de las 21 actividades usadas en la medición de PIB reportan variaciones negativas, dentro de las que destacan la de administración pública y defensa (-3.55%), enseñanza (-3.44%), transporte y almacenamiento (-2.29%), explotación de minas y canteras (-1.63%) e industrias manufactureras (-1.34%). La actividad que presenta un mayor repunte es la de financieras y seguros con un crecimiento interanual de 9.49%, seguida de actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas (6.12%) y actividades de atención a la salud humana social (5.04%).

Por otra parte, la inflación ha reportado los niveles más bajos después de haber alcanzado rangos históricos postpandemia. A diciembre de 2024 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) resultó en 0.29%. Este comportamiento ha estado influenciado por las divisiones de la canasta básica de alimentos y bebidas no alcohólicas (-0.47%), recreación y cultura (-2.51%), muebles y artículos para el hogar (-2.18%), transporte (-1.58%) y comunicaciones (-0.39%). En términos anuales se observa una reducción significativa en el índice que cerró en 2023 en 1.23%.

Uno de los sectores que ha sido el impulsor de la economía es el financiero que ha mostrado resiliencia y un buen dinamismo al reportar una cartera de préstamos neta de USD 19,024 millones, reflejando un incremento de 6.42% (USD 1,147 millones). Los depósitos, por su parte, registraron un crecimiento de 7.91% (USD 1,478 millones), impulsados principalmente por los depósitos a la vista (+10.28%). Las tasas de interés, en concordancia con la dinámica de ajustes a la baja de las tasas de referencia internacionales, muestran una tendencia decreciente. La tasa de préstamos hasta un año plazo pasó desde 8.2% al cierre de 2023 a 7.87% a diciembre de 2024; mientras que la tasa de rendimiento de depósitos a 180 días registró un ligero aumento al pasar de 5.43% a 5.53%, dando como resultado un menor spread (2.34%) vs 2023 (2.77%).

En el sector fiscal, El Salvador cerró 2024 con un déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) de USD 955.60 millones¹, mayor en 21.3% (USD 167.9 millones) al de 2023. Según las cifras del Banco Central de Reserva los ingresos corrientes reportaron un aumento del 7.1% (USD 599.8 millones) debido principalmente a los ingresos tributarios netos; mientras que los gastos y concesión neta de préstamos registraron un aumento de 8.5% (USD 779.7 millones) producto del aumento de gastos corrientes de consumo e intereses. Cabe destacar que actualmente se tiene un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional con la finalidad de alcanzar un mejor equilibrio fiscal y sostenibilidad de la deuda.

En el sector externo, la balanza comercial de El Salvador cerró el 2024 con un déficit de USD 9,525 millones, superando en 4.1% (USD 375 millones) al déficit reportado en 2023. Las exportaciones FOB totalizaron en USD 6,448 millones y mostraron un comportamiento ligeramente a la baja (-0.8%; USD 50.6 millones) debido principalmente a la industria manufacturera de maquila (-11.18%; USD 115.3 millones). Por su parte, las importaciones registraron un aumento interanual de 2.1% (USD 324.3 millones), también impulsadas por la industria manufacturera (+3.9%; USD 539 millones) y que contrarrestó la reducción en otros productos.

¹ No se incluye pensiones
www.ratingspcr.com

Algunos factores positivos para la economía y el perfil de riesgo del país son las remesas que continúan creciendo y alcanzando cifras récord; aunque con una tasa de crecimiento que se ha desacelerado a niveles más bajos desde 2015. En 2024, las remesas familiares totalizaron los USD 8,479.7 millones con una tasa de crecimiento interanual de 2.5%. Estados Unidos continúa representando el principal país de donde proviene este flujo de divisas. Estas representan aproximadamente el 24% del PIB. Otro factor positivo y resultado de la mejora en el perfil de deuda del país es el riesgo país medido a través del EMBI (*Emerging Market Bonds Index*) que ha tenido una evolución positiva en el último año al pasar de 6.8% en diciembre de 2023 a 3.9% al cierre de 2024.

Perfil de la Titularizadora

Reseña y operaciones.

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, es una entidad especializada en la estructuración y administración de procesos de titularización en El Salvador. Constituida en 2008, forma parte del 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 entidad ofrece titularizaciones respaldadas por flujos futuros y activos financieros para los sectores público y privado, mejorando el acceso a financiamiento y liquidez. Es líder en el mercado salvadoreño, con amplia experiencia y solidez, y gestiona el 59.30% del patrimonio total de las titularizaciones activas en el país.

Estructura gerencial y gestión de riesgos.

PCR considera adecuada la estructura accionaria y el liderazgo de la titularizadora, destacando un sólido Gobierno Corporativo respaldado por su Junta Directiva, manuales, comités y principios éticos, lo que fortalece la toma de decisiones estratégicas en favor de la entidad y sus accionistas. Para cumplir con la normativa NPR-11 del BCR 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

Dada la naturaleza del negocio de la titularizadora, resulta fundamental evaluar el riesgo de liquidez que enfrenta la entidad. En este contexto, al cierre de diciembre de 2024, Hencorp presentó una ligera disminución en su razón corriente en comparación con el resultado interanual, situándose en 2.8 veces (diciembre 2023: 3.0 veces). Sin embargo, la entidad continúa reflejando una sólida capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

El desempeño de sus ingresos y egresos influyó ligeramente en los indicadores de rentabilidad, registrando un ROA de 38.0% (diciembre 2023: 42.0%). Asimismo, el ROE se ubicó en 58.7% (diciembre 2023: 62.6%). A pesar de la reducción en estos indicadores, la titularizadora mantiene niveles de rentabilidad elevados, alineados con su promedio de los últimos cuatro años.

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.
Resguardos financieros	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.

- ii. Ratio de endeudamiento: La relación endeudamiento total a ingresos totales anuales de FOVIAL no deberá ser mayor 4.50 veces (x).

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 deposita el monto de cesión en la cuenta discrecional del fondo de titularización a través de una Orden Irrevocable de Pago.

Factores de Riesgo

Los riesgos asociados del fondo se dividen en dos:

- 1) Riesgos asociados a la emisión: riesgo de mercado, liquidez y tasa de interés.
- 2) Riesgos asociados a la titularización: riesgo mercado, crediticio, legal y de contraparte.

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

Históricamente, los ingresos de FOVIAL han mostrado un crecimiento sostenido, derivado de la variada composición de sus fuentes de recursos. La calificadoradora estima que dicho comportamiento se mantendrá estable en el horizonte de la calificación.

Los ingresos totales de la entidad alcanzaron USD 241.6 millones en 2024, registrando un crecimiento interanual del 6.8% (USD +15.3 millones) y una tasa de crecimiento compuesta anual (CAGR) del 13.2%. Este desempeño positivo se atribuye principalmente al incremento del 5.1% en transferencias estatales y los significativos rendimientos (+70.1%) obtenidos de inversiones en instrumentos gubernamentales. Estructuralmente, los ingresos se componen predominantemente de transferencias de capital (90.6%), complementadas con ingresos financieros (7.7%) y otros ingresos diversos.

Los ingresos de operación de FOVIAL provienen principalmente de las contribuciones obligatorias impuestas² a los importadores o refinadores por la venta de diésel, gasolina o mezclas de combustibles. Además, se incluyen los pagos por derechos y multas, así como el financiamiento complementario³.

A diciembre de 2024, FOVIAL registró ingresos operativos de USD 211.2 millones, mostrando un crecimiento interanual del 4.6% y una tasa compuesta anual (CAGR) del 9.2% en el cuatrienio. Este desempeño refleja la evolución favorable de los recursos que la institución recauda conforme a su sustento legal, con contribuciones equilibradas de sus diversas fuentes de financiamiento.

Los ingresos por contribución vial alcanzaron los USD 115.2 millones, provenientes de la venta de 575.8 millones de galones, lo que representó un incremento interanual del 4.5%. Por su parte, los ingresos por financiamiento complementario totalizaron USD 57.6 millones, lo que refleja un crecimiento del 5.1%, y los beneficios obtenidos por los derechos de circulación y multas fueron de USD 38.4 millones, con una expansión interanual del 5.1%. La agencia opina que esta tendencia se mantendrá en el período, basada en la creciente demanda de combustible en línea con la proyección de crecimiento económico para el país. En el ejercicio 2024, los ingresos por contribución

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

³ 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.

vial alcanzaron USD 115.2 millones, derivados de la venta de 575.8 millones de galones de combustible, registrando un crecimiento interanual del 4.5%. Paralelamente, el financiamiento complementario totalizó USD 57.6 millones (+5.1%), mientras que los derechos de circulación y multas sumaron USD 38.4 millones, con idéntica tasa de crecimiento (5.1%). Esta tendencia se mantendrá, sustentada en: (1) el crecimiento histórico del parque vehicular que impulsa la demanda de combustibles; y (2) los mayores montos por infracciones tras la reforma regulatoria implementada en diciembre de 2024

Según el Decreto N.º 728⁴, para el pago del fondo se incluyen los ingresos por derechos, multas y financiamiento complementario, cuyas coberturas actualmente exceden 5.5 veces (5.5x) los montos de cesión.

Los gastos de gestión de FOVIAL alcanzaron USD 230.6 millones, registrando un incremento interanual del 30.3% (USD +53.6 millones). Este aumento se explica principalmente por los mayores desembolsos en proyectos de construcción vial a nivel nacional, que representaron un 43.4% del crecimiento total. Como consecuencia, el resultado neto anual fue de USD 10.9 millones, mostrando una contracción del 77.8% frente a 2023. Cabe destacar que este representa el segundo ejercicio consecutivo con resultados positivos, lo que refleja una recuperación sostenida tras el período 2020-2022, durante el cual la entidad enfrentó resultados negativos.

Liquidez y fondeo

En los últimos tres años, FOVIAL ha experimentado una reducción progresiva en sus niveles de liquidez corriente, efecto directo de la reforma legal implementada en 2022 que amplió sus facultades de inversión hacia instrumentos financieros de diversos plazos. La agencia prevé que esta tendencia se mantendrá en el mediano plazo, en línea con el crecimiento constante del portafolio de inversiones financieras de la institución, que actualmente representa el 76.9% de sus activos totales.

Los activos totales alcanzaron los USD 414.9 millones, registrando una variación interanual del 27.1%. Este crecimiento se explica por el aumento de las inversiones financieras realizadas por la entidad (+28.8%) y de los fondos disponibles (+19.6%). En términos de composición, estos dos rubros representan lo más significativos, con el 76.9% y el 22.1%, respectivamente, mientras que el resto corresponde a otros activos.

Los pasivos de FOVIAL totalizaron USD 608.2 millones, mostrando un crecimiento interanual del 14.6% (USD +77.6 millones). Este aumento se explica principalmente por el mayor endeudamiento con organismos financieros internacionales (+67.3%), siendo esta la principal fuente de financiación. Los pasivos corrientes representan el 39.9% del total y están compuestos principalmente por financiamiento de terceros.

En 2024, FOVIAL mantuvo un índice de liquidez corriente de 0.5x, igual al registrado en el año anterior, pero considerablemente por debajo de su promedio histórico de 1.1x. Esta situación evidencia restricciones para atender compromisos de corto plazo sin recurrir a nuevas fuentes de financiamiento. Además, el 63.9% del total de pasivos corresponde a préstamos otorgados por entidades financieras, tanto nacionales como internacionales, lo que refleja una elevada exposición a condiciones de crédito externas.

Solvencia y endeudamiento

FOVIAL mantiene una tendencia de niveles de solvencia y endeudamiento ajustados, resultado de un patrimonio afectado por déficits acumulados en años anteriores. El ratio pasivo a patrimonio se situó en -3.2x, mostrando una evolución creciente respecto al período anterior (-2.6x), producto del incremento en los pasivos y la reducción del patrimonio. Esta cifra se alinea con el promedio quinquenal (-3.1x), reflejando el deterioro patrimonial acumulado.

De manera similar, el ratio pasivos a activos alcanzó 1.5x, ligeramente inferior al promedio histórico de los últimos cinco años (1.6x), lo que evidencia el elevado apalancamiento de la entidad. PCR considera que, dada la naturaleza de FOVIAL, este escenario podría restringir su capacidad para acceder a financiamiento en el mediano plazo.

A diciembre de 2024, FOVIAL presentó un patrimonio negativo de USD 193.3 millones, consecuencia de pérdidas históricas acumuladas que generan una estructura de financiamiento 100% basada en deuda.

Cobertura de la emisión y resguardos financieros

PCR considera que el desempeño del fondo al cierre de diciembre de 2024 refleja un comportamiento acorde con lo esperado. La agencia verificó que: se han cumplido puntualmente las cuotas de cesión establecidas, todos los flujos recaudados están debidamente registrados en la cuenta colectora, el originador ha cumplido con los dos resguardos financieros requeridos. Estos factores han garantizado la operatividad adecuada del fondo bajo los parámetros establecidos.

Resguardos financieros de la emisión

La calificadora comprobó que el originador ha cumplido con los dos resguardos financieros semestrales que están establecidos en el prospecto de la emisión. Los resultados de los resguardos son los siguientes:

⁴ 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.

- 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 7.09% 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 1.78 veces.

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.102⁵ aprobado por la Asamblea Legislativa. A diciembre de 2024, el monto de cesión representó el 7.4% del total de ingresos de la entidad. Además, se destaca la holgada cobertura de 13.6x.

Cabe destacar que, para 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	dic-23	dic-24	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
INGRESOS DE FOVIAL (USD MM)	219.08	237.50	225.46	232.05	238.86	245.90	253.18	260.70	268.47	276.50
CESIÓN TOTAL (USD MM)	15.60	17.54	17.54	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90
PARTICIPACIÓN INGRESOS (%)	7.12%	7.39%	7.78%	29.69%	28.85%	28.02%	27.21%	26.43%	25.66%	24.92%
COBERTURA INGRESOS (VECES)	14.04	13.54	12.85	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. 7287, 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 período evaluado, dichos ingresos presenten una cobertura de 5.47 veces sobre los montos de cesión. Adicionalmente, se estima que estos recursos otorgarán una cobertura promedio de 2.31 veces al finalizar la emisión.

⁵ Reforma a la ley del fondo de conservación vial

Estados financieros no auditados de FOVIAL

BALANCE GENERAL DE FOVIAL (EN MILLONES USD)					
Componentes	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Fondos	43.32	61.49	114.46	76.66	91.67
Inversiones Financieras	72.79	102.55	115.37	247.56	318.85
Inversiones en existencias	0.03	0.02	0.02	0.02	0.04
Inversiones en bienes de uso	1.39	1.74	2.17	2.11	4.34
TOTAL ACTIVOS	117.53	165.80	232.01	326.35	414.89
Depósitos de terceros	1.38	1.31	1.49	1.08	6.09
Endeudamiento Interno	52.45	58.74	124.10	141.59	151.03
Endeudamiento Externo	55.00	50.72	46.44	142.17	237.89
Acreedores monetarios	48.44	112.60	313.56	245.78	213.22
TOTALPASIVOS	157.26	223.37	485.59	530.61	608.22
PATRIMONIO					
Patrimonio	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81
Resultado de ejercicios anteriores	-58.13	-62.55	-80.39	-276.38	-227.08
Resultado del ejercicio actual	-4.42	-17.84	-196.00	49.30	10.94
Patrimonio Total	-39.74	-57.57	-253.58	-204.27	-193.33
Total pasivo + Patrimonio	117.52	165.80	232.01	326.35	414.89

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS DE FOVIAL (EN MILLONES USD)					
Componentes	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Financieros y Otros	2.36	1.22	1.76	10.89	18.52
Por Transferencias Corrientes Recibidas	0.19	0.04	1.66	0.03	0.14
Por Transferencias de Capital Recibidas	144.22	186.34	186.74	208.16	218.84
Por Venta de Bienes y Servicios	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Por Actualizaciones y Ajustes	0.49	5.57	7.83	7.20	4.05
INGRESOS TOTALES	147.27	193.17	197.99	226.28	241.56
Inversión Pública	140.40	196.08	372.64	136.88	196.29
Personal	3.04	3.39	4.18	4.55	4.67
Bienes de consumo y servicios	0.93	1.26	4.32	10.01	3.22
Inversión Pública	0.06	0.04	0.12	0.02	0.04
Financieros y otros	6.62	7.04	12.17	24.84	25.63
Por transferencias otorgadas	0.00	0.01	0.02	0.01	0.01
Costos de ventas y cargos calculados	0.46	0.50	0.55	0.68	0.68
Por actualizaciones y ajustes	0.17	2.68	0.00	0.00	0.08
GASTOS TOTALES	151.68	211.00	393.99	176.98	230.62
Resultado neto del ejercicio	-4.42	-17.84	-196.00	49.30	10.94

Fuente: FOVIAL / Elaboración: PCR

Estados financieros auditados FTHVFOV04

BALANCE GENERAL (EN MILLONES USD)			
Componentes	dic-22	dic-23	dic-24
Bancos	3.31	3.47	1.80
Inversiones financieras	-	-	1.68
Activos en titularización	8.63	16.03	15.38
Rendimientos por cobrar	-	-	0.01
Activo corriente	11.95	19.49	18.86
Activos en titularización largo plazo	1,360.12	1,337.14	1,319.68
Activo no corriente	1,360.12	1,337.14	1,319.68
Total Activo	1,372.07	1,356.63	1,338.54
Documentos por pagar	535.17	477.75	463.71
Comisiones por pagar	0.01	0.01	0.00
Honorarios profesionales por pagar	0.05	0.05	0.06
Otras cuentas por pagar	0.15	0.19	0.22
Retenciones de Impuesto sobre la renta	0.00	-	-
Obligaciones por titularización de activos	3.77	4.16	3.88
Pasivo corriente	539.15	482.15	467.87
Obligaciones por titularización de activos	59.76	114.05	123.80
Ingresos diferidos	748.43	707.58	666.75
Pasivo no corriente	808.20	821.63	790.55
Reservas de excedentes anteriores	-	24.72	52.85
Excedente del ejercicio	24.72	28.13	27.27
Excedente acumulado del fondo de titularización	24.72	52.85	80.12
Total Pasivo	1,372.07	1,356.63	1,338.54

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

ESTADO DE RESULTADOS (EN MILLONES USD)

Componentes	dic-22	dic-23	dic-24
Ingresos de operación y administración	29.17	38.81	38.71
Ingresos por inversiones			0.06
Total ingresos	29.17	38.81	38.77
Por administración y custodia	0.96	1.20	0.79
Por clasificación de riesgo	0.07	0.04	0.04
Por auditoría externa y fiscal	0.00	0.00	0.00
Por servicio de valuación	0.02	-	-
Por Honorarios Profesionales	0.10	0.10	0.03
Total gastos de administración y operación	1.15	1.35	0.85
Gastos financieros	2.86	8.94	10.56
Otros gastos	0.45	0.39	0.09
Total gastos	4.46	10.67	11.50
Excedente del ejercicio	24.72	28.13	27.27

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

Nota sobre información empleada para el análisis

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

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