

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

Comité No. 278/2025						
Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2025			Fecha de comité: 29 de octubre 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	dic-22	jun-23	dic-23	jun-24	dic-24	jun-25
Fecha de comité	27/04/2023	30/10/2023	26/04/2024	25/10/2024	28/04/2025	29/10/2025
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 no auditada al 30 de junio de 2025.

La clasificación se fundamenta en la capacidad de pago del fondo para atender oportunamente sus obligaciones, sustentada en los flujos de ingresos generados por las operaciones de ANDA y complementada por el respaldo contingencial otorgado por CEL, así como por los mecanismos legales, operativos y financieros que fortalecen la estructura de la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **El fondo cuenta con mecanismos de cobertura adecuados.** El fondo administra una cuenta discrecional para recibir los pagos de ANDA y una cuenta restringida que respalda la emisión hasta por dos cuotas máximas; al cierre de junio de 2025, estas cuentas registraban un saldo de USD 1.5 millones en la cuenta restringida, en cumplimiento con los requerimientos contractuales (equivalentes a dos cuotas de la cesión). Adicionalmente, el fondo cuenta con una orden irrevocable de descuento sobre los ingresos de ANDA y con un mecanismo contingente mediante el cual CEL garantiza los pagos.
- **El Fondo cumplió adecuadamente el resguardo financiero.** A junio de 2025, el fondo ha cumplido con los resguardos establecidos. El porcentaje de recaudación de ingresos, medido durante la vigencia del contrato de apertura de crédito en los meses de junio y diciembre, no debe ser inferior a 0.70x; a junio 2025, el indicador alcanzó un valor de 0.83x. Asimismo, el índice de cobertura de costos de operación y mantenimiento con ingresos propios, que debe mantenerse por encima de 1.0x durante la vigencia del contrato, registró un resultado de 1.07x a junio de 2025, de acuerdo con la información proporcionada por el administrador cumpliendo así con el requerimiento mínimo establecido por el fondo.
- **La liquidez de ANDA es razonable.** En opinión de PCR, la autónoma mantiene una liquidez razonable, respaldada por un flujo de caja operativo positivo desde diciembre de 2023, lo que ha contribuido a sostener el equilibrio financiero en el corto plazo, a pesar de la presión que continúa ejerciendo el servicio de la deuda sobre la posición de caja, parcialmente compensada por ingresos no operativos. A junio de 2025, el indicador de activos líquidos respecto a pasivos de corto plazo se ubicó en 0.7x, sin variaciones frente al mismo periodo de 2024, aunque significativamente superior al promedio de los últimos cinco años (0.3x).
- **Solvencia y apalancamiento adecuados.** En opinión de PCR, los indicadores de endeudamiento y solvencia se mantienen en niveles adecuados, acordes con la naturaleza autónoma. Al cierre de junio de 2025, el apalancamiento patrimonial fue de 2.0x y el nivel de endeudamiento alcanzó el 66.8 %, ambos levemente superiores al periodo anterior, pero por debajo de sus promedios históricos. Estas variaciones se deben principalmente a la disminución del patrimonio, como resultado de las pérdidas acumuladas de periodos anteriores, y a la reducción de activos, derivada de menores inversiones financieras y bienes de uso. Por su parte, los pasivos registraron una ligera contracción interanual del 0.1 % (USD 0.6 millones).
- **Ingresos registran una evolución positiva.** En relación con los ingresos de gestión, ANDA registró un desempeño favorable al totalizar USD 149.7 millones a junio de 2025, lo que implica un crecimiento interanual del 16.8 % (USD 21.5 millones). Este incremento se explicó principalmente por el aumento en las transferencias corrientes entre dependencias, las transferencias de capital y el crecimiento de los ingresos por la venta de bienes y servicios, los cuales se encuentran en línea con la estructura financiera de la entidad autónoma. Además, los ingresos reportados por ANDA reflejan una cobertura de 23.1x sobre la cuota de cesión, mejorando su capacidad de pago frente al 14.3x registrado en junio 2024 y superando la proyección de 18.6x.
- **Buena capacidad de pago, aunque la rentabilidad sigue siendo negativa debido a la pérdida acumulada.** Según la opinión de PCR, ANDA mantiene una buena capacidad de pago de sus obligaciones, respaldada por el EBITDA actual, lo que se refleja en un indicador de cobertura del servicio de la deuda de 5.7x al cierre de junio de 2025, frente a 1.6x en junio de 2024. Esta mejora se debe al sólido crecimiento del EBITDA, impulsado por un fuerte aumento en los ingresos y un control moderado del gasto, que permitió alcanzar una utilidad neta de USD 17.9 millones, USD 14.3 millones más que en el mismo período del año anterior. No obstante, los indicadores de rentabilidad anualizados continúan mostrando valores negativos, con un ROEA de -0.6 % y un ROAA de -0.2 %, debido a las pérdidas acumuladas. Aun así, ambos indicadores presentan una mejora significativa frente a los promedios de los últimos cinco años, que fueron de -23.0 % y -4.5 %, respectivamente.
- **Coberturas de la cesión adecuadas.** En opinión de PCR, las coberturas del resultado operacional de ANDA respecto a la cesión se mantienen en niveles adecuados, mostrando una mejora significativa en comparación con el periodo anterior y superando las proyecciones financieras. Este desempeño responde al fortalecimiento del resultado operacional de la entidad, impulsado principalmente por el incremento en los ingresos operativos. A junio de 2025, la cobertura del resultado operacional respecto a la cesión se ubicó en 10.7x, superior a las 7.4x registradas en junio de 2024 y al valor proyectado de 5.1x, reflejando una posición más holgada para atender las obligaciones asociadas a la titularización.

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 a diciembre de 2020 a 2024, así como en los estados financieros intermedios no auditados de ANDA a junio de 2024 y 2025, preparados conforme a los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados para Instituciones Gubernamentales en El Salvador. Asimismo, se consideraron los estados financieros auditados del Fondo de Titularización FTHVAPC 01 para el período 2020-2024 e intermedios al 30 de junio de 2024 y 2025, junto con la información proporcionada directamente por la Titularizadora. Los estados financieros del fondo se elaboran de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: Para junio de 2025, no se dispone de estados financieros de CEL (mecanismo contingencial), lo que constituyó una limitante para el alcance del análisis realizado.

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

- CEL evaluó la futura instalación de una planta nuclear mediante la misión SEED 2025, con participación de expertos internacionales para escoger emplazamientos con criterios de seguridad, hidrológicos y geológicos.

Panorama Internacional

La economía mundial ha enfrentado desafíos importantes al primer semestre de 2025, marcados principalmente por tensiones comerciales y nuevos conflictos geopolíticos. La incertidumbre por la aplicación de aranceles de parte de la mayor economía mundial hacia sus socios comerciales, conflictos bélicos y geopolíticos en diversas regiones del mundo y condiciones climáticas más extremas han generado una desaceleración sobre las expectativas del crecimiento mundial. De acuerdo con las perspectivas económicas del Banco Mundial, el crecimiento económico global se moderará en 2025 al pasar de una previsión inicial de 2.7 % a 2.3 %; mientras que, para 2026 la revisión a la baja es desde 2.7 % a 2.4 %.

Según el Banco Mundial, para la mayoría de las regiones del mundo se pronostica una reducción en las proyecciones de crecimiento económico, tanto en economías emergentes como en desarrollo. Para América Latina y el Caribe se prevé que el crecimiento se modere hasta un 2.3 % desde la proyección inicial de 2.5 %; mientras que, en Centroamérica se situará en 3.5 % en 2025 y 3.6 % en 2026. El pronóstico de crecimiento mundial incorpora los riesgos potenciales derivados de la coyuntura geopolítica y comercial; sin embargo, estos podrían exacerbarse si las principales economías mundiales como Estados Unidos o China no logran consensos significativos en términos comerciales o enfrentan una desaceleración más pronunciada de lo previsto.

Otros factores que serán cruciales sobre el desempeño económico de la región y del mundo son los cambios en las políticas monetarias. Posterior a la primera revisión a la baja en las tasas de referencia por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, se prevén dos cambios adicionales en 2025; aunque dependerá de la evolución del mercado laboral estadounidense y los efectos aún inciertos del impacto de los aranceles en la economía norteamericana. Otros aspectos incluyen los efectos de eventos climáticos aún más extremos y situaciones económicas domésticas de los países en diferentes regiones. El panorama internacional, en conclusión, tiene una alta dependencia de acuerdos y consensos que puedan alcanzarse entre los principales actores económicos y políticos del mundo, y su impacto sobre las otras economías emergentes y en desarrollo.

Desempeño Económico

Al primer semestre de 2025 El Salvador refleja un panorama macroeconómico relativamente estable respecto a los últimos años, marcado por un crecimiento y actividad económica modestos; mientras que se mantiene una inflación controlada y se denota una mejora en el perfil de liquidez del sistema financiero y monetario impulsado por un incremento significativo en el flujo de remesas y turismo. Adicionalmente, y derivado del acuerdo sobre el Servicio Ampliado con el Fondo Monetario Internacional (FMI), se percibe una situación fiscal más controlada, lo que ha contribuido a mejorar el riesgo país; aunque aún se mantienen niveles de endeudamiento elevados.

Al cierre de 2024 el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) resultó en 2.6 %, por debajo de la proyección inicial del Banco Central de Reserva (BCR) que lo situaba en un rango de 3.0 % y 3.5 %; mientras que el PIB trimestral a marzo de 2025 es de 2.3 %; en línea con lo que también se refleja en el Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE) a mayo de 2025 de 2.7 %.

Ambos indicadores coinciden en que los sectores que están dinamizando el crecimiento son construcción, actividades financieras y de seguros, y transporte. La perspectiva de crecimiento para 2025 se sitúa en 2.2 %, según datos proyectados del Banco Mundial.

La liquidez del sistema financiero y monetario presenta una mejora como resultado de un aumento interanual significativo en el flujo de remesas y un aumento moderado de exportaciones y financiamiento externo. En ese sentido, se observa una base monetaria mayor, un crecimiento de depósitos en el sistema financiero que además presenta métricas de liquidez mayores y un aumento en las reservas internacionales netas.

Por otra parte, la inflación se mantiene controlada, con un Índice de Precios al Consumidor (IPC) que presenta aumentos modestos en el primer trimestre y una variación a la baja en el trimestre dos como resultado de reducciones principalmente en los precios de transporte y alimentos, y bebidas no alcohólicas, principalmente. La perspectiva al cierre de 2025 es que se mantenga en niveles cercanos al 1 %, según el FMI.

La balanza comercial continúa presentando un déficit importante; sin embargo, se destaca el crecimiento tanto en importaciones como en exportaciones en el periodo, que reflejan una dinámica buena del comercio internacional; a pesar de la coyuntura arancelaria global. Por otra parte, el país ha registrado un aumento significativo de remesas en el primer semestre que representan un crecimiento de 17.9 %, como resultado de políticas migratorias más restrictivas que incentivaron el envío de fondos como medida precautoria y de la expectativa de aplicación de un impuesto al envío de remesas del 1 % en Estados Unidos, de donde proviene el mayor flujo.

En el sector fiscal, el panorama presenta una evolución favorable producto de la mejora en el perfil de deuda a raíz del compromiso técnico con el Fondo Monetario Internacional sobre un Acuerdo de Financiamiento Ampliado que libera la presión sobre las finanzas públicas y devuelve al país a la senda de financiamiento externo. A la fecha, el país ya ha recibido los primeros desembolsos derivado de este acuerdo, el cual se encuentra condicionado al cumplimiento de los requisitos establecidos. Aunque a junio de 2025, los datos del BCR sobre el Sector Público No Financiero (SPNF) muestran un mayor déficit, la expectativa es que a partir del financiamiento del FMI y otras multilaterales, el país logre una sostenibilidad fiscal y mejore los niveles de endeudamiento en el mediano plazo.

Los desafíos económicos globales, el crecimiento económico modesto y limitaciones económicas estructurales son desafíos para el país; que, sin embargo, tiene oportunidades en un ambiente de seguridad local, una dinámica positiva en turismo y flujo favorable de remesas que impulsan el consumo privado. Mantener un perfil macroeconómico, político y social estable también podría favorecer a la inversión extranjera directa que impulse la creación de empleos y dinamice la oferta laboral.

Perfil de la Titularizadora

Reseña y operaciones.

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, fue constituida en el año 2008 con la finalidad de constituir, integrar y administrar los procesos de titularización en El Salvador. Perteneció al 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 Titularizadora es líder en el mercado salvadoreño, con amplia experiencia y solidez, gestionando el 40.6 % del patrimonio total de las titularizaciones activas.

Estructura gerencial y gestión de riesgos.

La agencia considera adecuada la estructura accionaria y el liderazgo de la Titularizadora, destacando un sólido gobierno corporativo respaldado por su Junta Directiva conformada por profesionales con experiencia en el sector. Además, cuenta con manuales, comités y principios éticos que apoyan a la toma de decisiones estratégicas en favor de la entidad y sus accionistas. Para cumplir con las Normas Técnicas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades de los Mercados Bursátiles (NPR-11) 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

Debido a la naturaleza del negocio, resulta fundamental evaluar el riesgo de liquidez que enfrenta la Titularizadora. En ese contexto, a junio de 2025, el ratio de liquidez corriente se mantuvo sin variaciones respecto a su periodo comparativo (3.6 veces). Estos datos reflejan que la entidad continúa demostrando una sostenida capacidad para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

En cuanto a sus ingresos y egresos, estos fluctuaron de manera positiva, permitiendo que la utilidad neta fuera de USD 1,553.7 (+18.0 % respecto a junio de 2024: USD 1,316.5 miles). Debido a este incremento, los indicadores de rentabilidad se vieron favorecidos, registrando un ROAA de 70.4 % (junio 2024: 66.4 %). Asimismo, el ROEA se ubicó en 97.5 % (junio 2024: 92.1 %), cifras muy por encima del promedio de los últimos cuatro años (2021 – 2024: ROA: 39.5 % y ROE: 59.1 %). Estos resultados reflejan no solo una mayor eficiencia operativa, sino también la capacidad del fondo para generar rendimientos superiores de manera consistente, consolidando su estabilidad financiera y fortaleciendo su resiliencia frente a posibles fluctuaciones futuras.

El patrimonio de la Titularizadora se ubicó en USD 3,188.1 miles, un aumento del 11.5 % respecto a junio de 2024 (USD 2,859.3 miles), impulsado principalmente por los resultados del ejercicio a junio de 2025, que crecieron USD 199.2 miles respecto al mismo período del año anterior, y por el incremento del capital social, de USD 1,254.0 a USD 1,362.0¹. Este ajuste de capital responde al cumplimiento del capital mínimo requerido para las sociedades titularizadoras de activos, cuyo nivel fue modificado durante 2024. El crecimiento del patrimonio refleja la solidez financiera de la Titularizadora y su capacidad para cumplir con los requerimientos regulatorios.

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 y múltiplos de contratación	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 donde se depositarán los pagos de capital e intereses derivados del crédito adquirido por el FTHVAPC01. Además, dispone de una cuenta restringida que respalda la emisión y asegura el pago de capital, intereses, comisiones y emolumentos, con un mínimo de dos cuotas mensuales según el Contrato de Apertura de Crédito. Como respaldo operativo, ANDA se compromete a transferir las cuotas mensuales mediante Instrucciones Irrevocables de Descuento, ejecutadas por el Banco Agrícola, S.A. Asimismo, mediante una Orden Irrevocable de Transferencia Contingencial, CEL instruirá a UT, S.A. de C.V. a transferir al Fondo los montos recaudados por la venta de energía, como cumplimiento total o parcial de las cuotas mensuales.
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.

¹Modificado por el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero, de conformidad con lo establecido en el artículo 19 de la Ley de Titularización de Activos y el artículo 98 de la Ley del Mercado de Valores, el cual pasó de USD 1,253,700.00 a USD 1,361,948.00

Resultados

Al cierre del primer semestre de 2025, los resultados financieros de ANDA evidencian una evolución positiva, impulsada principalmente por un incremento significativo en los ingresos recurrentes y un crecimiento moderado en los gastos. Esta combinación permitió alcanzar una utilidad neta de USD 17.9 millones, lo que representa un aumento de USD 14.3 millones en comparación con el mismo período del año anterior (junio de 2024).

Por su parte, ANDA mantiene actualmente una buena capacidad de cobertura del servicio de la deuda con relación al EBITDA generado. El indicador de cobertura se ubicó en 5.7x al cierre de junio de 2025, mostrando una mejora significativa respecto al registrado en junio de 2024 (1.6x). Este comportamiento se explica principalmente por el crecimiento del EBITDA durante el período.

No obstante, al analizar los indicadores de rentabilidad anualizados, persiste una tendencia negativa que ha sido constante en los últimos cinco cierres anuales, reflejo de las pérdidas acumuladas registradas al cierre de cada ejercicio. En este sentido, la rentabilidad continúa siendo limitada: el rendimiento sobre el patrimonio promedio (ROEA) se ubicó en -0.6 % y el rendimiento sobre los activos promedio (ROAA) en -0.2 %. A pesar de estos valores negativos, ambos indicadores muestran una mejora sustancial respecto al promedio de los últimos cinco años, donde el ROE fue de -23.0 % y el ROA de -4.5 %.

En cuanto a los ingresos de gestión, ANDA mostró un desempeño sólido al alcanzar los USD 149.7 millones a junio de 2025, lo que representa un crecimiento interanual del 16.8 % (USD 21.5 millones). Este aumento fue impulsado principalmente por mayores transferencias corrientes entre dependencias, transferencias de capital y crecimiento de los ingresos por venta de bienes y servicios.

Por el lado del gasto, los egresos de gestión registraron un incremento moderado del 5.7 % (USD 7.1 millones), explicado principalmente por ajustes relacionados con ejercicios anteriores. Sin embargo, se observa una reducción en varias partidas relevantes, tales como los gastos de personal, los gastos por ventas, los cargos calculados y los gastos financieros. Esto refleja una mejora en la eficiencia operativa de la entidad. No obstante, es importante que la Autónoma mantenga un control adecuado para asegurar que dicha eficiencia se sostenga en el tiempo.

Liquidez

En opinión de PCR, la autónoma mantiene una liquidez razonable, respaldada por un flujo de caja operativo positivo desde diciembre de 2023, lo que refleja estabilidad en la generación de recursos propios. No obstante, el servicio de la deuda ha continuado presionando la posición de caja, situación que ha sido parcialmente compensada por ingresos no operativos. Si bien esta combinación ha permitido sostener el equilibrio financiero en el corto plazo, de mantenerse la actual estructura de egresos, en particular la carga financiera, podría surgir la necesidad de recurrir a un mayor financiamiento externo para preservar la sostenibilidad de la liquidez en el mediano plazo.

En relación con las obligaciones financieras, la deuda interna constituye el componente más significativo dentro del pasivo total de la entidad autónoma, con una participación del 75.0 % al corte de junio de 2025 (junio 2024: 76.1 %). La deuda externa, por su parte, representa únicamente el 5.6 % (junio 2024: 6.9 %). Las obligaciones con acreedores financieros alcanzan el 14.9 % (junio 2024: 13.0 %), mientras que el 4.5 % restante corresponde, en conjunto, a acreedores monetarios y depósitos de terceros.

Los activos líquidos disponibles para que ANDA cubra sus obligaciones de corto plazo registraron un indicador de 0.7x al cierre del período, sin variación respecto a junio de 2024. Este nivel representa una mejora significativa frente al promedio de los últimos cinco años (0.3x), lo que refleja un fortalecimiento en su posición de liquidez. No obstante, al encontrarse por debajo del umbral de 1.0x, la cobertura de pasivos de corto plazo sigue siendo parcial. En opinión de PCR, y considerando el marco institucional y la naturaleza autónoma de la entidad, los niveles actuales de liquidez son razonables, aunque deberán continuar monitoreándose para asegurar la sostenibilidad financiera en el corto plazo.

Riesgo de Solvencia

En opinión de PCR, los indicadores de endeudamiento y solvencia se mantienen en niveles adecuados. El apalancamiento patrimonial se ubicó en 2.0x al cierre de junio de 2025, levemente por encima del registrado en el mismo período de 2024 (1.9x), pero significativamente por debajo del promedio de los últimos cinco años (3.9x), lo que refleja una mejora sostenida en la estructura de capital. De igual forma, el nivel de endeudamiento ascendió a 66.8 %, con una variación marginal respecto al 65.9 % del período anterior, manteniéndose también por debajo del promedio histórico de 75.0 %. Estos ligeros incrementos en los indicadores obedecen principalmente a la reducción del patrimonio y de los activos totales, mientras que los pasivos mostraron una leve contracción interanual del 0.1 % (USD 0.6 millones).

Al cierre de junio de 2025, el patrimonio de ANDA disminuyó un 3.8 % (USD 11.6 millones) debido a las pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores, situándose el patrimonio estatal en USD 293.5 millones.

Proyecciones Financieras de ANDA

Al cierre de junio de 2025, se registran 54 cuotas pagadas, con una cesión acumulada de USD 27.2 millones. Durante el período comprendido entre enero y junio de 2025, la cesión ascendió a USD 4.4 millones, monto equivalente al observado en junio de 2024.

En opinión de PCR, las coberturas del resultado operacional de ANDA respecto a la cesión se han mantenido en niveles adecuados, evidenciando una mejora frente al período anterior y superando las proyecciones financieras. Este desempeño obedece al fortalecimiento del resultado operacional de ANDA, impulsado principalmente por el incremento en los ingresos operativos.

PROYECCIÓN DEL FTHVAPC01 (USD MILLONES / VECES)

Componente	REAL		PROYECCIONES											
	jun-24	jun-25	jun-25	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Resultado Operacional ANDA	32.4	46.8	22.2	44.4	47.3	50.5	53.8	57.2	60.9	64.8	69.0	73.3	77.9	82.8
Cuota Crédito	4.4	4.4	4.4	8.8	8.8	8.7	8.7	9.0	9.0	4.2	4.1	4.7	6.5	4.2
Cobertura Crédito	7.4	10.7	5.1	5.1	5.4	5.8	6.2	6.4	6.8	15.3	16.7	15.5	12.0	19.7
Participación Crédito	13.5%	9.4%	19.8%	19.7%	18.5%	17.3%	16.2%	15.7%	14.7%	6.5%	6.0%	6.5%	8.4%	5.1%

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. A junio 2025, su saldo ascendía a USD 1.5 millones, cumpliendo con los requisitos establecidos. Adicionalmente, la cuenta discrecional bancaria presentó una cobertura de 1.1x sobre 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, este deberá cumplir con los siguientes resguardos financieros:

- 1) **Porcentaje de recaudación de ingresos**². 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 junio 2025, el indicador registra un valor de 0.83x, cumpliendo así con el requerimiento establecido por el Fondo.
- 2) **Índice de cobertura de costos de operación y mantenimiento con ingresos propios**³. 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, a junio 2025, el indicador se ubicó en 1.07x, cumpliendo con el umbral establecido.

² 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

³ 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	jun-24	jun-25
Fondos	56.9	76.4	55.8	53.3	56.3	43.7	51.9
Inversiones Financieras	62.5	57.6	89.1	66.2	58.7	68.3	54.3
Inversiones en Existencias	15.5	14.1	13.9	14.6	17.7	14.5	16.4
Inversiones en Bienes de Uso	694.0	677.3	659.9	713.7	698.7	704.8	691.3
Inversiones en Proyectos y Programas	84.2	123.3	128.9	63.3	69.0	63.9	69.0
Activo Total	913.2	948.6	947.7	911.2	900.5	895.2	882.9
Deuda Corriente	57.9	60.3	56.3	27.7	50.3	23.6	26.5
Financiamiento de Terceros	689.7	783.8	629.7	613.9	565.0	566.4	562.9
Pasivo Total	747.6	844.0	686.0	641.6	615.3	590.1	589.4
Patrimonio	237.6	172.0	283.2	319.1	301.9	302.0	275.7
Resultado del Ejercicio a la Fecha	-65.9	-61.2	-21.2	-48.9	-16.2	3.6	17.9
Detrimento Patrimonial	-6.2	-6.2	-0.3	-0.5	-0.4	-0.5	-0.1
Total Patrimonio Estatal	165.6	104.6	261.7	269.6	285.2	305.1	293.5
Total Pasivos + Patrimonio Estatal	913.2	948.6	947.7	911.2	900.5	895.2	882.9

Fuente: ANDA / Elaboración: PCR

ESTADO DE RENDIMIENTO ECONÓMICO (USD MILLONES)							
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
Ingresos operacionales	163.0	172.0	252.8	201.4	234.1	117.3	131.4
Gastos de operación	157.0	167.0	186.6	173.9	193.0	84.9	84.6
Resultado de Operación	6.0	5.0	66.2	27.5	41.1	32.4	46.8
Gastos Financieros netos	-	-	60.1	38.5	41.0	21.9	19.0
Ingresos no operacionales netos	10.9	26.3	21.4	15.5	21.4	10.3	17.9
Gastos no operacionales netos	48.4	52.0	48.8	53.4	37.7	17.3	27.7
Resultado (Pérdida) Neta del Ejercicio	-65.9	-61.2	-21.2	-48.9	-16.2	3.6	17.9

Fuente: ANDA/ Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS							
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
ROAA	-6.7%	-6.3%	-2.2%	-5.3%	-1.8%	-3.2%	-0.2%
ROEA	-33.7%	-45.3%	-11.6%	-18.4%	-5.9%	-9.6%	-0.6%
Pasivo Total/Activo Total	74.8%	89.0%	72.4%	70.4%	68.3%	65.9%	66.8%
Apalancamiento patrimonial	4.5	8.1	2.6	2.4	2.2	1.9	2.0
Liquidez ácida	0.1	0.1	0.1	0.5	0.6	0.7	0.7
EBITDA	-	-	65.9	15.9	34.3	31.7	45.6
EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA	-	-	2.1	1.0	1.2	1.6	5.7

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 no 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	jun-24	jun-25
Bancos	2,043	1,975	1,884	1,933	2,458	2,469
Impuestos	3	5	5	5	5	5
Activos en Titularización	224	329	3,060	3,378	3,206	3,534
Activo corriente	2,271	2,309	4,949	5,316	5,669	6,008
Activos en titularización largo plazo	34,000	51,640	48,909	45,840	47,411	44,161
Activo no corriente	34,000	51,640	48,909	45,840	47,411	44,161
TOTAL ACTIVO	36,271	53,949	53,858	51,156	53,080	50,169
Documentos por pagar	63	65	63	63	63	63
Comisiones por pagar	1	1	1	1	1	1
Honorarios profesionales por pagar	64	83	16	17	17	19
Otras cuentas por pagar	2	4	3	3	3	3
Obligaciones por titularización de activos	122	167	167	3,288	3,112	3,453
Impuestos y retenciones por pagar	44	66	66	63	67	63
Pasivo corriente	295	386	316	3,434	3,263	3,602
Obligaciones por titularización de activos	34,000	51,640	51,640	45,712	47,319	44,003
Ingresos diferidos	1,381	355	-	-	-	-
Reservas de excedentes anteriores	-	594	599	832	1,902	2,010
Excedente del ejercicio	594	974	1,304	1,178	595	555
Pasivo no corriente	35,976	53,563	53,542	47,722	49,816	46,567
TOTAL PASIVO	36,271	53,949	53,858	51,156	53,080	50,169

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	jun-24	jun-25
Ingresos de operación y administración	3,924	4,655	6,285	6,032	3,040	2,864
TOTAL INGRESOS	3,924	4,655	6,285	6,032	3,040	2,864
Por administración y custodia	465	363	272	265	134	126
Por clasificación de riesgo	90	47	22	23	11	11
Por auditoría externa y fiscal	3	3	3	3	1	1
Por servicio de valuación	15	-	-	-	-	-
Por Honorarios Profesionales	25	12	13	12	6	6
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	598	425	310	303	152	144
Intereses valores titularización	2,629	3,233	4,670	4,551	2,293	2,164
GASTOS FINANCIEROS	2,629	3,233	4,670	4,551	2,293	2,164
Otros gastos	102	24	1	-	-	-
TOTAL GASTO	3,329	3,681	4,981	4,854	2,445	2,309
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	594	974	1,304	1,178	595	555

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.