

**FONDO DE TITULARIZACIÓN - HENCORP VALORES – ADMINISTRACIÓN NACIONAL DE ACUEDUCTOS Y ALCANTARILLADOS CERO UNO - FTHVAND 01**

**VALORES DE TITULARIZACIÓN**

Con Estados Financieros no auditados al 30 de junio de 2018		Fecha de Comité: 29 de octubre de 2018
Empresa perteneciente al sector público		San Salvador, El Salvador
Comité Ordinario N° 43		
<b>Fernando Vásquez / Analista Titular</b>	(503) 2266-9471	fvasquez@ratingspcr.com
<b>Isaura Merino / Analista Soporte</b>	(503) 2266-9471	imerino@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Clasificado <sup>1</sup>	Clasificación	Perspectiva
<b>Valores de Titularización Hencorp Valores Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados 01</b>		
<b>Tramo 1 a Tramo 29</b>	<b>AAA</b>	<b>Estable</b>

**Significado de la Clasificación**

**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.

*“Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos “+” y “-”, para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo<sup>2</sup> dentro de su categoría. El signo “+” indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos “-” indica un nivel mayor de riesgo”.*

*“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”.*

*“La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos.”*

**Racionalidad**

En Comité Ordinario de clasificación de riesgo, PCR ratifica la clasificación de “AAA”, perspectiva “Estable” a todos los tramos de los Valores de Titularización Hencorp Valores Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados 01.

La clasificación se fundamenta en la suficiente generación de ingresos por parte de ANDA a pesar de la disminución, siendo suficientes para cubrir la cuota de cesión. Por otro lado, la compañía ha reflejado pérdidas recurrentes en los últimos periodos, no obstante, la cobertura de cesión se mantiene holgada, lo anterior cumple con los resguardos financieros indicados contractualmente. Adicionalmente, el fondo posee sólidos respaldos legales para hacer frente a cualquier eventualidad y cuenta con el soporte estatal para garantizar el correcto funcionamiento de dicha entidad.

**Perspectiva**

Estable.

**Resumen Ejecutivo**

- 1. Comportamiento de los ingresos y amplia cobertura de cesión.** A junio de 2018, ANDA registró ingresos de gestión por US\$74.82 millones, inferior en US\$7.88 millones respecto a junio de 2017. El decremento en

<sup>1</sup> Metodología de clasificación de riesgo de títulos de deuda titulada de Pacific Credit Rating.

<sup>2</sup> Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de “NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO” (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

ingresos se debió principalmente por la cuenta ingreso por venta de bienes y servicios que disminuyó en 4.01%, resultado de dicha disminución, la institución registró pérdidas de US\$8.38 millones. Al cierre del primer semestre de 2018, ANDA cedió el 11.94% de sus ingresos totales, mostrando una holgada cobertura.

2. **Cumplimiento ratios financieros.** Durante la vigencia de la emisión del fondo, ANDA está sujeto a cumplir con los siguientes ratios financieros: a) [1-(Deudores monetarios por Venta de Bienes y Servicios) entre Ingresos por Venta de Bienes y Servicios)], no podrá ser menor de 0.8 veces; b) Ingresos por Venta de Bienes y Servicios entre Costos de Operación y Mantenimiento\* no podrá ser menor que 1.0 veces; el primer ratio deberá ser de cumplimiento obligatorio en forma semestral, el segundo de forma anual. A junio de 2018, dichos indicadores mostraron niveles de 0.82 veces y 1.48 veces respectivamente, superiores al requerimiento mínimo en ambos ratios.
3. **Sólidos resguardos legales.** El Fondo de Titularización cuenta con una cuenta restringida que tiene acumulado un saldo mínimo de dos cuotas mensuales de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores; así también, como respaldo operativo de la emisión se obliga a transferir la cesión de pagos a través de Instrucciones Irrevocables de Descuento, las cuales son mantenidas válidas y vigentes mientras no se haya liquidado la totalidad de capital e intereses de la emisión del fondo. Dichas instrucciones de descuento son ejecutadas directamente sobre el agente colector (BAC).
4. **Respaldo estatal.** ANDA cuenta con el apoyo de su único accionista con el objetivo de garantizar la obligación del estado de asegurar a los habitantes de la República, el goce de la salud, el bienestar económico y la justicia social (Art. 1 Constitución).

## Resumen de la Estructura de Titularización

### DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN.

<b>Denominación del Fondo de Titularización</b>	:	Fondo de Titularización - Hencorp Valores – Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados - FTHVAND 01
<b>Denominación del Originador</b>	:	La Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados (en adelante también referido como "ANDA")
<b>Denominación del Emisor</b>	:	Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, en carácter de administradora del FTHVAND 01 y con cargo a dicho Fondo.
<b>Denominación de la Sociedad de Titularización</b>	:	Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora (en adelante también referida como Sociedad Titularizadora)
<b>Denominación de la Emisión</b>	:	Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ADMINISTRACIÓN NACIONAL DE ACUEDUCTOS Y ALCANTARILLADOS CERO UNO, cuya abreviación es VTHVAND 01.
<b>Monto de la Emisión</b>	:	Hasta US\$146,400,000.00 millones de dólares norteamericanos.
<b>Plazo de la Emisión</b>	:	La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tiene un plazo de hasta 180 meses.
<b>Respaldo de la Emisión</b>	:	El pago de los Valores de Titularización - Títulos de Deuda, es respaldado únicamente por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVAND CERO UNO, 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 correspondiente a los primeros ingresos mensuales percibidos por ANDA, es razón de la prestación de servicios de agua potable y alcantarillado de acuerdo a la Ley de la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados y cualquier otro ingreso que estuviere facultada legal o contractualmente a percibir. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicados.
<b>Custodia y Depósito:</b>	:	La emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, son depositadas en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V., para lo cual es necesario presentarle el Contrato de Titularización de la emisión correspondiente y la certificación del asiento registral que emita la Superintendencia, a la que se refiere el inciso final del Artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.
<b>Negociabilidad</b>	:	La emisión es presentada por al menos un tramo. La negociación de futuros tramos de oferta pública se efectuará en la Bolsa de Valores por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa, en las sesiones de negociación que se realicen en la Bolsa de Valores. La fecha de negociación será comunicada a la Superintendencia del Sistema Financiero y a la Bolsa de Valores mediante certificación de punto de acta de Junta Directiva de la Titularizadora. A la fecha de análisis, la emisión cuenta con un tramo por un monto de US\$25, 000,000.00.

<b>Mecanismos de Cobertura</b>	:	(i) Cuenta Restringida: se tiene acumulado un saldo mínimo equivalente a las próximas dos cesiones mensuales que son utilizadas para el pago de capital, intereses y costos y emolumentos a pagarse a los Tenedores de Valores. (ii) Instrucción Irrevocable de Descuento: por medio de un contrato se compromete a que al agente colector (de igual manera al de respaldo) a transferir los flujos al Fondo de Titularización.
<b>Resguardos Financieros</b>		(i) [1-(Deudores monetarios por Venta de Bienes y Servicios entre Ingresos por Venta de Bienes y Servicios)] no podrá ser menor de 0.8 veces por el plazo de la emisión. (ii) Ingresos por Venta de Bienes y Servicios entre Costos de Operación y Mantenimiento no podrá ser menor que 1.0 veces por el plazo de la emisión. Estos resguardos deberán ser de cumplimiento obligatorio en forma semestral.
<b>Destino de los Fondos de la Emisión</b>		Los fondos obtenidos por la negociación de la presente emisión son invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos percibidos por la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados en razón de la prestación de servicios de agua potable, alcantarillado de Acuerdo a la Ley de la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados y cualquier otro ingreso que estuviere facultada legal o contractualmente a percibir.
<b>Destino de los Fondos Obtenidos de la Venta de derechos sobre Flujos Financieros Futuros</b>	:	Los fondos que ANDA, reciben en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVAND CERO UNO, son invertidos por ANDA en el pago de sus obligaciones con la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa.

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

## Instrumentos Clasificados

### Características de los instrumentos calificados

#### DETALLE DE LA EMISIÓN

Denominación de la Emisión	VTHVAND 01
Monto de la Emisión	Hasta US\$146,400,000.00
Saldo de la emisión a la fecha	US\$143,161,090.83
Plazo de la Emisión	Hasta 180 meses
Tasa de Interés	Fija o Variable
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual

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

El monto de la Emisión podrá ser hasta por la suma de hasta US\$146.4 millones, con un plazo de hasta ciento ochenta (180) meses; y la cual será representada por al menos un tramo, atendiendo al monto a colocar en la primera oferta pública bursátil. La negociación de la Emisión será de oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa. El plazo de la negociación de los Valores de Titularización es de ciento ochenta (180) días contados a partir de la fecha de la primera oferta pública, para colocar al menos el 75% de la misma. En caso no se cumpliera con el plazo estipulado se procederá a la liquidación del Fondo de Titularización de acuerdo a los mecanismos establecidos en la Ley de Titularización de Activos.

La forma del pago del capital de la emisión se establecerá al momento de la colocación. Los intereses se pagarán de forma mensual y consecutiva. Tanto capital como intereses serán pagaderos a través del procedimiento establecido por CEDEVAL, S.A. DE C.V.

Los fondos que ANDA, reciben en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVAND CERO UNO, son invertidos por ANDA en el pago de sus obligaciones con la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa.

### Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros

Mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos de Flujos Financieros Futuros la ADMINISTRACIÓN NACIONAL DE ACUEDUCTOS Y ALCANTARILLADOS cede, y hace la tradición de dominio a Hencorp Valores, Ltda. Titularizadora, como administradora del Fondo de Titularización Hencorp Valores Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados 01, de todos los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros de ingresos mencionados en la "Descripción de los Flujos Futuros", a partir del día uno de cada mes, hasta

completar el monto de cada uno de las ciento ochenta montos cedidos. La suma del total de los ciento ochenta montos mensuales serán equivalentes a US\$255,480,000.00 pagaderos en 180 montos mensuales y sucesivos de US\$960,000.00 del mes 1 al 24 y US\$1,490,000.00 del mes veinticinco al ciento ochenta.

### **Descripción de los Flujos Futuros**

La emisión de Valores de Titularización por US\$146,400,000.00 está amparada por Cesión de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros de una porción de los ingresos a percibir por la ADMINISTRACIÓN NACIONAL DE ACUEDUCTOS Y ALCANTARILLADOS, en razón de la prestación de servicios de agua potable, alcantarillado de Acuerdo a la Ley de la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados y cualquier otro ingreso que estuviere facultada legal o contractualmente a percibir. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto presente o que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo a ANDA, el pago a la administración tributaria o a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso aplicasen.

Los flujos financieros futuros recibidos por Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados 01 se utilizarán para abonar únicamente cuando esto haga falta la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida hasta acumular un saldo mínimo de fondos equivalentes a los próximos dos montos mensuales de cesión de flujos financieros futuros que servirán para el pago de capital, intereses, comisiones y emolumentos; obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; las comisiones a la Sociedad Titularizadora; el saldo de costos y gastos adeudados a terceros. Cualquier remanente que existiere después de cumplir con las obligaciones antes mencionadas se devolverá al Originador.

### **Operatividad de la Estructura de Titularización**

Se abrieron dos cuentas a nombre del Fondo de Titularización y una Instrucción Irrevocable de descuento:

- **Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización:** En la cual se depositarán los ingresos percibidos de parte de La Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados, que le son transferidos en virtud y bajo las condiciones que se establezcan en el Contrato de Cesión respectivo. Dicha cuenta es administrada por Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora a cargo del Fondo de Titularización Hencorp Valores Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados 01.
- **Cuenta Restringida del Fondo de Titularización:** Forma parte del respaldo de esta emisión, la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida del FTHVAND 01, la que es administrada por Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora. Este respaldo no debe ser menor a los próximos dos montos mensuales de cesión de flujos financieros futuros que servirá para el pago de capital, e intereses, comisiones y emolumentos.
- **Instrucción Irrevocable de Descuento:** Como respaldo operativo de la emisión, ANDA, por medio del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros se compromete a transferir los montos de cesión mensual a través de girar la o las Instrucciones Irrevocables de Descuento, que son mantenidas válidas y vigentes, mientras no se haya liquidado la totalidad de capital e intereses de la emisión del FTHVAND CERO UNO, y que es ejecutada directamente por quienes hagan la función de colectoría de los ingresos que ANDA está facultada a percibir, la cual es ejecutada inicialmente por el Banco de América Central, S.A. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad de ANDA, de trasladar directamente el total de la cesión establecida en el Contrato de Cesión al FTHVAND 01, disponiendo para ello de los ingresos que legalmente o contractualmente ANDA esté facultado para percibir. Una vez se haya cumplido con dicha obligación, los fondos remanentes serán trasladados a la cuenta operativa de ANDA. Lo anterior no limita la responsabilidad de la ANDA de trasladar directamente el total de los Montos de Cesión Mensual establecidos en el Contrato de Cesión a favor del FTHVAND 01, disponiendo para ello de los ingresos que legalmente o contractualmente esté facultado para percibir.

### **Prelación de Pagos**

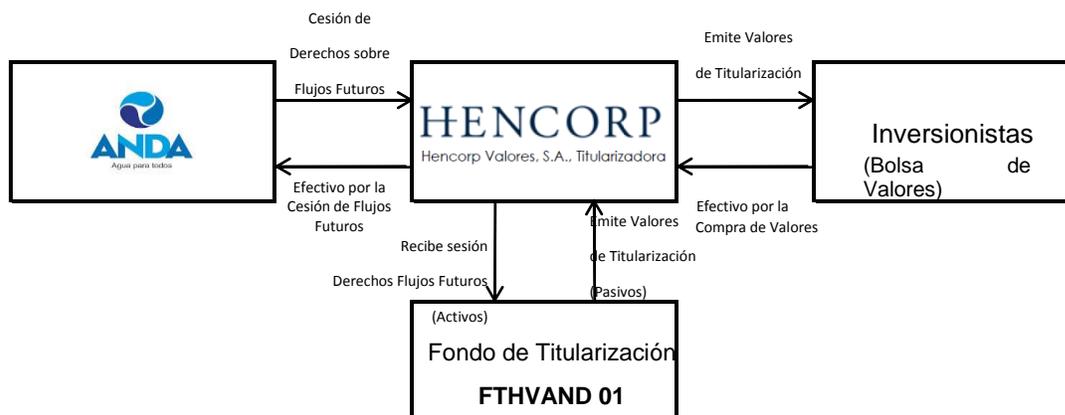
Todo pago se realiza por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria abierta en Banco de América Central, S.A., para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, denominada Cuenta Discrecional, en el siguiente orden:

- Primero, en caso sea necesario, se abona la cantidad necesaria en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida hasta que su saldo sea equivalente como mínimo a las próximas dos cesiones mensuales de flujos financieros futuros que servirá para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos;
- Segundo, obligaciones a favor de los Tenedores de Valores;
- Tercero, comisiones a la Sociedad Titularizadora;
- Cuarto, saldo de costos y gastos adeudados a terceros y;
- Quinto, cualquier remanente se devolverá mensualmente al Originador.

En el evento de liquidación del Fondo de Titularización se deberá seguir el orden de prelación dictado por el artículo setenta de la Ley de Titularización de Activos:

- En primer lugar, el pago de Deuda Tributaria;
- En segundo lugar, se le pagarán las obligaciones a favor de Tenedores de Valores emitidos con cargo al FTHVAND 01;
- En tercer lugar, se imputará otros saldos adeudados a terceros;
- En cuarto lugar, se pagarán las Comisiones de gestión a favor de la Titularizadora.

#### DIAGRAMA DE LA ESTRUCTURA



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

#### Operación Mensual del Fondo

El Fondo Titularización recibe la porción de ingresos operativos cedidos por ANDA, con los cuales paga la cuota correspondiente de capital e intereses a los inversionistas y paga a los proveedores, el remanente de efectivo se le devuelve al originador. El Fondo cuenta con el respaldo de los agentes colectores de los ingresos operativos que recibe ANDA.

#### Procedimiento en Caso de Mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda. Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión, habrá lugar a una situación de mora. Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo 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.

#### Mecanismo de redención

##### Redención de Valores

Al cumplirse seis 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 la Junta Directiva de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, debiendo realizarse por medio de transacciones en la Bolsa de Valores.

## **Procedimiento de Redención Anticipada de Valores**

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 anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, correspondiéndole a la Titularizadora decidir si existen las condiciones para una redención anticipada de los valores, para la cual será necesario el acuerdo tomado por su Junta Directiva. El monto de capital redimido, dejará de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago. En la fecha de redención de los valores, la Titularizadora, actuando en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, hará efectivo el pago según los términos y condiciones de los valores emitidos, debiendo realizarse por medio de transacciones en la Bolsa de Valores. En caso de realizarse la redención anticipada de los valores los Tenedores de Valores recibirán el saldo insoluto parcial o totalmente de capital de los valores emitidos y los intereses acumulados a la fecha fijada para el pago. Transcurrido este plazo y si hubiese valores redimidos no pagados, la Titularizadora mantendrá, por ciento ochenta días más el monto pendiente de pago de los valores redimidos, el cual estará depositado en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida. Vencido dicho plazo, lo pondrá a disposición de los Tenedores de Valores mediante depósito judicial a favor de la persona que acredite titularidad legítima mediante certificación emitida por CEDEVAL, S.A. de C.V.

## **Caducidad del plazo de la emisión**

---

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros a ser otorgado por la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados y la Titularizadora, dicha empresa procederá a enterar a la Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de DOSCIENTOS CINCUENTA Y CINCO MILLONES CUATROCIENTOS OCHENTA MIL DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establezcan en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores de Valores a efecto de que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores de Titularización y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del Artículo sesenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente emisión. En este caso, la Titularizadora deberá proceder a enterar de inmediato, a los Tenedores de Valores de Titularización, la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados, hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de Valores de manera inmediata a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

## **Análisis de la Estructura**

---

Los factores cuantitativos y cualitativos de los derechos sobre los flujos futuros a titularizar, el nivel crediticio del Originador (ANDA), la estructura de titularización propuesta, el operador de las cuentas del Fondo de Titularización, el monto, el Tratamiento y Prevención de Desvío de Fondos; y finalmente los aspectos legales involucrados en toda la transacción hace que el fondo de titularización cuente con la cobertura necesaria para pagar a los inversionistas e incluso generar excedentes para la devolución al originador.

Al tratarse de una titularización de derechos sobre flujos futuros, cobra mayor importancia la capacidad de la entidad originadora (ANDA), de crear dichos flujos que respalden la Emisión. En efecto, si la entidad cesa la capacidad de generarlos (flujos futuros), los inversionistas sufrirán pérdidas si los mecanismos de seguridad no son suficientes para cubrir el posible déficit. Es esta posibilidad de deterioro en la generación de nuevos activos la que determina que, en una titularización de derechos sobre flujos futuros, la clasificación de riesgo de la transacción esté fuertemente ligada al desempeño de la entidad que origina los flujos.

## **Perfil de la Titularizadora**

---

### **Reseña**

El 17 de diciembre de 2007 fue publicada la Ley de Titularización de Activos, la cual fue aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. El 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp constituye la Sociedad Titularizadora en El Salvador, la cual se denominó Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, actualmente denominada Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, es el brindarles liquidez a activos propiedad del sector corporativo Salvadoreño y regional, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales. El objetivo de la organización consiste en introducir mecanismos adicionales que provean financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzcan nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables.

## Accionistas y Consejo de Gerentes

En el siguiente cuadro se detallan los principales accionistas de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora:

ACCIONISTAS DE SOCIEDAD TITULARIZADORA	
Accionista	Participación Accionaria
Hencorp, Inc.	82.50%
Eduardo Alfaro Barillas	11.20%
FHH Corp.	6.30%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

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

En tanto, el Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora está compuesto de la siguiente manera:

CONSEJO DE GERENTES DE SOCIEDAD TITULARIZADORA	
Raúl Henríquez Marroquín	Gerente Presidente
Eduardo Alfaro Barillas	Gerente Secretario
Víctor Manuel Henríquez	Gerente Administrativo
Jaime Guillermo Dunn de Ávila	Gerente Administrativo
Felipe Holguín	Gerente Suplente
Roberto Arturo Valdivieso	Gerente Suplente
José Miguel Valencia Artiga	Gerente Suplente
Víctor Guillermo Quijano	Gerente Suplente

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

## Experiencia

Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, es una empresa autorizada por el ente regulador local, para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. La Ley de Titularización de Activos fue aprobada en noviembre de 2007 y su normativa de aplicación, recientemente a inicios del año 2010. Actualmente la empresa cuenta con doce emisiones autorizadas por la Bolsa de Valores.

Además, es importante mencionar que los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con una adecuada experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales.

## Análisis del Originador

---

### Reseña

Inicialmente, las alcaldías eran quienes se encargaban de controlar y administrar los acueductos y alcantarillados de El Salvador; existía una dependencia del Ministerio de Obras Públicas llamado "Departamento de Obras Hidráulicas", instalado en una pequeña pieza en San Salvador. Posteriormente el "Departamento de Hidráulica" se convirtió en "Dirección de Hidráulica", esto le permitió incrementar su personal para que en el año 1943, se convirtiera en "Dirección General de Obras Hidráulicas", independiente del Ministerio de Obras Públicas, pero aún bajo el control de los cobros y pagos de los proyectos ejecutados.

En 1961, por iniciativa de los ingenieros Eduardo Lahud y José Ugarte, se dieron los primeros pasos para la formación de una nueva institución, que sería de carácter autónoma y para el servicio público, con el firme propósito de proveer a los habitantes del país el tan preciado líquido.

Con esto, el Estado buscaba delegar parte de sus múltiples actividades en entidades autónomas, que se encargarían de ejecutarlas como si fuera él mismo, bajo la premisa de servir a la población con un nivel más alto de eficiencia en el marco de un Estado moderno. Fue así, como el 17 de octubre de 1961, según el decreto 341 del Directorio Cívico Militar de El Salvador, conformado por: Aníbal Portillo, Feliciano Avelar y Mariano Castro Morán, se creó La Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados ANDA.

Dos días después, la ley de ANDA se publicó en el diario oficial, donde se detallaba la organización, dirección y administración de la institución. El 20 de diciembre del mismo año, se realizó la primera sesión ordinaria, en la cual, fueron convocados los ingenieros: José Alfonso Valdivieso, Atilio García Prieto, Francisco Ricardo Santana, Rafael Justiano Rivera y León Enrique Cuellar, para realizar la primera junta de gobierno de ANDA, asumiendo el cargo de presidente, el ingeniero José Alfonso Valdivieso. Fue hasta el año de 1962, que la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados ANDA, logró independizarse de la alcaldía municipal para asumir en ese entonces, la responsabilidad de administrar propiedades, tanques y la planta potabilizadora de Guluchapa.

### Gobierno corporativo del Originador

ANDA es una entidad autónoma del Estado de El Salvador, y como tal, su patrimonio pertenece en su totalidad al estado salvadoreño, sin tener accionistas individuales. Asimismo, ANDA se rige por su la Ley de la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados, emitida y regulada por la Asamblea Legislativa de El Salvador. Como órgano estatal, ANDA cumple con las disposiciones en la Ley de Acceso a la Información Pública (LAIP), y la Ley de Adquisiciones y Contrataciones de la Administración Pública (LACAP), manteniendo la adecuada transparencia en sus operaciones.

### Junta Directiva

En el siguiente cuadro se detalla la Junta de Gobierno de la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados:

JUNTA GOBIERNO ANDA	
Director	Cargo
Dr. Felipe Alexander Rivas Villatoro	Presidente
Ing. José Edmundo Bonilla Martínez	Director Propietario
Sr. Danilo Alexander Recinos Barrientos	Director Propietario
Sr. Eduardo Alfonso Linares Rivera	Director Propietario
Ing. José Antonio Velásquez Montoya	Director Propietario
Licda. Marta Dinorah Díaz de Palomo	Director Adjunto
Licda. Karime Elías Ábrego	Director Adjunto
Lic. Luis Alberto García Guirola	Director Adjunto
Lic. Roberto Díaz Aguilar	Director Adjunto
Lic. Roberto Moreno Henríquez	Director Adjunto
Lic. Zulma Verónica Palacios Casco	Secretario de Junta de Gobierno

**Fuente:** Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / **Elaboración:** PCR

### Plana Gerencial

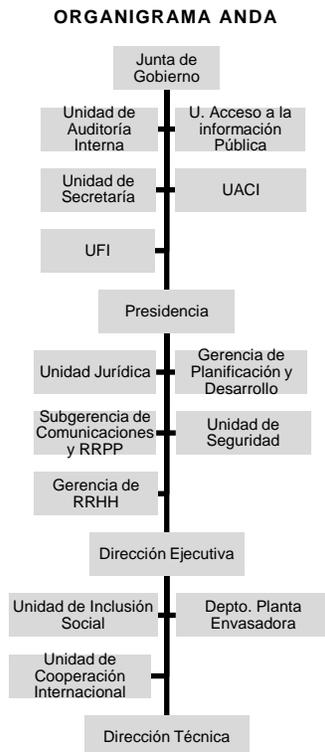
ANDA tiene una oficina central para la mayoría de sus operaciones, así como cuenta con oficinas regionales para la atención de las zonas occidental y oriental del país. A continuación se detalla la plana gerencial de ANDA al 31 de junio de 2018:

PLANA GERENCIAL DE ANDA	
Director	Cargo
Ing. Manuel Ángel Serrano Guzmán	Director Ejecutiva
Ing. José Saúl Vásquez Ortega	Director Técnico
Sr. Jorge Alberto Sosa Baños	Director de Tecnologías de Información
Lic. José Arturo Chachagua Pimentel	Auditoría Interna
Ing. José Manuel Linares Mancía	Gerencia de Planificación y Desarrollo
Lic. Jorge Alberto Bolaños Escudero	Gerencia de Recursos Humanos
Lic. José Osmin Domínguez Meléndez	Gerencia Comercial
Lic. Elías Antonio Hasbún Gattas	Gerencia de Servicios Generales y Patrimonio

Ing. Miguel Ángel León	Gerencia Región Metropolitana
Arq. Frederick Antonio Benítez Cardona	Gerencia Región Central
Ing. René Arnoldo Benavides Larín	Gerencia Región Occidental
Ing. José Neftali Cañas Platero	Gerencia Región Oriental
Licda. Ana Gloria Munguía	Unidad Financiera Institucional
Lic. Gilberto Canjura Velasquez	Gerencia Unidad Jurídica

*Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR*

## Organigrama Administrativo de ANDA



*Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR*

Los miembros de Junta Directiva de ANDA y su Plana Gerencial en opinión de PCR, son de amplia experiencia en el sector.

## Entorno Económico

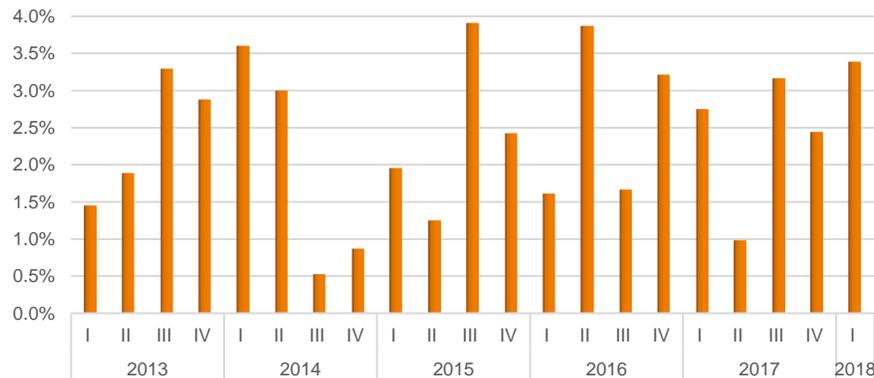
Durante el primer trimestre de 2018, el nivel general de producción con base al nuevo índice de volumen encadenado para El Salvador, se mantuvo similar con respecto al período anterior, resultando en un crecimiento entre trimestres de 0.64% por encima del 2.74%. De acuerdo con las perspectivas de crecimiento del BCR, el valor esperado del crecimiento del PIB se estima en 2.3% al cierre de 2018<sup>3</sup>; asimismo, el Banco Central mantiene sus perspectivas de crecimiento económico para los dos siguientes años en 2.4% y 2.5%, respectivamente, apoyado por el crecimiento en la economía estadounidense y la inversión privada.

En términos corrientes, el PIB Salvadoreño pasó de US\$ 5,952.95 millones en marzo de 2017 a US\$ 6,223.09 millones a marzo de 2018. En términos de estructura, la mayor contribución al PIB a precios corrientes fueron las ramas de

<sup>3</sup> Proyección realizada por el Banco Central de Reserva de El Salvador

Industria manufacturera; construcción; comercio y reparación de vehículos; transporte y almacenamiento y; actividades de servicio administrativo y de comunicación. Que en conjunto representan el 73% del total del PIB.<sup>4</sup>

**VARIACIONES ANUALES PIB A MARZO DE 2018 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)**



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

**PRODUCTO INTERNO BRUTO ACTIVIDADES ECONÓMICAS  
INDICE DE VOLUMEN ENCADENADO DE 2014. PORCENTAJES DE VARIACIÓN ANUAL TRIMESTRALES (I TRIMESTRE)**

CONCEPTOS	2014-I	2015-I	2016-I	2017-I	2018-I
Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca	7.42	-3.94	-0.23	0.61	1.68
Explotación de Minas y Canteras	5.71	-2.12	-2.47	1.27	10.39
Industrias Manufactureras	-2.03	5.2	0.12	5.32	4.81
Suministro de Electricidad, Gas, Vapor y Aire Acondicionado	4.59	-28.48	26.99	-1.84	0.47
Suministro de Agua, Alcantarillados y Gestión de Desechos	0.79	3.86	-6.62	3.01	3.17
Construcción	5.4	-8.93	4.44	3.39	11.85
Comercio al por Mayor y al por Menor, Rep. de Veh. Aut. y Motocicletas	16.8	-1.13	1.2	7.08	2.82
Transporte y Almacenamiento	0.09	-0.16	2.29	2.61	8.4
Actividades de Alojamiento y de Servicio de Comidas	5.49	4.11	4.73	0.71	0.66
Información y Comunicaciones	2.47	3.72	5.01	-2.46	4.03
Actividades Financieras y de Seguros	2.5	3.58	-2.16	4.66	1.69
Actividades Inmobiliarias	2.52	3.43	5.97	3.36	1.23
Actividades Profesionales, Científicas y Técnicas	-9.74	8.86	12.43	-11.43	2.35
Actividades de Servicios Administrativos y de Apoyo	3.08	10.1	3.27	8.36	5.91
Administración Pública y Def. Planes de Seg. Soc. de Afiliación Obligatoria	-1.7	-0.85	2.32	0.63	-2.29
Enseñanza	-2.81	3.64	-1.84	3.04	-1.71
Actividades de Atención de la Salud Humana y de Asistencia Social	2.69	0.79	2.23	-1.75	3.33
Actividades Artísticas, de Entretenimiento y Recreativas	-16.03	3.6	11.84	1.74	-1.3
Otras Actividades de Servicios	4.85	6.56	0.68	1.47	0.72
Valor Agregado Bruto	2.99	0.49	2.52	2.94	3.02
Impuestos Netos	9.92	17.75	-6.93	0.85	6.79
<b>PIB TRIMESTRAL POR EL ENFOQUE DE LA PRODUCCIÓN</b>	<b>3.6</b>	<b>1.95</b>	<b>1.6</b>	<b>2.74</b>	<b>3.38</b>

Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

El índice del volumen de la actividad económica (IVAE), indicador que no mide el PIB, sino que brinda una señal de la tendencia de corto plazo de las actividades productivas, al mes de enero de 2018, mostró un crecimiento anual de 1.97% menor al 2.95% registrado el mismo periodo del año 2017. Respecto al sector de suministro de Agua, alcantarillados, y gestión de desechos, este creció 0.16% interanualmente, ya que a la fecha presenta un crecimiento de 3.17%

**Análisis Financiero del Originador**

**Activos**

En total, los activos a la fecha de análisis fueron US\$977.77 millones, superior en US\$34.23 millones (3.63%) a lo alcanzado al mismo período del año anterior. Las cuentas que mayor crecimiento mostraron fueron: Anticipos de fondos en US\$52.22 millones (90.92%), seguido por un incremento de los deudores financieros en US\$6.59 millones (12.28%), así como un aumento en inversiones de bienes privativos en US\$4.34 millones (5.50%). Por el lado de las disminuciones, las cuentas afectadas fueron: Bienes depreciables netos, menor en US\$12.18 millones (1.81%), seguido por una disminución en las disponibilidades en US\$5.14 millones (31.47%).

<sup>4</sup> Informe macroeconómico mayo 2018 -BCR

**ACTIVOS (MILES US\$)**

Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-17	jun-18
<b>Fondos</b>	<b>34,194.1</b>	<b>35,257</b>	<b>52,985</b>	<b>55,226</b>	<b>122,004</b>	<b>94,774</b>	<b>133,953</b>
Disponibilidades	29,669.8	32,446	45,611	17,465	13,502	16,347	11,202
Anticipo de Fondos	4,524.3	2,811	7,374	37,761	108,501	57,440	109,667
Deudores Monetarios	0.0	0	0	0	0	20,987	13,084
<b>Inversiones Financieras</b>	<b>37,230.7</b>	<b>38,050</b>	<b>48,847</b>	<b>61,976</b>	<b>69,866</b>	<b>54,058</b>	<b>60,674</b>
Inversiones Permanentes	289.5	289	289	289	304	289	304
Deudores Financieros	36,918.6	37,756	48,524	61,645	69,520	53,729	60,328
Inversiones Intangibles	22.6	5	34	42	42	40	42
<b>Inversiones en Existencias</b>	<b>21,188.8</b>	<b>21,403</b>	<b>20,032</b>	<b>24,989</b>	<b>20,094</b>	<b>22,702</b>	<b>19,102</b>
Existencias Institucionales	21,188.8	21,403	20,032	24,989	20,094	22,702	19,102
<b>Inversiones en Bienes de Uso</b>	<b>726,741.6</b>	<b>715,669</b>	<b>704,642</b>	<b>696,944</b>	<b>687,464</b>	<b>692,924</b>	<b>680,619</b>
Bienes depreciables neto	706,944.8	695,689	684,466	676,648	667,249	672,573	660,384
Bienes no depreciables	19,796.8	19,980	20,176	20,296	20,215	20,351	20,235
<b>Inversiones en Proyectos y Programas</b>	<b>59,757.5</b>	<b>64,039</b>	<b>73,417</b>	<b>79,307</b>	<b>83,365</b>	<b>79,082</b>	<b>83,430</b>
Inversiones en bienes privativos	58,854.5	64,039	73,417	79,307	83,365	79,082	83,430
Inversiones de uso Público y Desarrollo	903.0	0	0	0	0	0	0
<b>Activo Total</b>	<b>879,112.7</b>	<b>874,418</b>	<b>899,923</b>	<b>918,441</b>	<b>982,793</b>	<b>943,541</b>	<b>977,777</b>

Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR

**Pasivos**

A junio de 2018, el total de pasivos de ANDA presentó un crecimiento del 10.58% respecto al año anterior, pasando de US\$622.15 millones en junio de 2017 a US\$687.99 millones a la fecha de análisis, un aumento de US\$65.83 millones. Dicho cambio se asocia principalmente al Endeudamiento Interno, con un crecimiento de 12.73% (+US\$42.55 millones).

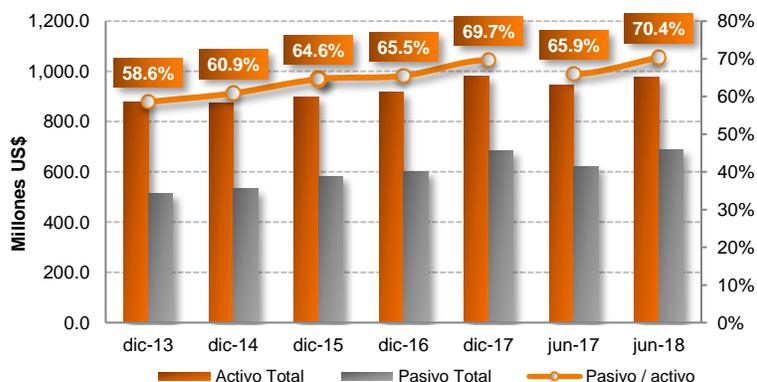
Los pasivos totales están constituidos, en su mayoría por la deuda financiera (financiamiento de terceros) con un 95.06% de participación de los pasivos totales. Esta deuda ascendió a US\$654.01 millones, de la cual el 54.77% está formado por deuda interna, el 26.50% en acreedores financieros y el 13.79% en deuda externa.

**PASIVOS (MILES US\$)**

Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-17	jun-18
<b>Deuda Corriente</b>	<b>3,006.3</b>	<b>3,299</b>	<b>4,170</b>	<b>3,704</b>	<b>24,313</b>	<b>36,515</b>	<b>33,982</b>
Depósitos de Terceros	3,006.3	3,299	4,170	3,704	5,723	5,152	4,564
Acreedores Monetarios	0.0	0	0	0	18,590	31,363	29,417
<b>Financiamiento de Terceros</b>	<b>511,789.5</b>	<b>528,863</b>	<b>577,358</b>	<b>597,796</b>	<b>660,797</b>	<b>585,642</b>	<b>654,011</b>
Endeudamiento Interno	199,604.6	210,718	244,011	287,701	376,769	334,277	376,833
Endeudamiento Externo	146,999.0	131,322	120,542	107,120	97,871	104,345	94,853
Acreedores Financieros	165,185.9	186,823	212,805	202,975	186,157	147,020	182,325
<b>Pasivo Total</b>	<b>514,795.8</b>	<b>532,162</b>	<b>581,528</b>	<b>601,501</b>	<b>685,109</b>	<b>622,157</b>	<b>687,993</b>

Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR

**TOTAL ACTIVOS Y PASIVO (MILLONES DE US\$ / PORCENTAJE)**



Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR

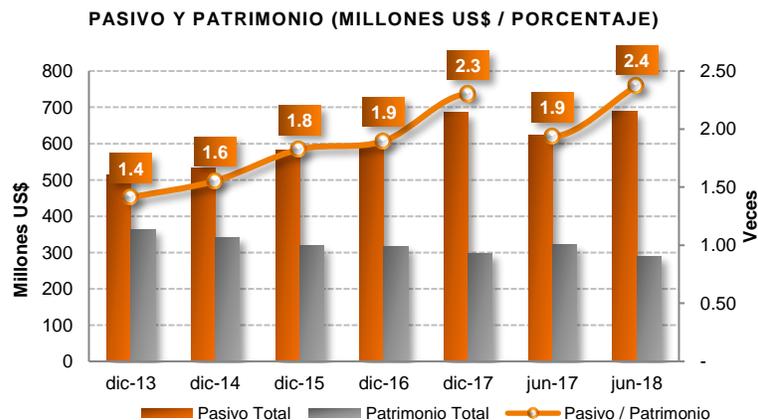
**Patrimonio**

El patrimonio de la entidad presentó al final del primer semestre del 2018 la cantidad de US\$289.78 millones, cifra inferior en 9.8% (-US\$31.59 millones) respecto a la presentada en el mismo periodo del año previo, la cual ascendía a US\$321.38 millones, esto debido principalmente a la disminución del -US\$11.60 millones del resultado de ejercicio a

la fecha, pasando de obtener ganancias por US\$3.22 millones en junio de 2017 a pérdidas de US\$8.38 millones en junio de 2018.

PATRIMONIO (MILES US\$)							
Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-17	jun-18
<b>Patrimonio Estatal</b>	<b>366,955.3</b>	<b>336,341</b>	<b>313,262</b>	<b>287,817</b>	<b>285,960</b>	<b>324,256</b>	<b>265,443</b>
Patrimonio	488,016.6	486,873	488,073	490,685	492,679	324,256	493,306
Resultado de Ejercicios Anteriores	-121,061.3	-150,532	-174,811	-202,868	-206,719	0	-227,863
<b>Resultado del Ejercicio a la Fecha</b>	<b>-35,692.5</b>	<b>-27,065</b>	<b>-27,844</b>	<b>-3,851</b>	<b>-21,214</b>	<b>3,225</b>	<b>-8,382</b>
Superávit por Revaluaciones	39,034.5	39,035	39,035	39,035	39,035	0	38,819
<b>Detrimento Patrimonial</b>	<b>-5,980.5</b>	<b>-6,054</b>	<b>-6,057</b>	<b>-6,060</b>	<b>-6,096</b>	<b>-6,097</b>	<b>-6,096</b>
<b>Patrimonio Total</b>	<b>364,316.9</b>	<b>342,257</b>	<b>318,395</b>	<b>316,940</b>	<b>297,684</b>	<b>321,384</b>	<b>289,784</b>

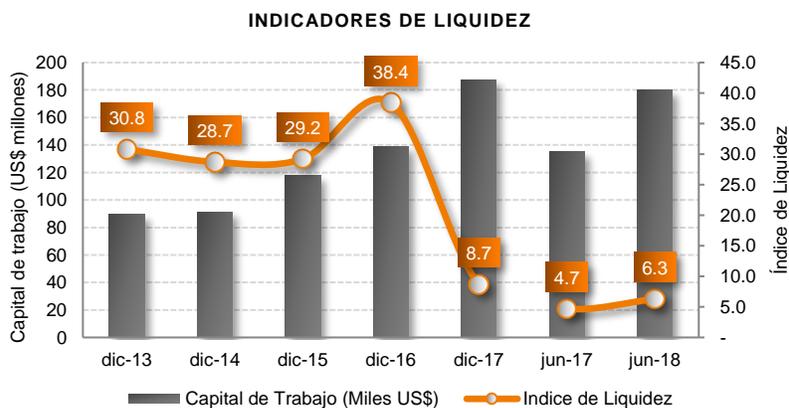
Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR



Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR

### Análisis de Liquidez

Al analizar la capacidad de pago de ANDA, a través del comparativo de sus disponibilidades versus sus obligaciones en el corto plazo; al 30 de junio de 2018, el ratio de liquidez<sup>5</sup> (que mide la capacidad de cubrir sus pasivos corrientes con sus activos corrientes) presentó una relación de 6.3 veces; contando con la liquidez necesaria para cubrir las obligaciones en el corto plazo. El anterior ratio es menor en 1.6 veces al presentado en junio del 2017; dicho comportamiento fue impulsado principalmente por el incremento en los anticipos de fondos recibidos. Por otro lado, en cuanto al capital de trabajo neto<sup>6</sup> de la institución, a la fecha de análisis este ascendió a US\$179.74 millones, cifra mayor en 33.1% (+US\$44.72 millones) al valor presentado en el mismo periodo del año previo. Por lo tanto, en la fecha de análisis, se presentó un escenario favorable en cuanto a liquidez de ANDA; ya que los activos corrientes cubrieron la totalidad de las obligaciones inmediatas de la institución.

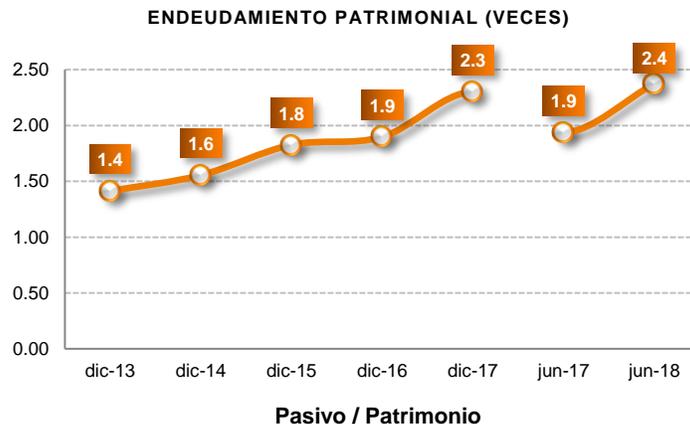


<sup>5</sup> Liquidez= Activos Corrientes sobre Pasivos Corrientes.

<sup>6</sup> Capital Neto de Trabajo= Activos Corrientes - Pasivos Corrientes.

## Análisis de Solvencia

Es importante hacer énfasis que ANDA muestra un escenario estable en términos de solvencia, en la medida que la relación entre los pasivos y el patrimonio se mantiene entre 1.4 veces y 1.9 veces desde diciembre 2013. En este sentido, el indicador de endeudamiento patrimonial<sup>7</sup> de la institución a junio de 2018, fue de 2.4 veces; dicho ratio es mayor en 0.5 veces al presentado en el mismo periodo del año 2017. Esto como resultado del crecimiento del 10.58% del Pasivo frente a la disminución del 9.83% del Patrimonio, respecto al año previo.



Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR

## Análisis de Resultados

Al 30 de junio de 2018, se registraron ingresos de gestión por un total de US\$74.82 millones, cifra inferior en 9.54% (-US\$7.88 millones) respecto a lo registrado en el mismo periodo del año anterior; dicho decremento se debió principalmente por los ingresos por venta de bienes y servicios, que disminuyeron en 4.01% (-US\$3.08 millones) y, por una disminución de ingresos por transferencias de capital recibidas en 93.19% (-US\$3.41 millones).

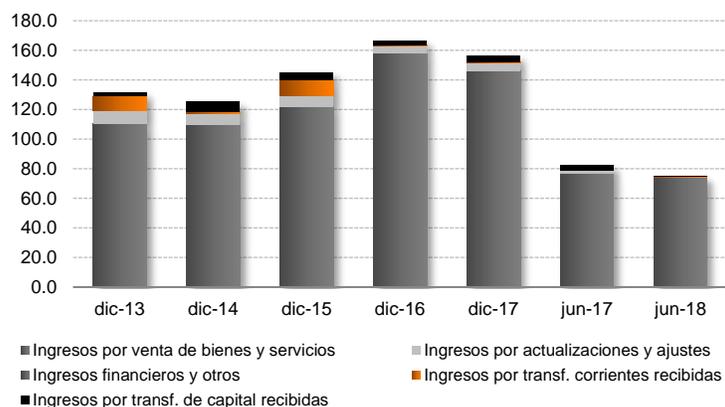
<b>INGRESOS DE GESTIÓN (MILES US\$)</b>							
Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-17	jun-18
Ingresos financieros y otros	96.7	93	79	80	71	41	44
Ingresos por transf. corrientes recibidas	9,334.9	1,210	10,125	852	435	276	295
Ingresos por transf. de capital recibidas	2,593.4	6,851	5,245	2,747	4,153	3,669	250
Ingresos por venta de bienes y servicios	110,237.5	109,511	121,822	157,865	146,126	76,980	73,894
Ingresos por actualizaciones y ajustes	9,069.1	7,444	7,602	4,850	5,470	1,743	339
<b>Ingresos de Gestión</b>	<b>131,331.5</b>	<b>125,109</b>	<b>144,874</b>	<b>166,394</b>	<b>156,255</b>	<b>82,709</b>	<b>74,822</b>

Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR

Los ingresos estuvieron constituidos principalmente por: ingresos por venta de bienes y servicios, los mismos que ascendieron a US\$73.89 millones, a pesar de la disminución antes mencionada, dichos ingresos son el componente de mayor participación con el 98.76% del total de ingresos a junio de 2018, seguido por los ingresos por actualizaciones y ajustes totalizaron US\$339 miles con el 0.45%; el resto de ingresos sumaron US\$589.0 miles con el 0.79% de participación en los ingresos totales a la fecha de análisis.

<sup>7</sup> Endeudamiento patrimonial= Pasivo Total sobre Patrimonio.

### INGRESOS DE GESTIÓN (MILES DE US\$)



Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR

Respecto a los gastos de gestión presentados por ANDA al 30 de junio de 2018, estos mostraron un aumento respecto al mismo periodo del año anterior. A la fecha de análisis, el total de gastos ascendió a US\$83.20 millones, siendo estos superiores en 4.68% (+US\$3.71 millones), respecto a los registrados en el mismo periodo del año anterior. Dicho efecto es resultado del aumento de gastos de personal con 4.68% (+US\$1.38 millones), gastos financieros y otros en 20.79% (+US\$2.17 millones) y costos de ventas y cargos calculados con 5.26% (+US\$466.36 miles), respecto a junio de 2017.

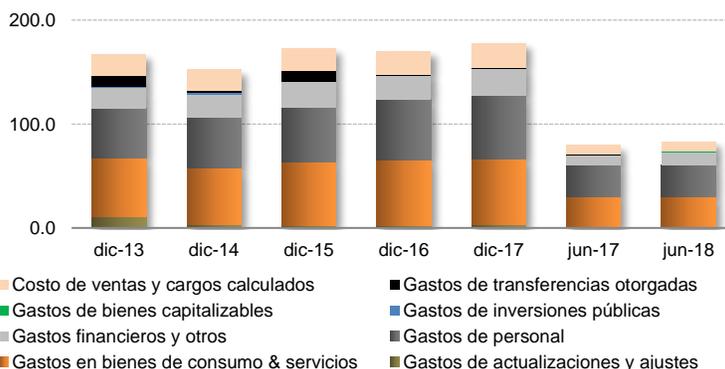
### GASTOS DE GESTIÓN (MILES US\$)

Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-17	jun-18
Gastos de inversiones públicas	1,310.4	1,199	0	0	0	0	0
Gastos de personal	48,115.0	49,234	52,587	58,493	61,032	29,613	31,000
Gastos en bienes de consumo & servicios	55,816.2	54,317	61,585	62,859	63,147	29,537	29,292
Gastos de bienes capitalizables	100.8	103	114	380	192	47	195
Gastos financieros y otros	19,855.5	22,105	24,345	22,897	26,123	10,475	12,653
Gastos de transferencias otorgadas	10,305.4	1,738	10,840	981	657	357	379
Costo de ventas y cargos calculados	20,451.3	20,416	21,131	22,402	23,462	8,864	9,330
Gastos de actualizaciones y ajustes	11,069.5	3,061	2,114	2,233	2,857	590	354
<b>Gastos de Gestión</b>	<b>167,024.0</b>	<b>152,174</b>	<b>172,717</b>	<b>170,245</b>	<b>177,469</b>	<b>79,484</b>	<b>83,204</b>

Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR

Los principales componentes del gasto son gasto de personal con el 37.26% y gasto en bienes de consumo y servicios con el 35.21%, representando ambas cuentas el 72.47% de participación del total de gasto de gestión. En tercer lugar de participación se encuentran los gastos financieros y otros con el 15.21% y costos de ventas y cargos calculados con el 11.21% de participación del total de gastos para la fecha analizada.

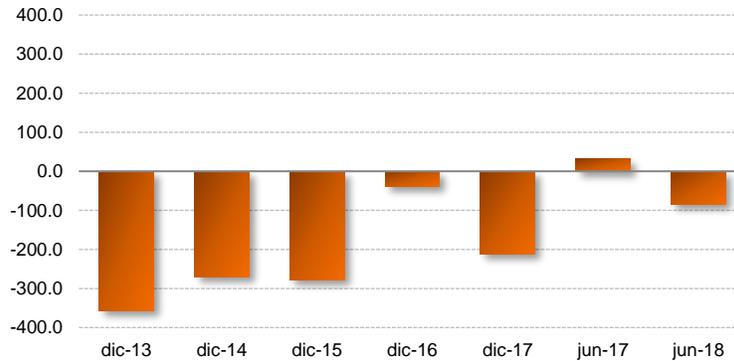
### GASTOS DE GESTIÓN (MILLONES DE US\$)



Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR

En cuanto al margen neto obtenido al primer semestre de 2018, este mostró una pérdida de US\$8.38 millones, diferente al beneficio presentado en el periodo anterior (US\$3.22 millones). Este efecto es resultado de la disminución de los ingresos de gestión en -9.54%, frente al aumento de los gastos de gestión en 4.68%, respecto a junio de 2017. Cabe mencionar que a pesar de dicha pérdida, la entidad posee amplio respaldo por parte del gobierno, además de contar con una buena cobertura de sus ingresos respecto a la cuota de cesión del Fondo de Titularización.

**MARGEN DEL EJERCICIO (MILLONES DE US\$)**



*Fuente: Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados / Elaboración: PCR*

**Proyecciones y Cobertura de la emisión**

La titularización de ANDA sobre sus ingresos se basa en supuestos bajo el escenario presentado por el estructurador.

**CUOTA ANUAL (MILLONES DE US\$)**

Período	Cuota	Período	Cuota
2015	1.92	2023	17.88
2016	11.52	2024	17.88
2017	12.58	2025	17.88
2018	17.88	2026	17.88
2019	17.88	2027	17.88
2020	17.88	2028	17.88
2021	17.88	2029	17.88
2022	17.88	2030	14.9

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

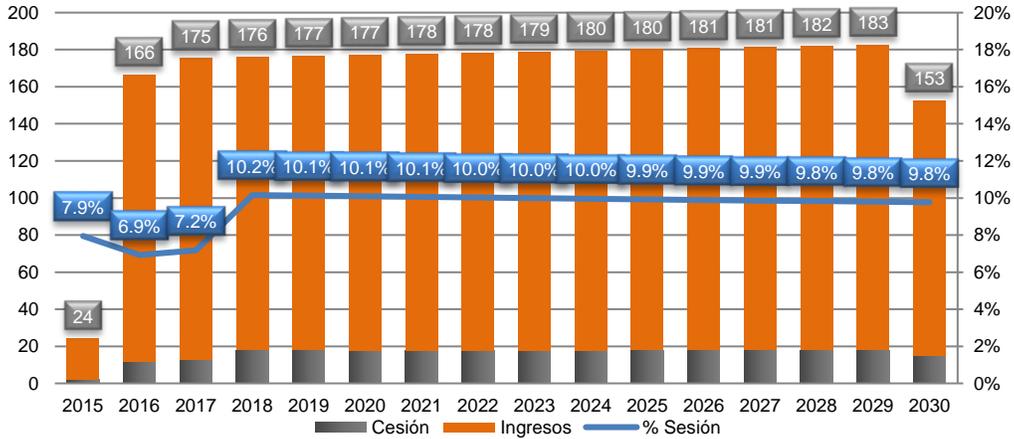
De lo anterior resulta, de acuerdo al modelo elaborado por la Titularizadora, que la cesión respecto a los ingresos se obtiene un porcentaje de cesión en promedio que representará el 9.45% durante la vigencia de la emisión. Resultando un máximo de cesión de 10.2% a diciembre de 2018.

**CESIÓN PROYECTADA (PORCENTAJE)**

	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	dic-28	dic-29	dic-30
Cesión/Ingresos	10.2%	10.1%	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	9.9%	9.9%	9.9%	9.8%	9.8%	9.8%
Ingresos	89.8%	89.9%	89.9%	89.9%	90.0%	90.0%	90.0%	90.1%	90.1%	90.1%	90.2%	90.2%	90.2%

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

**PROYECCIÓN DE CESIÓN / INGRESOS DE GESTIÓN (EN MILLONES US\$)**



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

A la fecha de análisis, el porcentaje de ingresos cedidos resulto en 11.94%, mayor a lo proyectado en 1.74%

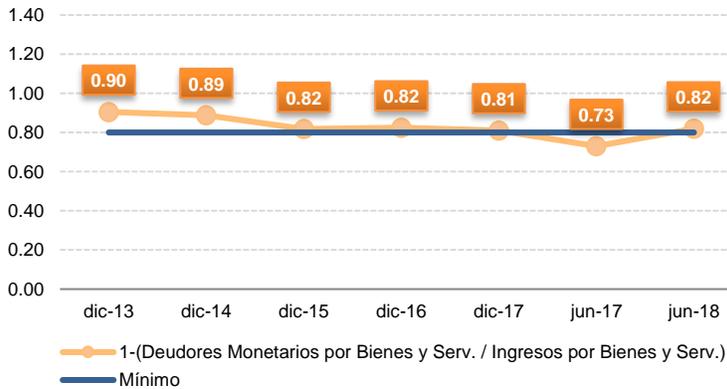
**Cumplimiento de Covenants**

Durante la vigencia de la emisión del fondo está sujeto a cumplir con los siguientes ratios financieros de forma semestral:

- **[1-(Deudores monetarios por Venta de Bienes y Servicios entre Ingresos por Venta de Bienes y Servicios)],** el cual no podrá ser menor de 0.8 veces por el plazo de la emisión.

De acuerdo con el modelo elaborado por la Titularizadora, este ratio presentará un comportamiento estable durante el tiempo de vigencia de la emisión, mostrando un valor mínimo de 0.82 y un valor máximo de 0.90 veces.

**[1- (DEUDORES MONETARIOS DE BIENES Y SERV. / INGRESOS DE BIENES Y SERV.)] (VECES)**



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

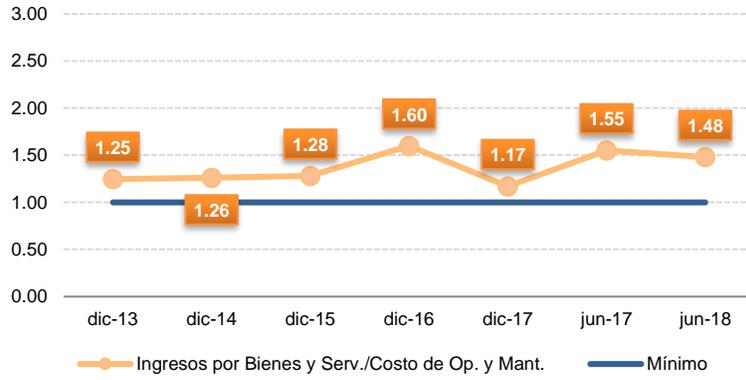
A junio de 2018, dicho ratio se ubicó en 0.82 veces, cumpliendo con el requerimiento del fondo. A junio de 2017, dicho ratio se ubicó en 0.73 veces, cumpliendo con el requerimiento del fondo. El incumplimiento de este indicador por dos períodos de medición consecutivos presentaría un escenario de incumplimiento.

- **Ingresos por Venta de Bienes y Servicios entre Costos de Operación y Mantenimiento<sup>8</sup>,** el cual no podrá ser menor que 1.0 veces.

De acuerdo con el modelo elaborado por la Titularizadora, este ratio presenta un comportamiento decreciente durante el tiempo de vigencia de la emisión, mostrando un valor mínimo de 1.34 y un valor máximo de 1.71 veces

<sup>8</sup> Gasto de Personal + Servicios Básicos + Producto químicos, combustibles y lubricante + Mantenimiento y Reparación

**INGRESOS POR VENTA DE BIENES Y SERVICIOS/ COSTOS DE OPERACIÓN Y MANTENIMIENTO (VECES)**



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

A junio de 2018, dicho ratio se ubicó en 1.48 veces, menor en 0.07 veces en comparación a junio de 2017 (1.55 veces), manteniendo el buen cumplimiento con el requerimiento del fondo.

## Resumen de Estados Financieros

### BALANCE GENERAL (MILES US\$)

Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-17	jun-18
<b>RECURSOS</b>							
Fondos	34,194.1	35,257	52,985	55,226	122,004	94,774	133,953
Inversiones Financieras	37,230.7	38,050	48,847	61,976	69,866	54,058	60,674
Inversiones en Existencias	21,188.8	21,403	20,032	24,989	20,094	22,702	19,102
Inversiones en Bienes de Uso	726,741.6	715,669	704,642	696,944	687,464	692,924	680,619
Inversiones en Proyectos y Programas	59,757.5	64,039	73,417	79,307	83,365	79,082	83,430
<b>Total Recursos</b>	<b>879,112.7</b>	<b>874,418</b>	<b>899,923</b>	<b>918,441</b>	<b>982,793</b>	<b>943,541</b>	<b>977,777</b>
<b>OBLIGACIONES Y PATRIMONIO</b>							
Deuda Corriente	3,006.3	3,299	4,170	3,704	24,313	36,515	33,982
Financiamiento de Terceros	511,789.5	528,863	577,358	597,796	660,797	585,642	654,011
<b>Total Obligaciones</b>	<b>514,795.8</b>	<b>532,162</b>	<b>581,528</b>	<b>601,501</b>	<b>685,109</b>	<b>622,157</b>	<b>687,993</b>
<b>Patrimonio</b>							
Patrimonio	366,955.3	336,341	313,262	287,817	285,960	324,256	265,443
Resultado del Ejercicio a la Fecha	-35,692.5	-27,065	-27,844	-3,851	-21,214	3,225	-8,382
Superávit por Revaluaciones	39,034.5	39,035	39,035	39,035	39,035	0	38,819
Detrimento Patrimonial	-5,980.5	-6,054	-6,057	-6,060	-6,096	-6,097	-6,096
<b>Total Patrimonio</b>	<b>364,316.9</b>	<b>342,257</b>	<b>318,395</b>	<b>316,940</b>	<b>297,684</b>	<b>321,384</b>	<b>289,784</b>
<b>Total patrimonio más recursos</b>	<b>879,112.7</b>	<b>874,418</b>	<b>899,923</b>	<b>918,441</b>	<b>982,793</b>	<b>943,541</b>	<b>977,777</b>

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

### ESTADO DE RESULTADOS (MILES US\$)

Componentes	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-17	jun-18
Ingresos Operacionales	119,572.3	110,721	131,947	158,718	146,560	77,256	74,189
Gastos Operacionales	105,342.4	104,854	114,286	121,732	124,370	59,198	60,488
<b>Resultado de Operación</b>	<b>14,229.9</b>	<b>5,867</b>	<b>17,661</b>	<b>36,986</b>	<b>22,190</b>	<b>18,058</b>	<b>13,702</b>
<b>Ingresos y Gastos Financieros</b>	<b>-19,758.8</b>	<b>-22,012</b>	<b>-24,266</b>	<b>-22,817</b>	<b>-26,052</b>	<b>-10,434</b>	<b>-12,609</b>
Ingresos Financieros	96.7	93	79	80	71	41	44
Gastos Financieros	19,855.5	22,105	24,345	22,897	26,123	10,475	12,653
<b>Otros Ingresos y Gastos</b>	<b>-30,163.6</b>	<b>-10,920</b>	<b>-21,239</b>	<b>-18,019</b>	<b>-17,352</b>	<b>-4,399</b>	<b>-9,474</b>
Otros Ingresos	11,662.5	14,295	12,847	7,596	9,624	5,412	589
Otros Gastos	41,826.1	25,215	34,086	25,616	26,976	9,812	10,063
<b>Resultado (Pérdida) Neta del Ejercicio</b>	<b>-35,692.5</b>	<b>-27,065</b>	<b>-27,844</b>	<b>-3,851</b>	<b>-21,214</b>	<b>3,225</b>	<b>-8,382</b>

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

**FLUJOS A CEDER POR ANDA AL FONDO DE TITULARIZACIÓN (EN US\$)**

Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión								
1	\$960,000	31	\$1,490,000	61	\$1,490,000	91	\$1,490,000	121	\$1,490,000	151	\$1,490,000
2	\$960,000	32	\$1,490,000	62	\$1,490,000	92	\$1,490,000	122	\$1,490,000	152	\$1,490,000
3	\$960,000	33	\$1,490,000	63	\$1,490,000	93	\$1,490,000	123	\$1,490,000	153	\$1,490,000
4	\$960,000	34	\$1,490,000	64	\$1,490,000	94	\$1,490,000	124	\$1,490,000	154	\$1,490,000
5	\$960,000	35	\$1,490,000	65	\$1,490,000	95	\$1,490,000	125	\$1,490,000	155	\$1,490,000
6	\$960,000	36	\$1,490,000	66	\$1,490,000	96	\$1,490,000	126	\$1,490,000	156	\$1,490,000
7	\$960,000	37	\$1,490,000	67	\$1,490,000	97	\$1,490,000	127	\$1,490,000	157	\$1,490,000
8	\$960,000	38	\$1,490,000	68	\$1,490,000	98	\$1,490,000	128	\$1,490,000	158	\$1,490,000
9	\$960,000	39	\$1,490,000	69	\$1,490,000	99	\$1,490,000	129	\$1,490,000	159	\$1,490,000
10	\$960,000	40	\$1,490,000	70	\$1,490,000	100	\$1,490,000	130	\$1,490,000	160	\$1,490,000
11	\$960,000	41	\$1,490,000	71	\$1,490,000	101	\$1,490,000	131	\$1,490,000	161	\$1,490,000
12	\$960,000	42	\$1,490,000	72	\$1,490,000	102	\$1,490,000	132	\$1,490,000	162	\$1,490,000
13	\$960,000	43	\$1,490,000	73	\$1,490,000	103	\$1,490,000	133	\$1,490,000	163	\$1,490,000
14	\$960,000	44	\$1,490,000	74	\$1,490,000	104	\$1,490,000	134	\$1,490,000	164	\$1,490,000
15	\$960,000	45	\$1,490,000	75	\$1,490,000	105	\$1,490,000	135	\$1,490,000	165	\$1,490,000
16	\$960,000	46	\$1,490,000	76	\$1,490,000	106	\$1,490,000	136	\$1,490,000	166	\$1,490,000
17	\$960,000	47	\$1,490,000	77	\$1,490,000	107	\$1,490,000	137	\$1,490,000	167	\$1,490,000
18	\$960,000	48	\$1,490,000	78	\$1,490,000	108	\$1,490,000	138	\$1,490,000	168	\$1,490,000
19	\$960,000	49	\$1,490,000	79	\$1,490,000	109	\$1,490,000	139	\$1,490,000	169	\$1,490,000
20	\$960,000	50	\$1,490,000	80	\$1,490,000	110	\$1,490,000	140	\$1,490,000	170	\$1,490,000
21	\$960,000	51	\$1,490,000	81	\$1,490,000	111	\$1,490,000	141	\$1,490,000	171	\$1,490,000
22	\$960,000	52	\$1,490,000	82	\$1,490,000	112	\$1,490,000	142	\$1,490,000	172	\$1,490,000
23	\$960,000	53	\$1,490,000	83	\$1,490,000	113	\$1,490,000	143	\$1,490,000	173	\$1,490,000
24	\$960,000	54	\$1,490,000	84	\$1,490,000	114	\$1,490,000	144	\$1,490,000	174	\$1,490,000
25	\$1,490,000	55	\$1,490,000	85	\$1,490,000	115	\$1,490,000	145	\$1,490,000	175	\$1,490,000
26	\$1,490,000	56	\$1,490,000	86	\$1,490,000	116	\$1,490,000	146	\$1,490,000	176	\$1,490,000
27	\$1,490,000	57	\$1,490,000	87	\$1,490,000	117	\$1,490,000	147	\$1,490,000	177	\$1,490,000
28	\$1,490,000	58	\$1,490,000	88	\$1,490,000	118	\$1,490,000	148	\$1,490,000	178	\$1,490,000
29	\$1,490,000	59	\$1,490,000	89	\$1,490,000	119	\$1,490,000	149	\$1,490,000	179	\$1,490,000
30	\$1,490,000	60	\$1,490,000	90	\$1,490,000	120	\$1,490,000	150	\$1,490,000	180	\$1,490,000
<b>TOTAL</b>										<b>\$255,480,000</b>	

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

## HISTORIAL DE CLASIFICACIONES

Con información financiera correspondiente a:	Clasificación	Perspectiva
Del 30 de junio de 2015 al 30 de diciembre de 2017 (Tramo 1 a Tramo 29):	AAA	Estable

*Fuente/ 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 la misma 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.