

VALORES DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CONTRATO DE APERTURA DE CRÉDITO CERO UNO VTHVAPC 01

Comité No. 106/2025						
Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2024			Fecha de comité: 28 de abril de 2025			
Periodicidad de actualización: Semestral			Originador perteneciente al sector de instituciones financieras El Salvador			
Equipo de Análisis						
Milagro Barraza mbarraza@ratingspcr.com		Adalberto Chávez achavez@ratingspcr.com		(503) 2266-9471		
HISTORIAL DE CLASIFICACIONES						
Fecha de información	jun-22	dic-22	jun-23	dic-23	jun-24	dic-24
Fecha de comité	26/10/2022	27/04/2023	30/10/2023	26/04/2024	25/10/2024	28/04/2025
Valores de Titularización Hencorp Valores VTHVAPC01	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

Categoría AA: Corresponde a aquellos 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.

"Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" indica un nivel mayor de riesgo".

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La clasificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago de este; ni estabilidad de su precio y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora.

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

El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://informes.ratingspcr.com/>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Racionalidad

En comité de clasificación de riesgo, Pacific Credit Rating (PCR) decidió mantener la clasificación de riesgo de "AA" al **Fondo de Titularización Hencorp Valores Contrato de Apertura de Crédito Cero Uno - FTHVAPC 01** con perspectiva "Estable"; con información financiera al 31 de diciembre de 2024.

La clasificación se fundamenta en la capacidad de pago del fondo para cumplir con sus obligaciones, derivado de los flujos de ingresos provenientes de las operaciones de ANDA. Asimismo, se considera el respaldo contingencial otorgado por CEL, quien cuenta con niveles adecuados de liquidez y solvencia para responder oportunamente a las obligaciones financieras del fondo. Finalmente, se consideran los mecanismos legales, operativos y financieros que respaldan la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **Emisión con mecanismos de cobertura que mitigan el riesgo de impago.** El fondo opera con una cuenta discrecional para recibir los pagos de ANDA y una cuenta restringida que respalda la emisión con hasta dos cuotas máximas. Además, cuenta con una orden irrevocable de descuento sobre ingresos de ANDA y un mecanismo contingente en el que CEL respalda los pagos. Al 31 de diciembre de 2024, la cuenta restringida registró un saldo de USD 1.5 millones, cumpliendo satisfactoriamente con los requerimientos contractuales. Por su parte, la cuenta discrecional presentó una cobertura acumulada de 1.08 veces(x) sobre la cuota mensual de cesión.

- **El fondo cumplió adecuadamente el resguardo financiero.** A diciembre 2024, el fondo ha cumplido satisfactoriamente los resguardos establecidos, donde el porcentaje de recaudación de ingresos¹, el cual es medido durante el plazo del contrato de apertura de crédito en los meses de junio y diciembre, no podrá ser menor 0.70x. A la fecha de análisis, dicho indicador muestra un resultado de 0.89x. Por su parte, el índice de cobertura de costos de operación y mantenimiento con ingresos propios² el cual será medido durante el plazo del contrato, no podrá ser menor a uno 1.0x. De acuerdo con la información remitida por Hencorp, al cierre de diciembre 2024, el indicador resulta en 1.52x, cumpliendo con el requerimiento mínimo del fondo.
- **ANDA mantiene niveles adecuados de liquidez y solvencia.** La entidad mantiene niveles adecuados de liquidez, aunque inferiores a los del periodo anterior y al promedio histórico. El índice de liquidez corriente fue de 2.64x (diciembre 2023: 4.84x), y el capital de trabajo disponible para operaciones a corto plazo alcanzó los USD 82.5 millones (diciembre 2023: USD 106.4 millones). Por su parte, los indicadores de endeudamiento y solvencia se mantienen estables. El apalancamiento patrimonial disminuyó a 2.16x, respecto a diciembre 2023 (2.38x) y a su promedio histórico (3.95x), mientras que el nivel de endeudamiento se redujo al 68.3% (diciembre 2023: 70.4%), reflejando una menor dependencia del endeudamiento para financiar las operaciones de la entidad.
- **Aumento en los ingresos de gestión de ANDA.** A diciembre de 2024, los ingresos de gestión aumentaron interanualmente en 17.4% (USD 38.1 millones), impulsados principalmente por los ingresos por transferencias corrientes, venta de bienes y servicios, y transferencias de capital. Además, los ingresos reportados por ANDA reflejan una cobertura de 14.35x sobre la cuota de cesión, mejorando su capacidad de pago frente al 12.22x registrado en diciembre de 2023 y superando la proyección de 13.46x.
- **La rentabilidad continúa mostrando valores negativos como consecuencia de la pérdida previamente registrada.** Los resultados de ANDA a diciembre de 2024 muestran una mejora en comparación con sus datos históricos. No obstante, a pesar de este progreso, los costos y gastos continúan superando los ingresos de la institución, lo que resultó en una pérdida durante el ejercicio. Este resultado ha limitado su rentabilidad, reflejado en un rendimiento negativo del patrimonio (ROE) de -5.7% y un rendimiento sobre los activos (ROA) de -1.8%. Ambos indicadores reflejan una mejora respecto a diciembre de 2023, periodo en el que el ROE fue de -18.1% y el ROA de -1.8%.
- **Niveles de liquidez de CEL se mantienen sólidos.** PCR resalta que CEL ha mantenido históricamente una posición de liquidez robusta, lo que ha garantizado una adecuada capacidad para atender sus obligaciones de corto plazo. En concordancia con esta trayectoria, se proyecta una evolución favorable de sus indicadores de liquidez en el corto y mediano plazo. A diciembre de 2024, la entidad reportó un coeficiente de liquidez corriente de 102.8x, evidenciando una mejora significativa respecto al nivel observado en diciembre de 2023 (50.4x). Por su parte, el capital de trabajo se situó en USD 551.8 millones, lo que representa un incremento interanual del 12.6 %.
- **Niveles de solvencia de CEL son estables.** La calificadora considera que CEL mantiene una posición sólida de solvencia, respaldada por un bajo nivel de endeudamiento y una alta proporción de activos financiados con capital propio. En este marco, el apalancamiento patrimonial se situó en 0.58x, consistente con el nivel observado en diciembre de 2023 y cercano al promedio de los últimos cinco años (0.51x).

Factores Clave de Clasificación

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación: Mejora de la calidad crediticia del deudor (ANDA) y la entidad que respalda la emisión (CEL), de acuerdo con el procedimiento contingencial. Así como, la incorporación de mecanismos adicionales que fortalezcan la cobertura y la operatividad de la emisión.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación: Deterioro en la calidad crediticia del deudor y del garante, así como incumplimientos de los resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización. Adicionalmente, cambios en las políticas gubernamentales relacionadas con ANDA por parte del Gobierno de El Salvador, así como un posible deterioro en las finanzas públicas que pudiera afectar las transferencias que dicha entidad recibe del Estado, considerando la relevancia de ANDA en la economía salvadoreña.

Metodología utilizada

Metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (El Salvador) código PCR-SV-MET-P-050 (noviembre 06, 2023).

Información Utilizada para la Clasificación

PCR utilizó los estados financieros no auditados de ANDA y CEL correspondientes de diciembre de 2020 a 2024, los cuales están preparados de acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados para Instituciones Gubernamentales en El Salvador. Adicional se usaron los estados financieros auditados del fondo de titularización FTHVAPC 01 para el periodo 2020-2024. Adicionalmente, utilizó la información proporcionada directamente por la Titularizadora. Cabe señalar que los estados financieros del fondo siguen las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

¹ Porcentaje de recaudación de ingresos es resultado de restar a uno, el cociente entre Deudores Monetarios por Venta de Bienes y Servicios y los Ingresos por Venta de Bienes y Servicios.

² Índice de cobertura de costos de operación y mantenimiento con ingresos propios es el cociente entre los Ingresos por Venta de Bienes y Servicios y la suma de Gastos de Personal, Servicios Básicos, Productos Químicos, Combustibles y Lubricantes más Mantenimiento y Reparación.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: Para el período de diciembre 2024, no se cuenta con estados financieros auditados de CEL (Mecanismo contingencial).

Limitaciones potenciales: Se dará seguimiento a la capacidad del fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago de sus obligaciones, así como el cumplimiento de los resguardos financieros y legales establecidos en el contrato de cesión.

Hechos Relevantes

A junio de 2024, el gobierno de El Salvador firmó un convenio con el Fondo Saudita para el Desarrollo (FSD) por un monto de USD 83,000,000 millones para la ejecución del proyecto de la planta de biogás en el río Acelhuate que serán transferido a CEL en las condiciones pactadas con anterioridad a un plazo de 25 años y una tasa de interés anual del 1.5%.

Panorama Internacional

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

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

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

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

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

Desempeño Económico

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

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

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

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

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

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

Perfil de la Titularizadora

Reseña y operaciones.

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, es una entidad especializada en la estructuración y administración de procesos de titularización en El Salvador. Constituida en 2008, forma parte del Grupo Hencorp, un conglomerado con presencia en América Latina y Estados Unidos. Opera bajo el marco regulatorio del mercado de valores salvadoreño y cumple con los estándares normativos establecidos por las autoridades financieras.

La entidad ofrece titularizaciones respaldadas por flujos futuros y activos financieros para los sectores público y privado, mejorando el acceso a financiamiento y liquidez. Es líder en el mercado salvadoreño, con amplia experiencia y solidez, y gestiona el 59.30% del patrimonio total de las titularizaciones activas en el país.

Estructura gerencial y gestión de riesgos.

PCR considera adecuada la estructura accionaria y el liderazgo de la titularizadora, destacando un sólido Gobierno Corporativo respaldado por su Junta Directiva, manuales, comités y principios éticos, lo que fortalece la toma de decisiones estratégicas en favor de la entidad y sus accionistas. Para cumplir con la normativa NPR-11 del BCR y mitigar riesgos, Hencorp Valores implementó un Manual de Gestión de Riesgos y cuenta con auditoría externa regulada, asegurando una gestión conforme a los estándares normativos.

Resultados financieros

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

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

Resumen de la Titularización

El Fondo de Titularización Hencorp Valores Contrato de Apertura de Crédito Cero Uno 01 (FTHVAPC 01) se constituye con el propósito de titularizar el contrato de apertura de crédito suscrito entre EXOR y la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados (ANDA), por un monto de hasta USD 200,000,000 Dicho monto es pagadero por ANDA en un plazo de 240 meses a partir de la fecha del primer desembolso.

DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN	
Monto de la Emisión	Hasta USD 200 millones
Valor mínimo	Cien (USD 100.00) y Múltiplos de (USD 100.00).
Denominación del Originador	Sociedad Exor Investment Corporate de El Salvador, Sociedad Anónima de Capital Variable, a la que se le podrá hacer referencia indistintamente como "Exor Investment Corporate S.A. de C.V." o "EXOR".
Plazo de la emisión	La emisión de valores de titularización - títulos de deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de hasta 240 meses.
Respaldo de la Emisión	El pago de los valores de titularización – títulos de deuda se respalda únicamente con el patrimonio del fondo de titularización FTHVAPC 01, independiente del patrimonio del originador.
Operatividad de la estructura de Titularización	El fondo de titularización cuenta con una cuenta discrecional para los pagos de capital e intereses del crédito adquirido, y una cuenta restringida que respalda la emisión, asegurando al menos dos cuotas mensuales. ANDA transfiere las cuotas mediante Instrucciones Irrevocables de Descuento ejecutadas por el Banco Agrícola, S.A., y CEL, a través de una Orden Irrevocable de Transferencia Contingencial, instruye a UT, S.A. de C.V. a transferir los ingresos por venta de energía como respaldo adicional.
Destino de los fondos	Para el Pago de las obligaciones reconocidas mediante escritura pública suscrita entre ANDA y la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL), en virtud del cual ANDA reconoce la obligación de pago a CEL por un monto de hasta USD 141.09 millones. Pago a distribuidoras eléctricas por un monto de hasta USD 17 millones, en concepto del suministro de energía eléctrica. La realización de sus fines, de acuerdo con sus presupuestos y con arreglo a la Ley, por el monto restante. El plazo del crédito es por doscientos cuarenta meses contados a partir del primer desembolso.

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

A la fecha de análisis, se han colocado USD 51.64 millones, distribuidos en 13 tramos.

Análisis del Originador

La Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados (ANDA) es una entidad autónoma de servicio público, dotada de personalidad jurídica y con sede en la ciudad capital de la República de El Salvador. Fue establecida el 17 de octubre de 1961, mediante el Decreto N.º 341 emitido por el Directorio Cívico Militar, en el marco de la Ley de la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados.

Desde su creación, ANDA se ha consolidado como un actor clave en el desarrollo social y económico de El Salvador, al encargarse de la gestión y provisión de agua potable y servicios de saneamiento. Su objetivo principal es garantizar a la población el acceso a fuentes de abastecimiento, infraestructura, y servicios para el suministro de agua, así como para la recolección y disposición final de aguas residuales.

Gobierno corporativo

ANDA es una entidad autónoma del Estado salvadoreño, sin accionistas privados, que opera bajo la Ley de la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados, la Ley de Acceso a la Información Pública y la Ley de Adquisiciones y Contrataciones Públicas, garantizando transparencia y legalidad. Su gestión está liderada por una junta directiva y un equipo gerencial.

Análisis financiero del originador

Resultados

Los resultados de ANDA a diciembre de 2024 han evidenciado una mejora en comparación con sus datos históricos. Sin embargo, a pesar de este avance, los costos y gastos siguen superando los ingresos de la institución, lo que resultó en una pérdida durante el ejercicio. Este hecho ha limitado su rentabilidad, reflejada en un rendimiento negativo del patrimonio (ROE), que se ubicó en -5.7%, y un rendimiento sobre los activos (ROA) de -1.8%. Aunque ambos indicadores mejoraron en relación con los registrados en diciembre de 2023 (ROE de -18.1% y ROA de -1.8%).

Al 31 de diciembre de 2024, los ingresos de gestión totalizaron USD 256.5 millones, lo que representa un incremento interanual del 17.4% (USD 38.1 millones). Este crecimiento se atribuye principalmente al aumento del 45.7% (USD 23.7 millones) en las transferencias corrientes, al alza del 6.1% (USD 9.1 millones) en ingresos por venta de bienes y servicios, y al incremento del 91.0% (USD 7.9 millones) en las transferencias de capital.

Los gastos de gestión totalizaron USD 272.8 millones, con un aumento del 2.0% (USD 5.4 millones) respecto a diciembre de 2023, explicado principalmente por los gastos de personal y bienes de consumo. En cuanto a los resultados financieros, ANDA registró una pérdida neta de USD 16.2 millones, significativamente inferior a la pérdida de USD 48.9 millones reportada en el mismo periodo del año anterior.

Liquidez

La entidad mantiene niveles de liquidez adecuados, aunque estos han disminuido en comparación con el periodo anterior y con los promedios históricos. En este sentido, el índice de liquidez corriente se situó en 2.64x (diciembre 2023: 4.84x), con un promedio en los últimos años de 3.32x. Por otro lado, el capital de trabajo disponible para financiar las operaciones de corto plazo alcanzó los USD 82.5 millones (diciembre de 2023: USD 106.4 millones).

Al cierre de 2024, los activos de ANDA totalizaron USD 900.5 millones, registrando una disminución del 1.2% (USD 10.7 millones), debido principalmente a la reducción del 9.5% (USD 5.2 millones) en deudores financieros y del 29.7% (USD 2.9 millones) en inversiones temporales, incluyendo su participación en el Fondo de Titularización APC01. Por otro lado, los pasivos sumaron USD 615.3 millones, con una disminución del 4.1% (USD 26.3 millones), atribuida a la reducción del 8.0% (USD 48.9 millones) en financiamiento de terceros. La deuda financiera representa el 91.8% de los pasivos, mientras que el 8.2% restante corresponde a deuda corriente.

Riesgo de Solvencia

En opinión de PCR los indicadores de endeudamiento y solvencia son adecuados de acuerdo con la naturaleza de la Autónoma. El apalancamiento patrimonial se redujo a 2.16x, por debajo del nivel registrado en diciembre de 2023 (2.38x) y al promedio de los últimos cinco años (3.95x), como resultado de una disminución en las obligaciones financieras adquiridas. Asimismo, el nivel de endeudamiento³ se situó en 68.3%, inferior al 70.4% del periodo anterior y a su promedio histórico (75.0%), reflejando una menor dependencia del endeudamiento para financiar las operaciones de la entidad.

Al cierre de diciembre de 2024, el patrimonio estatal de ANDA ascendió a USD 285.2 millones, lo que representa un incremento del 5.8% (USD 15.6 millones) en comparación con diciembre de 2023.

Análisis de la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL) como respaldo de ANDA

La Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL) es una institución pública autónoma de El Salvador, responsable de la generación y distribución de energía eléctrica a partir de fuentes renovables. Fundada en 1945, opera cinco centrales hidroeléctricas con una capacidad instalada de 620 MW, principalmente en la cuenca del río Lempa, que abarca más de la mitad del territorio nacional. Sus ingresos provienen de la venta de energía en los mercados nacional y regional. A diciembre de 2024, CEL generó el 28.0% de la energía de la matriz nacional, contribuyendo a la sostenibilidad energética, la reducción de la dependencia de combustibles fósiles y la estabilidad tarifaria.

CEL es una entidad estatal autónoma de El Salvador, cuyo patrimonio pertenece íntegramente al Estado. Se rige por la Ley de la CEL, está sujeta a la LAIP y la LACAP., y opera con transparencia en sus funciones.

Análisis financiero CEL

Resultados

La rentabilidad de CEL registró una disminución significativa en comparación con diciembre de 2023 y con los niveles históricos, como consecuencia del aumento en los gastos asociados a actualizaciones y ajustes y gastos financieros, lo que limitó los resultados del período y afectó directamente el margen neto. En este sentido, al cierre de diciembre de 2024, el ROA se ubicó en 0.21% y el ROE en 0.33%, ambos indicadores por debajo del promedio histórico de los últimos cinco años, que se sitúan en 4.10% y 6.02%, respectivamente.

Durante el período reportado, los ingresos de CEL alcanzaron los USD 292.6 millones, reflejando un crecimiento interanual del 2.5% (diciembre 2023: USD 7.1 millones). Del total percibido, el 80.9% corresponde a la venta de energía eléctrica, mientras que los ingresos financieros representaron el 4.1%.

Por su parte, los costos de venta y cargos de la institución ascendieron a USD 59.1 millones, exhibiendo un aumento de 13.3%. Asimismo, los gastos de gestión presentaron un incremento de 31.0%, principalmente por mayores ajustes y actualizaciones, así como los gastos financieros.

El resultado neto ascendió a USD 3.8 millones, lo que representa una disminución interanual del 93.4 %, atribuible principalmente al incremento en los gastos de gestión de la entidad. Como resultado, el margen neto se redujo de manera significativa, pasando del 20.3 % a 1.3 %, nivel considerablemente inferior al promedio histórico de los últimos cinco años (26.3 %).

Liquidez y fondeo

PCR destaca que CEL ha mantenido históricamente niveles sólidos de liquidez, lo que le ha permitido atender adecuadamente sus obligaciones de corto plazo. Se espera que esta tendencia positiva continúe, con una evolución favorable de sus indicadores tanto en el corto como en el mediano plazo. Al cierre del periodo evaluado, la entidad presentó un coeficiente de liquidez corriente de 102.8x, significativamente superior al 50.4x registrado en diciembre de 2023. La prueba ácida también mostró una mejora importante, alcanzando una cobertura de 18.7x frente al 9.48x del mismo mes del año anterior. Asimismo, el capital de trabajo ascendió a USD 551.8 millones, reflejando un incremento interanual del 12.6%.

Al 31 de diciembre de 2024, los activos totales ascendieron a USD 1,835.4 millones, lo que representa una disminución interanual del 1.6 % (USD 1.6 millones), atribuible principalmente a la reducción en bienes de uso y en inversiones destinadas a proyectos y programas. Por su parte, los pasivos totalizaron USD 672.8 millones, lo que representa una disminución del 0.17 % (USD 1.3 millones), explicada por una reducción en la deuda de corto plazo.

Solvencia y endeudamiento

La calificadora considera que CEL mantiene adecuados niveles de solvencia, reflejados en un bajo nivel de endeudamiento, dado que la mayor parte de sus activos se encuentra financiada con capital propio. En este contexto, el apalancamiento patrimonial se ubicó en 0.58x, en línea con el registrado en diciembre de 2023 (0.58x) y cercano al promedio de los últimos cinco años (0.51x).

³ Pasivos Totales /Activos totales

En cuanto a los niveles de deuda, a diciembre 2024, el ratio de endeudamiento ronda el 36.7%, ligeramente superior que el promedio de los últimos cinco años (33.6%). La mayor parte de la deuda es con acreedores externos compuesta principalmente por instituciones multilaterales.

Al 31 de diciembre de 2024, el patrimonio de CEL ascendió a USD 1,162.6 millones, lo que representa una disminución del 0.04 % (USD 0.48 millones) en comparación con diciembre de 2023, como resultado de la disminución en el resultado del ejercicio. No obstante, este efecto fue parcialmente compensado por un incremento patrimonial que contribuyó a mitigar dicha caída.

Proyecciones Financieras de ANDA

A diciembre de 2024, se han pagado 48 cuotas, con una cesión acumulada de USD 22.85 millones. Solo en el periodo de enero a diciembre de 2024, la cesión alcanzó USD 8.78 millones, superando los USD 6.20 millones registrados en 2023.

En cuanto al resultado operacional de ANDA, este ha registrado un incremento con respecto a diciembre de 2023, manteniéndose en línea con las proyecciones establecidas. Esta evolución favorable ha permitido que la relación entre el resultado operacional de ANDA y la Cuota de Crédito alcance 4.7x, por encima de la cobertura registrada en diciembre de 2023 (4.4x). Estos niveles reflejan coberturas adecuadas sobre la cesión, fortaleciendo la capacidad de pago de la entidad frente a sus compromisos asumidos.

PROYECCIÓN DEL FTHVAPC01 (USD MILLONES / VECES)																
Componente	REAL			PROYECCIONES												
	dic-23	dic-24	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
Resultado Operacional ANDA	27.5	41.1	41.2	44.4	47.3	50.5	53.8	57.2	60.9	64.8	69.0	73.3	77.9	82.8	88.0	93.4
Cuota Crédito	6.2	8.8	8.8	8.8	8.8	8.7	8.7	9.0	9.0	4.2	4.1	4.7	6.5	4.2	4.2	3.7
Cobertura Crédito	4.4	4.7	4.7	5.1	5.4	5.8	6.2	6.4	6.8	15.3	16.7	15.5	12.0	19.7	21.1	25.4
Participación Crédito	22.6%	21.3%	21.3%	19.7%	18.5%	17.3%	16.2%	15.7%	14.7%	6.5%	6.0%	6.5%	8.4%	5.1%	4.7%	3.9%

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

La cuenta restringida, respaldada conforme al Contrato de Apertura de Crédito por un monto no inferior a dos cuotas mensuales máximas, tiene como fin cubrir pagos de capital, intereses, comisiones y emolumentos. Al 31 de diciembre de 2024, su saldo ascendía a USD 1.5 millones, cumpliendo con los requisitos establecidos. Adicionalmente, la cuenta discrecional bancaria presentó una cobertura de 1.08x de la cuota mensual de cesión a esa misma fecha.

Resguardos Financieros del FTHVAPC 01

ANDA, de acuerdo con la Clausula XI literal h, del Contrato de Apertura de Crédito deberá cumplir con los siguientes resguardos financieros:

- 1) **Porcentaje de recaudación de ingresos**⁴. Dicho indicador será evaluado semestralmente, en los meses de junio y diciembre, durante la vigencia del Contrato de Apertura de Crédito, y no deberá ser inferior a 0.70x. De acuerdo con la información proporcionada por la Titularizadora, a la fecha del presente análisis, el indicador registra un valor de 0.89x, cumpliendo así con el requerimiento establecido por el Fondo.
- 2) **Índice de cobertura de costos de operación y mantenimiento con ingresos propios**⁵. Este indicador será evaluado durante la vigencia del contrato en el mes de diciembre y no deberá ser inferior a 1.0x. Conforme a la información proporcionada por la Titularizadora, al cierre de diciembre de 2024, el indicador se ubicó en 1.52x, cumpliendo satisfactoriamente con el umbral establecido.

⁴ Porcentaje de recaudación de ingresos es resultado de restar a uno, el cociente entre Deudores Monetarios por Venta de Bienes y Servicios y los Ingresos por Venta de Bienes y Servicios

⁵ Índice de cobertura de costos de operación y mantenimiento con ingresos propios es el cociente entre los Ingresos por Venta de Bienes y Servicios y la suma de Gastos de Personal, Servicios Básicos, Productos Químicos, Combustibles y Lubricantes más Mantenimiento y Reparación.

Estados financieros no auditados de ANDA

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD MILLONES)

	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Fondos	56.9	76.4	55.8	53.3	56.3
Inversiones Financieras	62.5	57.6	89.1	66.2	58.7
Inversiones en Existencias	15.5	14.1	13.9	14.6	17.7
Inversiones en Bienes de Uso	694.0	677.3	659.9	713.7	698.7
Inversiones en Proyectos y Programas	84.2	123.3	128.9	63.3	69.0
Activo Total	913.2	948.6	947.7	911.2	900.5
Deuda Corriente	57.9	60.3	56.3	27.7	50.3
Financiamiento de Terceros	689.7	783.8	629.7	613.9	565.0
Pasivo Total	747.6	844.0	686.0	641.6	615.3
Patrimonio	237.6	172.0	283.2	319.1	301.9
Resultado del Ejercicio a la Fecha	-65.9	-61.2	-21.2	-48.9	-16.2
Detrimento Patrimonial	-6.2	-6.2	-0.3	-0.5	-0.4
Total Patrimonio Estatal	165.6	104.6	261.7	269.6	285.2
Total Pasivos + Patrimonio Estatal	913.2	948.6	947.7	911.2	900.5

Fuente: ANDA / Elaboración: PCR

ESTADO DE RENDIMIENTO ECONÓMICO (USD MILLONES)

	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Ingresos operacionales	163.0	172.0	252.8	201.4	234.1
Gastos de operación	157.0	167.0	186.6	173.9	193.0
Resultado de Operación	6.0	5.0	66.2	27.5	41.1
Gastos Financieros netos	34.3	40.5	60.1	38.5	41.0
Ingresos no operacionales netos	10.9	26.3	21.4	15.5	21.4
Gastos no operacionales netos	48.4	52.0	48.8	53.4	37.7
Resultado (Pérdida) Neta del Ejercicio	-65.9	-61.2	-21.2	-48.9	-16.2

Fuente: ANDA/ Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

Componentes	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
ROA	-2.93%	-7.21%	-6.45%	-2.24%	-5.37%	-1.8%
ROE	-12.61%	-39.77%	-58.50%	-8.12%	-18.15%	-5.7%
Índice de Liquidez	9.41	2.33	2.46	2.82	4.84	2.64
Capital de Trabajo	179.40	77.06	87.76	102.54	106.42	82.5
Pasivo Total/Activo Total	76.76%	81.87%	88.97%	72.39%	70.41%	68.3%
Pasivo Total / Patrimonio	3.30	4.51	8.07	2.62	2.38	2.16

Fuente: ANDA/ Elaboración: PCR

Estados financieros no auditados de CEL

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD MILLONES)

Componentes	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Fondos	78.02	65.41	88.92	83.73	91.31
Inversiones Financieras	591.25	605.20	618.54	405.85	455.64
Inversiones en Existencias	7.18	7.50	10.45	10.24	10.30
Deudores Financieros Largo Plazo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Inversiones en Bienes de Uso	404.69	386.94	369.42	362.39	346.20
Inversiones en Proyectos y Programas	615.70	730.14	861.39	974.82	931.96
Activo Total	1,696.84	1,795.19	1,948.72	1,837.03	1,835.41
Deuda Corriente	8.31	5.03	8.47	9.92	5.42
Financiamiento de Terceros	559.62	568.36	561.49	664.05	667.41
Pasivo Total	567.92	573.40	569.95	673.97	672.84
Patrimonio	317.30	317.30	317.30	317.30	587.43
Donaciones y Legados Bienes Corporales	193.47	195.91	193.60	193.60	0.00
Resultado Ejercicios Anteriores	497.75	536.60	616.65	517.56	571.31
Resultado Ejercicio Corriente	46.18	97.77	174.70	58.09	3.85
Superávit por Revaluaciones	74.22	74.22	74.22	74.22	0.00
Donaciones de Activos Financieros	0.00	0.00	2.31	2.31	0.00
Detrimento Patrimonial	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
Patrimonio Estatal	1,128.91	1,221.79	1,378.77	1,163.06	1,162.58
Pasivo + Patrimonio	1,696.84	1,795.19	1,948.72	1,837.03	1,835.41

Fuente: CEL / Elaboración: PCR

ESTADO DE RENDIMIENTO ECONÓMICO (USD MILLONES)

Componentes	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Ingresos operacionales	150.20	187.16	232.62	183.62	237.17
Gastos de operación	71.95	84.51	115.63	131.94	124.57
Resultado de Operación	78.25	102.65	116.99	51.68	112.60
Ingresos y gastos financieros neto	-1.43	-2.35	-7.28	-11.86	-44.36
Ingresos y gastos no operacionales netos	-30.64	-2.53	64.99	18.27	-64.40
Resultado Neto del Ejercicio	46.18	97.77	174.70	58.09	3.85

Fuente: CEL / Elaboración: PCR

Estados financieros auditados del FTHVAPC01

BALANCE GENERAL				
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES APERTURA DE CRÉDITO 01 (USD MILES)				
Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Bancos	2,043.28	1,975.42	1,884.39	1,932.82
Impuestos	3.35	5.09	5.09	4.84
Activos en Titularización	224.38	328.77	3,060.00	3,378.05
Activo corriente	2,271.01	2,309.28	4,949.48	5,315.71
Activos en titularización largo plazo	34,000.00	51,640.00	48,908.78	45,840.24
Activo no corriente	34,000.00	51,640.00	48,908.78	45,840.24
TOTAL ACTIVO	36,532.05	53,949.28	53,858.26	51,155.95
Documentos por pagar	63.00	64.83	63.00	63.00
Comisiones por pagar	1.08	1.08	1.08	1.08
Honorarios profesionales por pagar	63.80	83.00	15.50	16.50
Otras cuentas por pagar	1.70	3.74	3.17	3.06
Obligaciones por titularización de activos	122.03	167.13	167.13	3,287.79
Impuestos y retenciones por pagar	43.59	66.21	66.21	62.86
Pasivo corriente	295.20	386.00	316.09	3,434.29
Obligaciones por titularización de activos	34,000.00	51,640.00	51,640.00	45,712.15
Ingresos diferidos	1,381.41	355.36	-	-
Reservas de excedentes anteriores	-	594.40	598.52	831.94
Excedente del ejercicio	594.40	973.53	1,303.65	1,177.57
Pasivo no corriente	35,975.81	53,563.28	53,542.17	47,721.66
TOTAL PASIVO	36,271.01	53,949.28	53,858.26	51,155.95

Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS				
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES APERTURA DE CRÉDITO 01 (USD MILES)				
Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Ingresos de operación y administración	3923.73	4,654.73	6,284.81	6,031.58
TOTAL INGRESOS	3923.73	4,654.73	6,284.81	6,031.58
Por administración y custodia	465.14	362.70	271.96	264.97
Por clasificación de riesgo	89.80	47.00	22.00	23.00
Por auditoría externa y fiscal	2.80	2.80	2.80	2.80
Por pago de servicio de la deuda	0.00	-	-	-
Por servicio de valuación	15.00	-	-	-
Por honorarios profesionales	25.00	12.00	13.00	12.00
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	597.74	424.50	309.76	302.77
Intereses valores titularización	2629.18	3,232.65	4,670.40	4,551.24
GASTOS FINANCIEROS	2629.18	3,232.65	4,670.40	4,551.24
Otros gastos	102.40	24.05	1.00	-
TOTAL GASTO	3329.32	3,681.21	4,981.16	4,854.01
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	594.40	973.53	1,303.65	1,177.57

Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

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

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