

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Sesión Ordinaria: n.º 6432025

Fecha: 24 de abril de 2025

CLASIFICACIÓN PÚBLICA

Informe de revisión completo

CALIFICACIONES ACTUALES (*)

	Clasificación	Perspectiva
VTHVFOV04	AA-.sv (sf)	Estable

(*) La nomenclatura 'sv' refleja riesgos solo comparables en El Salvador.
Para mayor detalle sobre las clasificaciones asignadas ver la sección de información complementaria, al final de este reporte.

CONTACTOS

Fátima Flores +503.2243.7419
Associate Credit Analyst
Fatima.flores@moodys.com

Marco Orantes +503.2243.7419
Associate Director Credit Analyst
Marco.orantes@moodys.com

Jaime Tarazona +511.616.0417
Ratings Manager
Jaime.tarazona@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Costa Rica
+506.4102.9400

El Salvador
+503.2243.7419

Fondo de Titularización Hencorp Valores Fondo de Conservación Vial 04

RESUMEN

Moody's Local ES S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo (en adelante, Moody's Local El Salvador) afirma la categoría AA-.sv (sf) a la emisión con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Fondo de Conservación Vial 04 (en adelante el Fondo o FTHVFOV04). La perspectiva es Estable.

La clasificación se fundamenta en los derechos del Fondo sobre una porción correspondiente a los primeros ingresos de cada mes del Fondo de Conservación Vial (FOVIAL), que también podrá identificarse como el Originador. El mecanismo de suficiencia de flujos es favorecido por el contrato de titularización, el acuerdo de cesión de derechos, y por la orden irrevocable de pago (OIP) a favor del Fondo.

Los ingresos a percibir provienen de las transferencias de recursos generados por la aplicación del impuesto de contribución de conservación vial a la venta o cualquier otra forma de transferencia de propiedad de diésel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes que realicen importadores o refinadores, los pagos por derechos y multas y cualquier otro ingreso que FOVIAL esté legal o contractualmente facultada a recibir.

La clasificación pondera de forma positiva la importancia estratégica del Originador para el cumplimiento de los objetivos del Ejecutivo, para el desarrollo de proyectos de infraestructura pública vial, facilitando las actividades económicas, comerciales, educativas, industriales y sociales; a través de la conservación, inversión, mejoramiento y mantenimiento de la red vial nacional.

En los últimos periodos, FOVIAL ha presentado déficit en el patrimonio, como resultado de las pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores. La Institución evidencia la dependencia en el financiamiento a través de deuda para operar. Cabe señalar que anteriormente, por mandato de Ley el Originador no podía comprometer más del 50.0% de sus ingresos para respaldar el pago del servicio de sus obligaciones financieras. En abril de 2025, se realizó una reforma a la Ley eliminando dicho límite, dejando la decisión en el consejo directivo de la Institución. Esto podría exponer a la Entidad a la acumulación de deuda excesiva y generar presiones al perfil crediticio del Originador.

Debido a su rol de apoyo al desarrollo económico del país como institución estatal, maximizar la rentabilidad no es una prioridad entre los objetivos de FOVIAL, por lo que sus retornos se desarrollan modestamente. Por otra parte, se observa una tendencia a la baja de la liquidez, debido a las estrategias implementadas de reorientar esos recursos hacia inversiones en títulos públicos.

Se señala como factor de riesgo, la sensibilidad del Originador a las fases bajas del ciclo económico, una desaceleración económica global y en la economía doméstica, lo cual podría generar riesgos en el entorno operativo de FOVIAL. Asimismo, existe un riesgo estratégico y político derivado de eventuales

cambios en las autoridades gubernamentales. Lo cual, generaría incertidumbre en la continuidad de los planes estratégicos del Originador.

Fortalezas crediticias

- Robusta estructura legal del Fondo, favorecida por el contrato de cesión y Orden Irrevocable de Retención (OIR).
- Cuenta restringida que cubre el próximo pago mensual de capital e intereses de los valores emitidos.
- Crecimiento del parque vehicular favorece los ingresos del Originador.
- Entidad estratégica para el cumplimiento de los objetivos del Gobierno central en el desarrollo de infraestructura vial, crecimiento turístico, comercial y económico del país.

Debilidades crediticias

- La liquidez del fondo dependen estrictamente del desempeño y calidad crediticia del Originador.
- Originador es sensible a las fases bajas del ciclo económico.
- Solvencia ajustada del Originador.
- Elevados niveles de endeudamiento reflejo de la demanda creciente de infraestructura vial.
- Exposición a ajustes regulatorios, y modificaciones en su estructura por cambios de estrategia de índole política.

Factores que pueden generar una mejora de la clasificación

- Mejora del perfil crediticio del Originador.
- Incremento sostenido de los flujos operativos.

Factores que pueden generar un deterioro de la clasificación

- Incremento sostenido de los niveles de deuda del Originador.
- Disminución sostenida en los flujos cedidos que generen un deterioro en los tenedores de valores.
- Modificaciones en la estructura legal de la transacción que afecte el perfil crediticio del Fondo.
- Cambios regulatorios que afecten el ambiente operativo y de negocios.

Principales aspectos crediticios**Estructura del balance con una alta concentración en cuenta de fondos propios e inversiones financieras**

Al cierre de diciembre 2024, los activos de FOVIAL ascendieron a USD414.9 millones, reflejando un crecimiento interanual de 27.1%. En orden de importancia, están compuestos en un 76.9% por inversiones financieras, las cuales percibieron un crecimiento de 28.8% explicado por el aumento de las inversiones en títulos valores. Por su parte, las obligaciones totalizaron en USD608.2 millones, cifra mayor en 14.6%, explicado por la mayor adquisición de financiamiento externo. La estructura de deuda está conformada en un 99.0% por financiamiento de terceros, el cual corresponde a fondeo provenientes de organismos multilaterales y las obligaciones con el fondo de titularización.

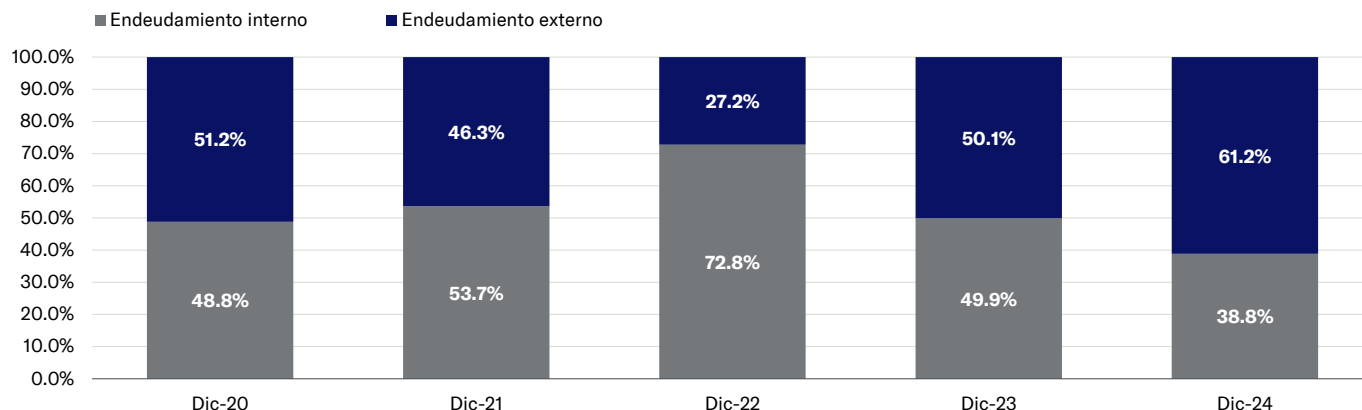
FOVIAL mantiene un patrimonio deficitario en los últimos periodos, derivado de las pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores, lo cual presiona la solvencia de la institución y aumenta la dependencia de financiamiento a través de terceros. Cabe señalar que debido a su función como entidad estratégica, el Originador invierte la mayor parte de sus ingresos en la reparación y mantenimiento de la red vial pública, lo cual se refleja como gasto en la cuentas de inversiones en bienes de uso y no como inversiones de activo fijo.

Deuda financiera concentrada en financiamiento con organismos multilaterales y operaciones de titularización de activos

A diciembre de 2024, la deuda financiera alcanzó USD388.9 millones, un aumento del 37.1% respecto al año anterior, derivado de la adquisición de nuevos préstamos con entidades multilaterales y la colocación de nuevos tramos de la titularización. Las obligaciones financieras constituyeron una mayor participación con el 63.9% en relación a su pasivo total, comparado con el 53.5% de 2023. El financiamiento se divide en 38.8% deuda interna, incluyendo el fondo de titularización y créditos bancarios locales, y 61.2% por fondeo externo, principalmente de organismos multilaterales. Los acreedores financieros acumularon USD213.2 millones. Esto incluye cuentas por pagos provisionales según normativas legales, abarcando mantenimiento periódico y rutinario, señalización vial, obras de paso y conservación de caminos rurales, todo ello representado por contratos

El endeudamiento de FOVIAL se incrementó en línea de la expansión de sus proyectos de inversión pública, reflejo de la demanda creciente de infraestructura vial. Debido a la naturaleza de la Institución, la deuda que contrae FOVIAL es utilizada para la inversión en infraestructura pública, carreteras, obras de mitigación, entre otros; lo cual se refleja como gasto y no como inversión en activos fijos. Cabe señalar que anteriormente, por mandato de Ley el Originador no podía comprometer más del 50.0% de sus ingresos para respaldar el pago del servicio de sus obligaciones financieras. En abril de 2025, se realizó una reforma a la Ley eliminando dicho límite, dejando la decisión en el consejo directivo de la Institución. Esto podría exponer a la Entidad a la acumulación de deuda excesiva y generar presiones al perfil crediticio del Originador.

GRÁFICO 1. Endeudamiento FOVIAL



Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: Moody's El Salvador

Tendencia a la baja de la liquidez explicado por las estrategias de reorientar recursos hacia inversiones financieras

FOVIAL registra una tendencia a la baja de la liquidez, explicado por la estrategia implementada de reorientar los recursos líquidos hacia la adquisición de títulos valores de largo plazo. Al cierre de diciembre de 2024, las disponibilidades totalizaron en USD20.3 millones y cubrieron en 3.3% la deuda total. El Originador registró una razón circulante de 3.5x, menor a lo registrado un año atrás (diciembre 2023: 4.9x). La disposición de recursos es altamente dependiente de las transferencias de capital y corrientes recibidas, las cuales están soportadas por mandato de ley.

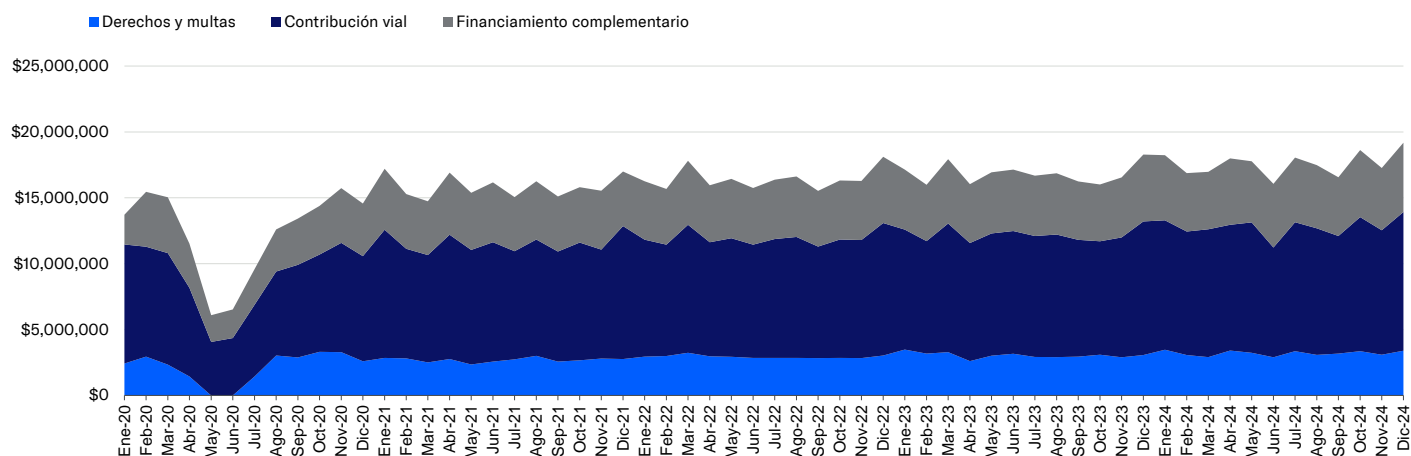
En 2022, se realizaron modificaciones a la ley de FOVIAL con el objetivo de facultar a la Institución para invertir sus recursos en entidades, instrumentos financieros o títulos valores de crédito a corto, mediano y largo plazo. En este sentido, las inversiones financieras totalizaron en USD318.8 millones, concentradas principalmente en inversiones en títulos valores locales (USD159.7 millones) al cierre de diciembre de 2024.

Ingresos concentrados en transferencias de capital recibidas, principalmente las relacionadas al impuesto de contribución vial

A diciembre de 2024, los ingresos totales de gestión acumularon USD241.6 millones, aumentando interanualmente en 6.7%. La principal fuente de ingresos del Originador son los recursos recibidos por transferencia de capital, las cuales corresponden a transferencias de fondos realizadas por la Dirección General de Tesorería a través del Ministerio de Obras Públicas y de Transporte. Cabe destacar el crecimiento significativo de los ingresos financieros, los cuales aumentaron en 70.1%, en línea con la rentabilidad generada por las inversiones en títulos valores.

Los ingresos operativos de FOVIAL se originan de las contribuciones obligatorias que realizan los importadores o refinadores por la venta de diésel, gasolina o mezclas con carburantes, dicha contribución es de USD0.20 ctvs. por cada galón de gasolina. Asimismo, en julio de 2012, se reformó el art. 35, de la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos, estableciéndose que los pagos por derechos y multas que ingresan al Fondo General del Estado deberán ser transferidos a FOVIAL.

GRÁFICO 2. Evolución de los ingresos operativos de FOVIAL



Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: Moody's El Salvador

Cabe señalar que en 2017, se facultó al Ministerio de Hacienda a identificar una fuente de financiamiento adicional ajustable por la inflación, que permitiera atender de forma razonable la demanda de recursos extraordinarios para garantizar el mantenimiento de toda la red vial, esta responsabilidad recae sobre FOVIAL, como entidad encargada de la infraestructura vial del país. En este sentido, se estableció como financiamiento complementario que el Ministerio de Hacienda deberá de transferir a FOVIAL a partir de 2020 el monto equivalente a USD0.10 ctvs. por galón de diésel, gasolina y sus mezclas con otros carburantes, para atender exclusivamente el desarrollo de infraestructura, mantenimiento de la red vial y mitigación de riesgos.

Al cierre de diciembre de 2024, los ingresos por contribución vial de FOVIAL totalizaron en USD115.2 millones, aumentando de forma interanual en 4.5%, favorecidos por el crecimiento del parque vehicular que implica un consumo mayor de combustible. Por su parte, los ingresos por derechos de circulación y multas crecieron en 5.1%, alcanzando un total de USD38.4 millones. Los ingresos por financiamiento complementario registraron un total de USD57.6 millones, 4.5% más que diciembre de 2023.

Al cierre de diciembre de 2024, la utilidad neta totalizó en USD10.9 millones, alcanzando un retorno sobre el patrimonio (ROE) de -5.5% explicado por un patrimonio negativo, mientras el retorno sobre el activo (ROA) se ubicó en 3.0% (diciembre 2023: -21.5% y 17.7% respectivamente).

Fondo de Titularización Hencorp Valores FOVIAL 04

El Fondo de titularización se creó con el fin de titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros de FOVIAL, de los primeros ingresos de cada mes correspondientes a una porción de los ingresos a percibir por el Originador, generados en razón de: a) las transferencias de recursos que anualmente se consignan en el presupuesto General del Estado en el ramo de obras públicas calculado en base al monto generado por la aplicación de la contribución de conservación vial a la venta o cualquier otra forma de transferencia de propiedad de diésel y gasolinas o sus mezclas con otros tipos de carburantes que realicen importadores o refinadores, b) pagos por derechos y multas establecidos por la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de vehículos y c) cualquier otro ingreso que en el futuro se encuentre facultada legalmente a percibir, cuyo valor total está valuado en USD1,378,080.00.

Principales Características de la Emisión

Como respaldo operativo de la emisión, el Fondo de Conservación Vial, por medio del contrato de cesión de flujos financieros futuros se obliga a transferir la cesión de pagos a través de girar la Orden Irrevocable de Retención y Transferencia (OIRT) con el Ministerio de Hacienda – Dirección General de Tesorería, a favor del FTHVFOV04, la cual será mantenida válida y vigente mientras no se liquide la totalidad de capital e intereses de la emisión, y que serán ejecutadas directamente por quienes hagan la función de colecturía de los ingresos de FOVIAL, siendo giradas al Ministerio de Hacienda – Dirección General Tesorería, a fin que el Ministerio de Hacienda recolecte mensualmente las cantidades que sean necesarias para cumplir con la obligación contraída con el Fondo; en cuotas mensuales y sucesivas.

En caso la Sociedad Titularizadora lo considere necesario, esta podrá instruir a FOVIAL a suscribir cualquier otra Orden Irrevocable de Pago. Lo anterior no limita la responsabilidad del Originador de trasladar directamente el total de los montos de cesión mensual establecidos en el Contrato de Cesión a favor del FTHVFOV04, disponiendo para ello de los ingresos que legal o contractualmente esté facultado a percibir.

El Fondo emitirá Valores de Titularización hasta por USD615.5 millones; por medio de la Bolsa de Valores de El Salvador, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta. A la fecha de análisis se han colocado trece tramos por un total de USD133.7 millones. Los recursos captados de la emisión y entregados al Originador fueron utilizados para la reestructuración de pasivos, el desarrollo de infraestructura, conservación vial y mitigación de riesgos. Cabe destacar que con la reestructuración de deuda realizada se liquidaron los fondos FTHVFOV01, FTHVFOV02, FTHVFOV03, quedando vigente únicamente el fondo cuatro (FTHVFOV04).

Tabla 1. Características de la emisión

Características de los Valores de Titularización Hencorp Valores FOVIAL Cero Cuatro	
Monto	USD615,524,000.00
Tramos	1: USD6,225,000.00; 2: USD15,000,000.00; 3: USD200,000.00; 4: USD500,000.00 5: USD15,000,000.00; 6: USD25,000,000.00; 7: USD250,000.00; 8: USD5,000,000.00 9: USD51,400,000.00; 10: USD3,000,000.00; 11: USD5,000,000.00; 12: USD3,600,000.00 13: USD3,500,000.00; 14: USD2,00,000.00; 15: USD200,000.00; 16: USD125,000.00; 17: USD5,000,000.00
Plazo	240 meses
Saldo a diciembre 2024	USD127,390,879

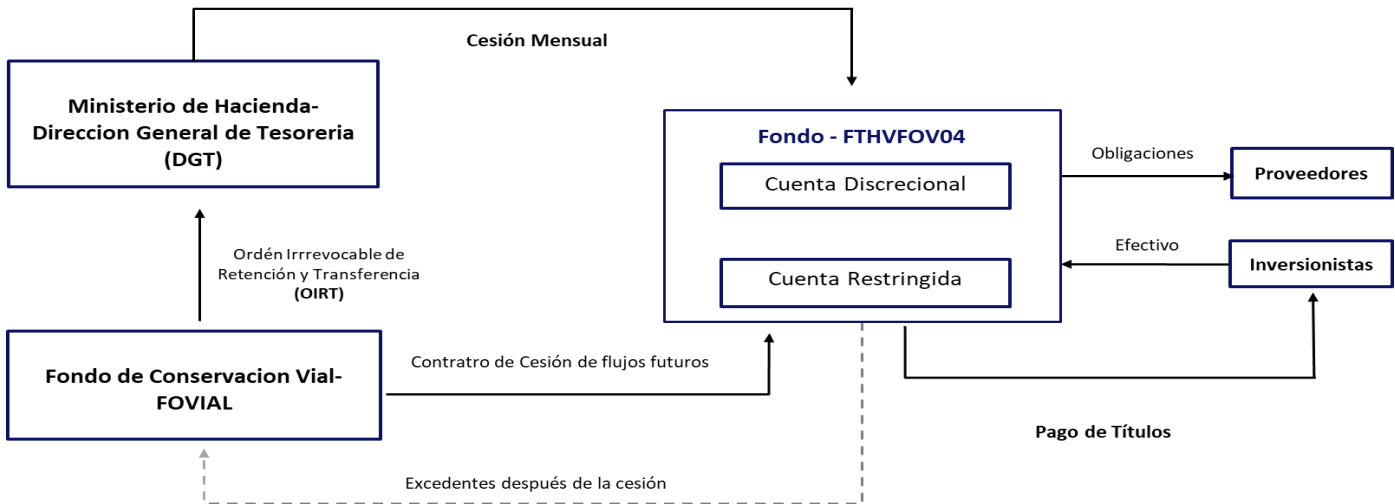
Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: Moody's Local El Salvador

Descripción de la titularización

Mediante contrato de cesión y administración, FOVIAL cedió de manera irrevocable y a título oneroso, por medio de la Titularizadora, todos los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros una vez cumplida la obligación de enterar el monto de cesión mensual o canceladas las obligaciones con el FTHVFOV01, FTHVFOV02, FTHVFOV03,

provenientes de una porción de los primeros ingresos percibidos mensualmente por el Fondo de Conservación Vial, los cuales se transferirán a partir del día uno de cada mes, hasta un monto de USD1,378,080.00. Los montos serán mensuales, sucesivos y proporcionales a los costos, montos y plazos de los valores emitidos con cargo al Fondo. La cesión será por la suma de USD5,742,000.00, contados a partir de la fecha de la primera colocación en el mercado bursátil.

Figura 1: Estructura operativa del fondo de titularización



Fuente: Hencorp Valores.

Inicialmente, los flujos que captura el fondo son los provenientes de la contribución de conservación vial correspondiente a cada mes. Dicha contribución es un tributo de carácter especial, generado de la venta o cualquier forma de transferencia de propiedad de diésel y gasolinas, o sus mezclas con otros carburantes, equivalente a USD0.20 por galón, realizada por importadores o refinadores. Esta contribución deberá retenerse por el importador o refinador al momento de la venta.

Los fondos percibidos mensualmente por la entrada de flujos cedidos, son depositados en una cuenta bancaria a nombre del fondo, la cual es administrada por la titularizadora, abierta en un banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia, denominada cuenta discrecional. Una vez transferidos los recursos a la cuenta discrecional, se deben atender todas las obligaciones del Fondo, de acuerdo con la prelación de pagos y se transfiere el remanente al Originador.

Cabe señalar que la estructura mantiene esquemas de protección que a nuestro criterio mitigan en gran medida posibles escenarios de iliquidez del Fondo. La estructura cuenta con una cuenta restringida, la cual es administrada por la Titularizadora y no deberá ser menor al próximo monto de cesión mensual, que servirá para el pago de capital, intereses y comisiones.

El pago de los Valores de Titularización, estará únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador. El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta emisión, sirviéndose de los derechos adquiridos sobre los flujos financieros futuros de una porción de los ingresos mensuales percibidos por FOVIAL.

Cumplimiento de ratios financieros

El Originador se encuentra sujeto a cumplir con los siguientes ratios financieros:

1. De conformidad a lo dispuesto en el artículo veintiocho de la Ley de FOVIAL, este podrá comprometer hasta el 50.0% 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 financiero se calculará con estados financieros al cierre de los meses de junio y diciembre de cada año, mientras existan obligaciones vigentes a favor de los Tenedores de Valores del FTHVFOV04. A diciembre de 2024, este ratio se ubicó en 7.1%

2. Ratio de endeudamiento: La relación endeudamiento total a ingresos totales anuales de FOVIAL no deberá ser mayor a 4.5x. A diciembre de 2024, la razón de endeudamiento se ubicó en 1.8x.

Prelación de pagos

Todo pago se hará por la Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada cuenta discrecional, en el siguiente orden: i) Se abona la cuenta bancaria denominada "cuenta restringida" ii) Obligaciones a favor de los Tenedores de Valores, iii) Comisiones a la Titularizadora, iv) Saldo de costos y gastos adeudados a terceros y v) Cualquier remanente se devolverá mensualmente al Originador.

Procedimiento en caso de mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la cuenta discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un 100.0% el valor de la cuota de intereses y capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la cuenta restringida del Fondo, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización.

De darse la situación que los fondos depositados en la cuenta restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión, habrá lugar a una situación de mora. No se considerará una situación de mora el pago diferido de los intereses acumulados en el primer periodo de excepción. Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

Redención anticipada

Al cumplirse sesenta meses después de su colocación, los Valores de Titularización - Títulos de Deuda podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. La redención se efectuará al valor del principal a redimir, según aparezca anotado electrónicamente en los registros de CEDEVAL, S.A. de C.V. En caso de redención anticipada, el Fondo de Titularización por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia, a la Bolsa de Valores y a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. con quince días de anticipación. La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por el Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora.

Condiciones Especiales

Los Valores de Titularización - Títulos de Deuda deberán ser redimidos anticipadamente, sin importar lo establecido en el aviso de colocación de cada tramo, en caso exista cualquier emisión o FOVIAL adquiera cualquier deuda, de cualquier monto, amparada en el Decreto Legislativo número doscientos treinta y uno, del siete de diciembre de dos mil veintiuno. La redención se efectuará al valor del principal a redimir, según aparezca anotado electrónicamente en los registros de CEDEVAL, S.A. de C.V.. En caso de redención anticipada, el FTHVFOV CERO CUATRO por medio de la Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia, a las Sociedades Clasificadoras de Riesgo, a la Bolsa de Valores y a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. con cinco días de anticipación. La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por el Consejo de Gerentes de la Titularizadora.

Mecanismo de Asignación de Flujos

Con la finalidad de contar con una adecuada gestión y cobertura sobre el pago de intereses y principal, la estructura de la Titularización considera las siguientes cuentas del fondo para atender el pago de las obligaciones señaladas: a) cuenta discrecional y b) una cuenta restringida la cual no deberá ser menor al próximo monto de cesión mensual.

Riesgo legal

El Fondo fue creado para financiar las emisiones de valores de oferta pública, adquiriendo activos del Originador de forma onerosa. Según el dictamen jurídico, los contratos establecen bien la estructura sin omisiones significativas de riesgo, inherentes al negocio y al activo subyacente. Aunque la titularización es legalmente sólida, no logra desvincular completamente los riesgos de la titularización de los asociados al cedente. El perfil crediticio del Fondo depende directamente del éxito continuo del negocio del Originador. Estrictamente legal, en transacciones de titularización los riesgos emergen de posibles modificaciones contractuales que puedan debilitar la estructura y del incumplimiento de la normativa del mercado de valores. Estos riesgos operativos se originan en la complejidad de la transacción, pero se minimizan por la experiencia y solidez de las partes involucradas.

Descripción y análisis del originador y titularizadora

El Originador- Fondo de Conservación Vial (FOVIAL)

El Fondo de Conservación Vial (FOVIAL) nace en noviembre del 2000 mediante su Ley de Creación, como la entidad estatal responsable de la gestión, conservación y mantenimiento de la red vial no concesionada del país. Su objetivo principal es asegurar la conservación y adecuado mantenimiento de las carreteras y caminos nacionales que no están bajo régimen de concesión, contribuyendo así a la seguridad vial, la eficiencia en el transporte y el desarrollo económico del país. Entre sus funciones se encuentran la planificación, diseño, ejecución y supervisión de proyectos de mantenimiento y reconstrucción vial, así como la implementación de tecnologías y prácticas que promuevan la sostenibilidad ambiental y la seguridad en las carreteras.

Con la inversión realizada en 2023, se renovaron y mejoraron carreteras, caminos rurales, puentes y obras de paso para la reactivación del turismo, el comercio y el acceso a servicios básicos de la población. FOVIAL se compromete anualmente con el mantenimiento de carreteras, a mantener conexión entre los corredores logísticos más importantes, mejoramiento de la infraestructura vial urbana y proyectos enfocados en la movilidad sostenible. FOVIAL cuenta con la experiencia profesional y técnica en el campo de la ingeniería de carreteras y garantiza calidad en el planeamiento, la construcción, conservación y desarrollo de las infraestructuras. En los últimos cuatro años, se han renovado 582.4 km, entre las obras destacadas se mencionan: Carretera del Litoral: frontera La Hachadura; carretera panamericana: frontera San Cristóbal y frontera El Amatillo; Troncal del Norte: frontera El Poy; Autopista a Comalapa; Ruta de las Flores; Frontera Las Chinamas; Longitudinal del Norte y Ruta de Paz.

Titularizadora-Hencorp Valores LTDA

La Titularizadora se estableció en el año 2008 como la primera sociedad titularizadora en El Salvador. Su finalidad especial es constituir, integrar y administrar Fondos de Titularización de conformidad con las leyes salvadoreñas. Perteneció al Grupo Hencorp, un conglomerado salvadoreño que opera desde 1985, con sede ubicada en Estados Unidos. Actualmente, extiende sus operaciones a siete países. En consideración de las estrategias adoptadas por la administración, el crecimiento de la sociedad ha sido relevante, gestionando a la fecha varias estructuras colocadas en el mercado de valores local. El equipo directivo cuenta, en promedio, con más de 20 años de experiencia en los mercados financieros locales y regionales. Su estructura organizacional es relativamente liviana; los ejecutivos de mayor experiencia ocupan posiciones gerenciales que demandan capacidad de estructuración financiera y ejecución, debido a lo especializado de los productos que ofrece. Hencorp Valores, LTDA., como titularizadora, cuenta con un esquema de gestión integral de riesgo encargado de monitorear y supervisar el proceso a lo largo de la vigencia de las titularizaciones que administra.

Anexo

Contexto Económico

El Banco Central de Reserva (BCR) estimó en un 2.6% el crecimiento de la economía salvadoreña para 2024, desacelerando desde el 3.5% observado en el año 2023. Las actividades financieras y de seguros (+8.4%), y las relacionadas al alojamiento y servicios de comida (+6.4%) mostraron los mayores incrementos anuales. Por otra parte, la inflación se desaceleró, reflejado en la variación del IPC interanual del 0.6%, inferior al 1.2% observado en diciembre de 2023. Para el año 2025, [Moody's Ratings](#) proyecta el crecimiento económico de El Salvador en un 2.2%.

El 26 de noviembre de 2024, [Moody's Ratings](#) mejoró las calificaciones de emisor en moneda extranjera a largo plazo y de deuda senior no garantizada del Gobierno de El Salvador a B3 desde Caa1, con una perspectiva Estable. Esta mejora se fundamenta en las recientes operaciones de gestión de deuda que han reducido significativamente las amortizaciones externas, disminuyendo el riesgo de repago y aliviando las presiones de liquidez. Además, para Moody's Ratings las medidas de consolidación fiscal podrían contribuir a respaldar la sostenibilidad de la deuda, fortaleciendo el perfil crediticio.

Por otra parte, en febrero de 2025, el Fondo Monetario Internacional (FMI) anunció la aprobación del acuerdo técnico para un nuevo programa de financiamiento por USD1,400 millones, destinado a fomentar la sostenibilidad fiscal y externa. Según la opinión de Moody's Local El Salvador, este acuerdo podría influir en el sistema financiero salvadoreño, especialmente debido a los efectos del incremento gradual de la reserva de liquidez como parte del mismo. Cabe recalcar, que dicho proceso inició en febrero de 2025, con el cual se espera alcanzar el 15% sobre los depósitos para junio de 2026.

Sector construcción

El sector construcción es un dinamizador de la economía nacional, desempeña un papel significativo en la generación de empleo, desarrollo de infraestructura y el crecimiento económico. Dicho sector abarca una amplia gama de actividades, incluyendo construcción de edificaciones residenciales, comerciales e industriales, así como el desarrollo y mantenimiento de infraestructura pública, como carreteras, puentes, sistemas de saneamiento y proyectos de energía. La evolución del sector ha estado influenciada por diversos factores, incluyendo políticas gubernamentales, inversión privada, y la disponibilidad de financiamiento para proyectos de infraestructura. La implementación de marcos regulatorios, incentivos fiscales y la ejecución de proyectos de infraestructura pública han influido de manera directa en la dinamización de este sector. La volatilidad económica, los fenómenos climáticos y las fluctuaciones en los precios de materiales de construcción son factores que pueden afectar el desempeño del sector. Asimismo, la necesidad de adoptar prácticas de construcción sostenibles y la adaptación a las nuevas tecnologías representan un desafío para su desarrollo futuro.

Tabla 2. Coberturas de cesión

Coberturas	Dic-24	Dic-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20
Ingresos por contribución vial	115,151,025.6	110,153,440.8	107,955,005.5	106,062,350.8	83,484,972.2
Ingreso por derechos y multas	38,427,811.2	36,562,623.3	35,165,635.6	32,403,901.7	25,682,478.4
Financiamiento complementario	57,575,512.8	55,076,720.4	53,977,502.8	51,958,180.2	39,483,856.5
Cesión	17,899,000.0	15,603,128.0	7,794,400.0	-	-
Cobertura	11.8x	12.9x	25.3x	-	-

Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: Moody's El Salvador

TABLA 3: Cuentas principales

USD dólares	Dic-24	Dic-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20
Activos	414,894,083.1	326,346,266.0	232,014,717.0	165,802,621.0	117,525,423.0
Pasivos	608,221,862.0	530,614,401.0	485,586,476.0	223,371,107.0	157,258,246.0
Patrimonio	-193,327,778.9	-204,268,135.0	-253,571,759.0	-57,568,486.0	-39,732,823.0
Ingresos operativos	218,978,408.0	208,194,873.0	188,401,639.0	186,377,277.0	144,412,399.0
Utilidad neta	10,940,355.8	49,303,624.0	-196,003,271.0	-17,835,663.0	-4,416,005.0

Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: Moody's El Salvador

TABLA 5: Indicadores financieros

Indicadores financieros	Dic-24	Dic-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20
Deuda financiera /EBITDA	26.6x	5.0x	-0.9x	-7.6x	-5,903.8
EBIT / Gasto de Intereses	0.6x	2.3x	-15.9x	-2.0x	0.0
RCF/Deuda neta	2.5%	10.8%	-43.9%	-8.0%	-0.02%
Razón circulante	3.5x	4.9x	28.9x	32.8x	37.0x
Razón de deuda	146.6%	162.6%	209.3%	134.7%	133.8%
Endeudamiento	-3.1x	-2.6x	-1.9x	-3.9x	-4.0x
EBITDA/Gastos financieros	0.6x	2.3x	-16.0x	-2.0x	-0.003x
ROA	3.0%	17.7%	-98.5%	-12.6%	-4.1%
ROE	-5.5%	-21.5%	126.0%	36.7%	11.8%
Margen neto	4.5%	21.8%	-99.0%	-9.2%	-3.0%

Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: Moody's El Salvador

Información Complementaria

Tipo de clasificación / Instrumento	Clasificación actual	Perspectiva actual	Clasificación anterior	Perspectiva anterior
Fondo de Titularización Hencorp Valores Fondo de Conservación Vial 04				
VTHVFOV04	AA-.sv (sf)	Estable	AA-.sv (sf)	Estable

Moody's Local ES S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, da servicio de clasificación de riesgo a este emisor en El Salvador desde octubre de 2024.

Información considerada para la clasificación.

La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros auditados a diciembre de 2020, 2021, 2022 2023, mientras que para 2024 son preliminares para el Originador, así como proyecciones proporcionadas por la titularizadora. Para el Fondo son auditados a diciembre 2024. Moody's Local El Salvador comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local El Salvador no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella.

Definición de las clasificaciones asignadas

- **AA** : instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- **Perspectiva estable**: se percibe una baja probabilidad de que la clasificación varíe en el mediano plazo.
- El **"sv"** refleja solo riesgos comparables para El Salvador.
- **(sf)**: señala que, de otro modo, los instrumentos de financiamiento estructurado y fundamentales con calificación similar podrían tener diferentes características de riesgo.

Moody's Local El Salvador agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de clasificación genérica que va de AA a CCC. El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de clasificación genérica, ningún modificador indica una clasificación media, y el modificador "-" indica una clasificación en el extremo inferior de la categoría de clasificación genérica

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

Metodología Utilizada.

→ La Metodología de clasificación de financiamiento estructurado - (23/Oct/2024) utilizada, se encuentra disponible en <https://moodyslocal.com.sv/> .

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objeto de clasificación.

© 2025 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS AFILIADAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S, INCLUYENDO LAS DE SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO CENTROAMERICANA S.A., SCRIESGO S.A., SCRIESGO S.A. DE CV "CLASIFICADORA DE RIESGO", SCRIESGO, SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO S.R.L. (CONJUNTAMENTE "SCR"), CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR SCR (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. SCR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE SCR PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE SCR NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE SCR PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE SCR NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. SCR EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE SCR AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (*COPYRIGHT*), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE SCR. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE SCR NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por SCR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. SCR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que SCR considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, SCR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por SCR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

SCR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y todas las entidades de MCO que emiten calificaciones bajo la marca "Moody's Ratings" ("Moody's Ratings"), también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Ratings. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en ir.moody's.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores – Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos – Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V. I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte y las evaluaciones de cero emisiones netas (según se definen en los Símbolos y Definiciones de Calificaciones de Moody's Ratings): Por favor notar que ni una Opinión de Segunda Parte ("OSP") ni una Evaluación de Cero Emisiones Netas ("NZA") son "calificaciones crediticias". La emisión de OSP y NZA no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSP y NZA se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.