

FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES FONDO DE CONSERVACIÓN VIAL CERO CUATRO - FTHVFOV 04

Comité No.: 092/2026

Fecha de Comité: 21 de abril de 2026

Informe con estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2025

Antiguo Cuscatlán – El Salvador

Equipo de Análisis

Rebeca Bonilla

Adrián Pérez

(503) 2266-9471

rbonilla@ratingspcr.com

aperez@ratingspcr.com

Calificación

AAA

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.

Instrumento Calificado	Calificación actual	Calificación anterior	Fecha de comité
Valores de titularización	AAA	AAA	21 de abril de 2026
Perspectiva	Estable	Estable	

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 al 31 de diciembre de 2025.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del fondo de titularización, respaldada por el desempeño de los flujos de ingresos provenientes de la contribución vial, el financiamiento complementario y los derechos de circulación y multas. Se considera la ajustada solvencia y adecuados niveles de liquidez del originador. Finalmente, se valora el cumplimiento de los mecanismos operativos, legales y financieros de la emisión, los cuales otorgan solidez a la estructura del fondo.

Resumen Ejecutivo

- Estabilidad en la generación de ingresos respaldada por fuentes legales recurrentes:** PCR considera que el Fondo de Conservación Vial (FOVIAL) mantiene una posición financiera adecuada, sustentada en ingresos provenientes de fuentes establecidas por ley y vinculadas al consumo de combustibles y al parque vehicular. A diciembre de 2025, la entidad registró ingresos totales por USD 252.9 millones, reflejando un crecimiento interanual de 4.7%. La estructura de ingresos continúa concentrándose en transferencias de capital, mientras que los ingresos operativos provienen principalmente de la contribución de conservación vial, así como de derechos de circulación, multas y financiamiento complementario. En conjunto, estas fuentes mantienen un carácter recurrente y respaldado por su base normativa, lo que favorece la estabilidad en la generación de flujos y la capacidad del originador para atender las obligaciones asociadas a la titularización.
- Niveles de liquidez con señales de recuperación :** PCR considera que FOVIAL mantiene una alta concentración de activos en inversiones financieras, en línea con las facultades legales que le permiten invertir recursos en instrumentos emitidos por el Estado. Esta composición ha favorecido el crecimiento del portafolio de inversiones, aunque podría limitar estructuralmente la liquidez disponible para atender compromisos de corto plazo. A diciembre de 2025, la entidad evidenció una mejora en su capacidad para cubrir obligaciones inmediatas, reflejada en un indicador de liquidez corriente de 0.86 veces, superior al 0.49 veces registrado en diciembre de 2024 y cercano al promedio de los últimos cinco años (0.8 veces). En opinión de PCR, la evolución de este indicador continuará dependiendo de la gestión del portafolio de inversiones y del acceso a fuentes de financiamiento.
- Indicadores de solvencia y endeudamiento ajustados:** FOVIAL continúa mostrando niveles ajustados de solvencia y una estructura de financiamiento con alta participación de deuda, asociados principalmente a un patrimonio afectado por déficits acumulados en ejercicios anteriores. A diciembre de 2025, el ratio de pasivo a patrimonio se ubicó en -4.1 veces, evidenciando un deterioro respecto al período previo (-3.2 veces) y manteniéndose por debajo del promedio de los últimos cinco años (-3.1 veces). De forma complementaria, el ratio de pasivos sobre activos se situó en 1.3 veces, nivel que continúa reflejando una estructura altamente apalancada, aunque ligeramente inferior al promedio quinquenal (1.6 veces). En conjunto, estos indicadores evidencian una flexibilidad financiera limitada, en línea con el esquema de financiamiento utilizado por la entidad para el desarrollo de proyectos de infraestructura vial.
- Desempeño adecuado del fondo y cumplimiento de resguardos financieros:** En opinión de PCR, el fondo mantiene un desempeño acorde con lo esperado a la fecha de análisis, evidenciado en el cumplimiento oportuno de las cuotas de cesión y en el registro adecuado de los flujos a través de la cuenta colectora. Asimismo, el originador cumple con los resguardos financieros establecidos en la emisión, lo que contribuye a la estabilidad operativa de la estructura. A diciembre de 2025, los ingresos del originador generaron una cobertura de 3.62 veces sobre los montos de cesión, reflejando un margen adecuado para atender las obligaciones asociadas al fondo.

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 30 de octubre de 2025. 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 calificación

PCR utilizó los estados financieros no auditados de FOVIAL correspondientes de diciembre de 2019 a 2025, 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 2025 y la información proporcionada directamente por la Titularizadora.

Limitaciones 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.

Panorama internacional

El panorama económico internacional en 2025 estuvo marcado por tensiones comerciales y geopolíticas que moldearon el crecimiento económico hasta alcanzar un 2.7 %, según datos del Banco Mundial. Este nivel de crecimiento estuvo ligeramente por encima de las estimaciones (2.4 %). Para 2026 se proyecta un crecimiento económico mundial de 2.6 %, similar al reportado en los últimos años, explicado por un panorama mixto entre efectos adversos por políticas arancelarias e incertidumbre geopolítica versus un contexto de condiciones de financiamiento favorables, en línea con la política monetaria más flexible.

Para América Latina, el Banco Mundial estima un crecimiento de 2.3 %, limitado en buena medida por restricciones comerciales aún significativas y con economías con demandas internas aún bajas que pueden llegar a contrarrestar el efecto positivo de una política monetaria más flexible y un acceso a financiamiento favorable. Otro riesgo previsible en el ámbito social es un endurecimiento de las políticas migratorias que frenen el flujo de remesas hacia países con dependencia mediana y alta de estos ingresos, en conjunto con efectos del cambio climático, específicamente el fenómeno de "La niña" que podría provocar sequías y afectar los niveles de producción principalmente en productos agropecuarios.

En el contexto de tasas de interés, tras la aplicación de una política monetaria prudente por parte de la Reserva Federal durante 2025, se prevé que en 2026 continúe una trayectoria moderada a la baja, hasta situarse en un rango de entre 3.0% y 3.25% hacia finales del año, condicionada a la evolución de la inflación en Estados Unidos y al desempeño del mercado laboral.

Desempeño económico

La economía de El Salvador registró un desempeño favorable en 2025 con un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del 3.9 %, según datos del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR). Desde el enfoque de la producción, la mayoría de las actividades económicas (15/19) registraron un crecimiento anual, sobresaliendo Construcción (24.4 %), Minas y canteras (8.7 %), Transporte (6.1 %) y Actividades financieras y de seguros (4.5 %). El crecimiento se fundamentó en la ejecución de proyectos de construcción, tanto del sector público como privado, aumento de la demanda de servicios de transporte de carga y de pasajeros, la buena dinámica del sistema financiero y del turismo que registró cifras récord que además promovieron la demanda de otros servicios complementarios.

En el panorama del sistema financiero y monetario se evidencia que la liquidez fue favorecida ante el aumento significativo de remesas y de depósitos. Las Reservas Internacionales Netas (RIN) registraron un crecimiento de 28.8 %; mientras que las reservas de liquidez de los bancos se reforzaron al pasar de representar el 11.8 % de los depósitos en noviembre de 2024 a 14.1 % al cierre de noviembre de 2025. Por otra parte, la Inflación se mantuvo en niveles controlados durante 2025, donde la variación en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) reflejó un comportamiento mixto con variaciones negativas durante 5 meses del año y cerrando con un crecimiento moderado de 0.91 % en diciembre como resultado principalmente de los rubros de restaurantes y hoteles, bebidas alcohólicas y tabaco, salud y alimentos y bebidas no alcohólicas. Los niveles inflacionarios se alinearon con las expectativas iniciales del Fondo Monetario Internacional (FMI), entidad que proyecta para 2026 una inflación cercana al 1.8%, consistente con una mayor dinámica de crecimiento económico.

En materia fiscal se materializan algunas mejoras y se mantienen perspectivas optimistas. De acuerdo con el marco de política fiscal acordado entre El Salvador y el FMI se proyecta una trayectoria de consolidación fiscal gradual en el mediano plazo. En este escenario base, el déficit fiscal se ubicaría alrededor de 3.0% del PIB en 2025, se reduciría adicionalmente en 2026 hasta un rango aproximado de 2.5%–2.8% del PIB, y continuaría disminuyendo en 2027 hacia niveles cercanos a 2.0%–2.3%. Esta senda refleja la implementación progresiva de medidas de ajuste fiscal, fortalecimiento de la recaudación y reformas estructurales, orientadas a mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas y colocar la deuda pública en una trayectoria descendente.

En el sector externo el país sigue enfrentando una balanza comercial deficitaria marcada por un crecimiento más acelerado de las importaciones (12.9 %) con respecto a las exportaciones (1.9 %). Por otra parte, las remesas representan un flujo significativo de divisas, dado que en 2025 marcaron un récord al presentar un crecimiento del 17.8 % interanual, favoreciendo el consumo interno y representando aproximadamente el 24 % del PIB.

Por otra parte, al cierre de 2025, el EMBI de El Salvador se ubicó en alrededor de 329 puntos básicos, lo que representó una reducción relevante frente al nivel observado al cierre de 2024, cercano a 388 puntos básicos. Esta disminución refleja una mejora en la percepción de riesgo soberano por parte de los inversionistas, asociada a una mayor estabilidad macroeconómica y a avances en la gestión fiscal y financiera del país. No obstante, pese a la compresión del spread, El Salvador continuó registrando el EMBI más elevado de Centroamérica, evidenciando la persistencia de riesgos estructurales.

Perfil de la titularizadora

Reseña y operaciones.

Hencorp Valores Ltda, Titularizadora (2008) pertenece al Grupo Hencorp y opera en El Salvador como entidad dedicada a estructurar, integrar y administrar procesos de titularización. Su actividad comprende la constitución de patrimonios autónomos, la coordinación con originadores, administradores y custodios, y el reporte periódico a inversionistas, conforme a la normativa del mercado de valores. La entidad se rige por políticas y procedimientos de gobierno, gestión de riesgos y cumplimiento acordes

con la regulación aplicable, incluyendo requerimientos de aislamiento patrimonial y controles fiduciarios. A diciembre de 2025, las titularizaciones activas bajo su administración representaban 69.1% del saldo del mercado.

Estructura gerencial y gestión de riesgos.

Hencorp Valores opera con un gobierno corporativo formalizado: Junta Directiva, comités de apoyo y manuales que regulan la toma de decisiones y la conducta (incluye código de ética). La gestión integral de riesgos está documentada en un Manual alineado a la NPR-11 para entidades del mercado bursátil y se complementa con auditoría externa regulada y funciones de cumplimiento y auditoría separadas de la operación, en línea con las exigencias normativas aplicables.

Resultados financieros

Debido a la naturaleza del negocio, la evaluación del riesgo de liquidez de la titularizadora es prioritaria. Al cierre de diciembre de 2025, el ratio de prueba ácida se mantuvo estable, pasando de 2.88 veces a 2.9 veces. Este indicador confirma una capacidad sostenida para cubrir obligaciones de corto plazo sin variaciones significativas en su estructura de liquidez.

En cuanto al desempeño operativo, la gestión de ingresos y egresos permitió que la utilidad neta alcanzara los USD 3.28 millones, lo que representa un crecimiento interanual del 42.7%. Este incremento impulsó los indicadores de rentabilidad por encima de sus promedios históricos de los últimos 5 periodos: el ROA se situó en 43.5% (promedio: 40.3%) y el ROE en 66.7% (promedio: 60.6%). Estos resultados no solo reflejan una mayor eficiencia operativa, sino que fortalecen la resiliencia financiera de la entidad frente a posibles fluctuaciones del mercado.

El patrimonio de la titularizadora ascendió a USD 4.91 millones, registrando un aumento del 25.6% respecto a diciembre de 2024, impulsado principalmente por los resultados del ejercicio y el fortalecimiento de las reservas de capital. Este crecimiento consolida la solvencia de la institución y asegura un cumplimiento holgado del capital mínimo requerido por la normativa vigente para las sociedades titularizadoras de activos.

Estructura de la titularización

El Fondo de Titularización Hencorp Valores Fondo de Conservación Vial Cero Cuatro (FTHVFOV Cero Cuatro) fue constituido con el objetivo de titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros del Fondo de Conservación Vial (FOVIAL), correspondientes a una porción de los ingresos que dicha entidad percibe de forma recurrente en el marco de la normativa aplicable. Estos ingresos provienen principalmente de contribuciones y derechos vinculados al uso y circulación vehicular, así como de transferencias establecidas en el Presupuesto General del Estado destinadas al financiamiento de la conservación vial. En virtud de esta estructura, FOVIAL cede al Fondo de Titularización una porción de dichos derechos de cobro, los cuales respaldan la emisión de valores. Los recursos obtenidos por medio de la titularización serán destinados por FOVIAL a la reestructuración de pasivos, al desarrollo de infraestructura vial, a la conservación de la red vial nacional y a la mitigación de riesgos asociados a su gestión operativa.

Principales características del instrumento	
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:	<ol style="list-style-type: none"> 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 periodos 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.
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

Como parte de la estructura de la titularización, FOVIAL instruyó al Ministerio de Hacienda, a través de la Dirección General de Tesorería, mediante una Orden Irrevocable de Retención y Transferencia, a depositar mensualmente un monto preestablecido proveniente de la contribución de conservación vial a favor del Fondo de Titularización. Este mecanismo asegura la retención y transferencia prioritaria de los flujos cedidos para el cumplimiento de las obligaciones de la emisión. Los recursos son canalizados a través de una cuenta colectora administrada por Banco de América Central (BAC), entidad con calificación de riesgo AAA.

Análisis del Originador

Reseña

El Fondo de Conservación Vial (FOVIAL) es una institución de derecho público creada el 30 de noviembre de 2000 mediante Decreto Legislativo N.º 208, con el objetivo de administrar los recursos destinados a la conservación y mantenimiento de la red vial nacional. Su creación respondió a la necesidad de establecer un mecanismo institucional que garantizara la preservación continua y sostenible de la infraestructura vial del país. En el marco de su mandato, FOVIAL es responsable de mantener en condiciones adecuadas la Red Vial Nacional Prioritaria Mantenible, mediante la ejecución de programas de mantenimiento y otras intervenciones orientadas a asegurar la transitabilidad y seguridad de los usuarios. En este contexto, la institución cumple un rol relevante dentro del sistema de infraestructura vial al contribuir a la continuidad operativa del transporte terrestre y a la conectividad territorial del país.

Estrategias y operaciones

Los recursos de FOVIAL provienen principalmente de: (i) la contribución de conservación vial de USD 0.20 por galón de gasolina, diésel o sus mezclas con otros carburantes; (ii) aportes extraordinarios del Estado; (iii) transferencias consignadas en el Presupuesto General de la Nación; y (iv) pagos derivados de derechos y multas establecidos en el Decreto Legislativo N.º 504. En el marco de su mandato institucional, FOVIAL administra estos recursos con el objetivo de asegurar condiciones adecuadas de conservación en la Red Vial Nacional Prioritaria Mantenible y la Red Vial Urbana Prioritaria Mantenible. Para ello, ejecuta programas de mantenimiento rutinario y periódico, conservación de puentes y obras de paso, así como intervenciones de señalización y seguridad vial orientadas a preservar la funcionalidad y seguridad de la infraestructura vial.

Análisis financiero

Resultados

PCR considera que FOVIAL mantiene una posición financiera adecuada, respaldada por una estructura de ingresos recurrentes sustentada en fuentes establecidas por ley y vinculadas al consumo de combustibles y al parque vehicular. Durante el período analizado, los ingresos mostraron un crecimiento moderado; sin embargo, el mayor nivel de ejecución del gasto asociado a proyectos de infraestructura vial y obligaciones financieras derivó en un déficit al cierre del ejercicio. Se espera que las fuentes de ingresos del originador mantengan una evolución estable, respaldadas por el marco legal vigente y por la dinámica de los factores que sustentan su base recaudatoria, manteniendo niveles adecuados de cobertura frente a los compromisos de la titularización.

A diciembre de 2025, FOVIAL registró ingresos totales por USD 252.93 millones, reflejando un crecimiento interanual de 4.71 % y una tasa compuesta anual (CAGR) de 7.0 %. La estructura de ingresos mantiene una elevada participación de fuentes públicas, donde las transferencias de capital representan 86.7 % del total, en línea con la naturaleza institucional del originador como entidad autónoma vinculada al financiamiento de infraestructura pública. En cuanto a los ingresos operativos, estos ascendieron a USD 226.11 millones, con un crecimiento interanual de 7.1 % y una CAGR de 4.4 %, provenientes principalmente de la contribución de conservación vial aplicada a la comercialización de combustibles, así como de ingresos por derechos de circulación, multas y mecanismos de financiamiento complementario. Estas fuentes constituyen el principal soporte estructural de los ingresos recurrentes de la entidad.

Durante el período analizado, los ingresos por contribución vial totalizaron USD 123.8 millones, mientras que el financiamiento complementario alcanzó USD 61.9 millones y los recursos provenientes de derechos y multas USD 40.4 millones, manteniendo una tendencia de crecimiento moderada en línea con la evolución del consumo de combustibles y del parque vehicular. PCR considera que la estabilidad de estas fuentes de ingresos continúa respaldada por su base normativa y carácter recurrente, así como por factores estructurales como la expansión del parque vehicular y la dinámica del consumo de combustibles. En este contexto, y conforme a lo establecido en el Decreto N.º 728, los ingresos por derechos, multas y financiamiento complementario forman parte de los flujos elegibles para respaldar la estructura de titularización, los cuales presentan actualmente una cobertura superior a 3.62 veces respecto a los montos de cesión, evidenciando un margen adecuado para el cumplimiento de las obligaciones asociadas al instrumento.

En cuanto a los gastos, estos han evolucionado en línea con la ejecución de proyectos de infraestructura vial y con las transferencias realizadas a otras entidades del sector público. Al cierre de diciembre de 2025, FOVIAL registró gastos totales por USD 259.47 millones, reflejando un incremento interanual de 12.5 %. Este comportamiento estuvo impulsado principalmente por el aumento en gastos financieros (USD 15.9 millones), seguido por mayores erogaciones en inversión pública (USD 10.5 millones) y en bienes de consumo y servicios (USD 1.7 millones).

Como resultado de esta dinámica, la entidad reportó un déficit del ejercicio de USD 6.5 millones, asociado al mayor ritmo de ejecución del gasto durante el período. No obstante, desde una perspectiva prospectiva, PCR considera que este comportamiento responde principalmente a la naturaleza operativa de la entidad y a la ejecución de programas de inversión vinculados al mantenimiento de la infraestructura vial, por lo que no representa, en sí mismo, un deterioro estructural en la capacidad de generación de los flujos que respaldan la estructura de titularización. En este sentido, la evolución del gasto deberá mantenerse alineada con la disponibilidad de recursos provenientes de las fuentes establecidas por ley, las cuales continúan mostrando estabilidad y niveles de cobertura adecuados frente a los compromisos asociados al instrumento.

Liquidez y fondeo

PCR considera que el originador continuará mostrando una alta concentración de activos en inversiones financieras, en línea con las facultades legales que le permiten invertir recursos en instrumentos emitidos por el Estado, lo cual ha favorecido el crecimiento de su portafolio de inversiones. No obstante, esta composición podría limitar estructuralmente la liquidez disponible para atender compromisos de corto plazo, aun cuando al cierre de 2025 se observó una mejora en el indicador de liquidez corriente; en ese sentido, la evolución de este indicador continuará dependiendo de la gestión del portafolio de inversiones y del acceso a fuentes de financiamiento.

A diciembre de 2025, los activos de FOVIAL totalizaron USD 611.5 millones, reflejando un crecimiento interanual de 47.4 %, impulsado principalmente por el incremento en inversiones financieras por USD 158.5 millones, las cuales representan 78.1 % del total de activos. Esta composición es consistente con el comportamiento histórico de la entidad y responde a la facultad legal que posee para invertir recursos en instrumentos emitidos por el Estado.

Por su parte, los pasivos ascendieron a USD 811.4 millones, con un crecimiento de 33.4 %, explicado principalmente por el aumento del financiamiento externo por USD 165.2 millones. La estructura de fondeo continúa concentrándose en endeudamiento, el cual representa 79.7 % del total de pasivos, proveniente principalmente de organismos multilaterales, emisiones bursátiles asociadas a procesos de titularización y, en menor medida, de acreedores monetarios. Estos recursos se orientan principalmente al financiamiento de proyectos de infraestructura vial ejecutados por el Estado a través de la institución.

En términos de liquidez, el indicador de liquidez corriente se ubicó en 0.86 veces, superior al registrado en diciembre de 2024 (0.49 veces) y cercano al promedio de los últimos cinco años (0.8 veces). La mejora observada responde al aumento en los fondos disponibles y a una menor presión de financiamiento de corto plazo; sin embargo, el indicador continúa reflejando una capacidad limitada para cubrir obligaciones inmediatas, condición que se mantiene alineada con la dinámica operativa y de financiamiento de la entidad.

Solvencia y endeudamiento

PCR opina que FOVIAL continuará mostrando niveles ajustados de solvencia, asociados principalmente a un patrimonio afectado por déficits acumulados y a una estructura de financiamiento con alta participación de deuda. Si bien esta condición es consistente con la naturaleza operativa de la entidad y con el financiamiento de proyectos de infraestructura vial, la evolución de su posición patrimonial y del endeudamiento será un factor relevante para su flexibilidad financiera en el mediano plazo.

A diciembre de 2025, la solvencia de FOVIAL se mantiene ajustada, como resultado de la acumulación de déficits patrimoniales en ejercicios anteriores, lo que continúa limitando su flexibilidad financiera. En este contexto, el ratio pasivo a patrimonio se ubicó en -4.1 veces, evidenciando un deterioro respecto al período previo (-3.2 veces) y manteniéndose por debajo del promedio quinquenal (-3.1 veces), como resultado del incremento en los pasivos y la reducción del patrimonio.

De forma consistente, el ratio pasivos sobre activos se situó en 1.3 veces, nivel que continúa reflejando una estructura altamente apalancada, aunque ligeramente inferior al promedio de los últimos cinco años (1.6 veces). Este comportamiento se explica principalmente por el financiamiento asumido para la ejecución de proyectos de infraestructura vial.

En este sentido, a pesar de la reducción observada en el déficit acumulado, la entidad mantiene un patrimonio negativo de USD 199.9 millones, lo que evidencia un esquema de financiamiento estructuralmente dependiente de deuda. Desde una perspectiva prospectiva, esta condición podría continuar limitando la flexibilidad financiera y el acceso a nuevas fuentes de financiamiento en el mediano plazo.

Cobertura de la emisión y resguardos financieros

PCR considera que el desempeño del fondo al cierre de diciembre de 2025 se mantiene en línea con lo esperado dentro de la estructura de la titularización. Durante el período evaluado, las cuotas de cesión se han cumplido oportunamente, los flujos recaudados se han canalizado conforme a lo establecido a través de la cuenta colectora, y el originador ha mantenido el cumplimiento de los resguardos financieros requeridos. En conjunto, estos elementos evidencian el adecuado funcionamiento del fondo dentro de los parámetros operativos definidos en la estructura.

Resguardos financieros de la emisión

En cuanto al cumplimiento de los covenants financieros, se observa que el FOVIAL mantiene una posición holgada frente a los límites establecidos. La razón de cesión de flujos respecto a los ingresos totales se ubicó en 7.76%, significativamente por debajo del límite máximo permitido del 50%, lo que evidencia una baja presión de la titularización sobre sus fuentes de ingreso. Por su parte, la razón de endeudamiento alcanzó 2.30 veces, manteniéndose dentro del umbral de 4.50 veces, lo que refleja un nivel de apalancamiento controlado. En conjunto, ambos indicadores muestran un adecuado margen de cumplimiento, respaldando la capacidad del originador para atender sus obligaciones bajo condiciones contractuales establecidas.

Cobertura de ingresos

La estructura del fondo se encuentra respaldada por los ingresos percibidos por FOVIAL, los cuales permiten cubrir adecuadamente los compromisos derivados de la cesión. De acuerdo con lo establecido en el Decreto N.º 102, la entidad puede comprometer hasta el 50 % de sus ingresos anuales para respaldar el pago de sus obligaciones financieras.

A diciembre de 2025, el monto de cesión representó el 27.6 % del total de ingresos del originador, nivel que se mantiene por debajo del límite establecido por la normativa. En este contexto, los ingresos disponibles proporcionaron una cobertura de 3.62 veces sobre las obligaciones asociadas al fondo, reflejando un margen adecuado para el cumplimiento de los compromisos financieros. Cabe señalar que, hasta 2024, las proyecciones de pago de cesiones consideran únicamente la porción efectivamente colocada por la titularizadora. A partir de 2025 y hasta 2031, se asume la colocación total del monto autorizado, escenario bajo el cual los ingresos del originador presentarían una cobertura promedio estimada de 4.4 veces sobre las obligaciones proyectadas.

COMPONENTE	dic-24	dic-25	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
INGRESOS DE FOVIAL (USD MM)	237.50	249.41	232.05	238.86	245.90	253.18	260.70	268.47	276.50
CESIÓN TOTAL (USD MM)	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90	68.90
PARTICIPACIÓN INGRESOS (%)	29.0%	27.6%	29.69%	28.85%	28.02%	27.21%	26.43%	25.66%	24.92%
COBERTURA INGRESOS (VECES)	3.45	3.62	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 N.º 728, se incorporan como fuentes de pago del fondo los ingresos provenientes de derechos, multas y financiamiento complementario. Al cierre del período evaluado, estos ingresos registraron una cobertura de 1.48 veces sobre los montos de cesión. De mantenerse la dinámica observada, se estima que dichos recursos alcanzarían una cobertura promedio de 2.14 veces al término de la emisión, fortaleciendo la capacidad de atención de las obligaciones del fondo.

Estados financieros no auditados de FOVIAL

BALANCE GENERAL DE FOVIAL (EN MILLONES USD)

Componentes	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Fondos	43.3	61.5	114.5	76.7	91.7	129.0
Inversiones Financieras	72.8	102.5	115.4	247.6	318.9	477.3
Inversiones en existencias	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inversiones en bienes de uso	1.4	1.7	2.2	2.1	4.3	5.2
TOTAL ACTIVOS	117.5	165.8	232.0	326.3	414.9	611.5
Depósitos de terceros	1.4	1.3	1.5	1.1	6.1	2.3
Endeudamiento Interno	52.4	58.7	124.1	141.6	151.0	243.8
Endeudamiento Externo	55.0	50.7	46.4	142.2	237.9	403.1
Acreedores monetarios	48.4	112.6	313.6	245.8	213.2	162.3
TOTALPASIVOS	157.3	223.4	485.6	530.6	608.2	811.4
PATRIMONIO						
Patrimonio	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	-216.1
Resultado del ejercicio actual	-4.4	-17.8	-196.0	49.3	10.9	-6.5
PATRIMONIO TOTAL	-39.7	-57.6	-253.6	-204.3	-193.3	-199.9
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	117.5	165.8	232.0	326.3	414.9	611.5

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

ESTADO DE RESULTADOS DE FOVIAL (EN MILLONES USD)

Componentes	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Financieros y otros	2.4	1.2	1.8	10.9	18.5	30.0
Por transferencias corrientes recibidas	0.2	0.0	1.7	0.0	0.1	0.1
Por transferencias de capital recibidas	144.2	186.3	186.7	208.2	218.8	219.2
Por venta de bienes y servicios	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Por actualizaciones y ajustes	0.5	5.6	7.8	7.2	4.1	3.5
INGRESOS TOTALES	147.3	193.2	198.0	226.3	241.6	252.9
Inversión pública	140.4	196.1	372.6	136.9	196.3	206.8
Personal	3.0	3.4	4.2	4.5	4.7	4.9
Bienes de consumo y servicios	0.9	1.3	4.3	10.0	3.2	4.9
Inversión pública	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Financieros y otros	6.6	7.0	12.2	24.8	25.6	41.6
Por transferencias otorgadas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Costos de ventas y cargos calculados	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
Por actualizaciones y ajustes	0.2	2.7	0.0	0.0	0.1	0.5
GASTOS TOTALES	151.7	211.0	394.0	177.0	230.6	259.5
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	-4.4	-17.8	-196.0	49.3	10.9	-6.5

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

Estados financieros auditados FTHVFOV04

BALANCE GENERAL (EN MILES USD)

Componentes	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Bancos	3.31	3.47	1.80	3.01
Inversiones financieras	-	-	1.68	3.40
Activos en titularización	8.63	16.03	15.38	28.79
Rendimientos por cobrar	-	-	0.01	0.13
Activo corriente	11.95	19.49	18.86	35.33
Activos en titularización largo plazo	1,360.12	1,337.14	1,319.68	1,285.30
Activo no corriente	1,360.12	1,337.14	1,319.68	1,285.30
Total Activo	1,372.07	1,356.63	1,338.54	1,320.63
Documentos por pagar	535.17	477.75	463.71	389.19
Comisiones por pagar	0.01	0.01	0.00	0.00
Honorarios profesionales por pagar	0.05	0.05	0.06	0.06
Otras cuentas por pagar	0.15	0.19	0.22	0.37
Retenciones de Impuesto sobre la renta	0.00	-	-	0.00
Obligaciones por titularización de activos	3.77	4.16	3.88	7.42
Pasivo corriente	539.15	482.15	467.87	397.04
Obligaciones por titularización de activos	59.76	114.05	123.80	194.29
Ingresos diferidos	748.43	707.58	666.75	626.99
Pasivo no corriente	808.20	821.63	790.55	821.28
Reservas de excedentes anteriores	-	24.72	52.85	80.12
Excedente del ejercicio	24.72	28.13	27.27	22.19
Excedente acumulado del fondo de titularización	24.72	52.85	80.12	102.31
Total Pasivo	1,372.07	1,356.63	1,338.54	1,320.62

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

ESTADO DE RESULTADOS (EN MILES USD)

Componentes	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos de operación y administración	29.17	38.81	38.71	38.61
Ingresos por inversiones			0.06	0.12
Otros ingresos				0.01
Total ingresos	29.17	38.81	38.77	38.74
Por administración y custodia	0.96	1.20	0.79	1.72
Por clasificación de riesgo	0.07	0.04	0.04	0.03
Por auditoría externa y fiscal	0.00	0.00	0.00	0.00
Por servicio de valuación	0.02	-	-	-
Por honorarios profesionales	0.10	0.10	0.03	0.03
Total gastos de administración y operación	1.15	1.35	0.85	1.77
Gastos financieros	2.86	8.94	10.56	-
Intereses valores titularización				14.25
Otros gastos	0.45	0.39	0.09	0.52
Total gastos	4.46	10.67	11.50	16.55
Excedente del ejercicio	24.72	28.13	27.27	22.19

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.