

FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ADMINISTRACIÓN NACIONAL DE ACUEDUCTOS Y ALCANTARILLADOS CERO UNO FTHVAND01

Comité No. 254/2025

Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2025

Fecha de comité: 24 de octubre del 2025

Periodicidad de actualización: Semestral

Originador perteneciente al sector de instituciones autónomas
San Salvador, 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-21	dic-22	jun-23	dic-23	jun-24	dic-24	jun-25
Fecha de comité	25/04/2022	26/04/2023	30/10/2023	09/04/2024	25/10/2024	28/04/2025	24/10/2025
Valores de Titularización Hencorp Valores ANDA 01							
Tramo 1 al 29	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
Perspectivas	Estable	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 riesgo¹ 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. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos.”

“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+**” con perspectiva “**Estable**” al **Fondo de Titularización Hencorp Valores Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados Cero Uno**; con información intermedia no auditada al 30 de junio de 2025.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago por parte del fondo, derivada de los flujos de ingresos cedidos, los cuales muestran una holgada cobertura de pago de cesión. Además, se consideran los mecanismos legales, operativos y financieros que respaldan la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **Cumplimiento de los mecanismos operativos que fortalecen la emisión.** A junio 2025, la cuenta discrecional bancaria recibió la cuota mensual de cesión de USD 1.08 millones, mientras que la cuenta restringida mantiene un saldo de USD 3.06 millones superior al equivalente a dos cuotas mensuales de capital e intereses, conforme a la estructura de la emisión. Las cuentas bancarias del fondo están constituidas en entidades con una calificación de riesgo local superior a “AA”, lo que reduce parcialmente el riesgo de contraparte. Además, al analizar la colecturía del originador, se observa una cobertura promedio de 10.5 veces (x).

- **El fondo cumplió con los resguardos financieros.** A junio 2025, el originador cumplió con los *covenants* financieros del contrato de titularización. El porcentaje de recaudación de ingresos, que no debe ser inferior a 0.80x, se ubicó en 0.83x. Además, el índice de cobertura de costos de operación y mantenimiento, que debe ser al menos 1.0x, alcanzó 1.07x, cumpliendo con los requisitos del 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.

Factores Claves

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación: Mejora en la calidad crediticia del originador, así como la implementación de mecanismos adicionales que refuercen la cobertura y la operatividad de la emisión.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación: Deterioro en la calidad crediticia del originador, así como incumplimientos de los resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización. Adicionalmente, cambios en las políticas gubernamentales hacia ANDA o un deterioro sostenido de las finanzas públicas que afecten las transferencias estatales, dada su relevancia 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 de diciembre de 2020 a 2024, asimismo a junio 2025 y 2024, preparados según los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados para Instituciones Gubernamentales en El Salvador, y los estados financieros auditados del fondo de titularización FTHVAND01 para el periodo 2020-2024, y los estados financieros internos no auditados a junio 2025 y 2024. Además, se incorporó la información proporcionada por la Titularizadora, cuyos estados financieros siguen las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: No se encontraron limitaciones para el periodo en revisión.

Limitaciones potenciales: PCR 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 de Importancia del Fondo

- En junio de 2024, se acuerda la modificación al contrato de titularización y características de ciertos tramos de la emisión, debido a la solicitud de la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados (ANDA) quien es originador del fondo de titularización, y la necesidad de la institución autónoma para realizar proyectos estratégicos. Esta modificación incluyó el aumento del plazo de emisión de 180 a 240 meses, así como la reestructuración del monto de cesión, que pasó de USD 256,000,904 a USD 290,712,00.

La Tasa de Interés definida por la Titularizadora y publicada en los respectivos Avisos de Oferta Pública Bursátil de los tramos 11 al 16, 18 al 26, 28 y 29, fue modificada y establecida en 9.50% (anterior 7.25%) a partir del siguiente periodo completo de pago de capital e intereses, una vez que se haya realizado la modificación en el Registro Público Bursátil y el registro de la Bolsa de Valores de El Salvador.

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. Pertenece 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 fue constituido con el propósito de titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros de ANDA, correspondientes a una porción de los ingresos derivados de la prestación de servicios de agua potable y alcantarillado, conforme a lo establecido en la Ley de la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados, así como cualquier otro ingreso que ANDA esté legal o contractualmente facultada a percibir.

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

VTHVAND01² - Valores de Titularización Hencorp Valores – ANDA 01

DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN	
Emisor	Fondo de Titularización Hencorp Valores Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados Cero Uno, FTHVAND01
Originador	Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados (en adelante también referido como “ANDA”)
Monto de la Emisión	Hasta USD 146 millones.
Plazo de la Emisión	La emisión de valores de titularización - títulos de deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tiene un plazo de hasta 240 meses.
Respaldo de la Emisión	El pago de los valores de titularización - títulos de deuda, es respaldado únicamente por el patrimonio del fondo de titularización FTHVAND01.
Destino de los Fondos de la emisión	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 ANDA 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.

Fuente: Hencorp Valores/ Elaboración: PCR

A junio 2025, se ha colocado un monto total de la emisión de USD 146 millones, distribuidos en 29 tramos, de los cuales, los tramos 5, 6 y 7 fueron pagados en su totalidad en 2021.

Operatividad de la Estructura de Titularización

El fondo de titularización FTHVAND01 recibe de ANDA una porción de sus ingresos operativos cedidos, destinados al pago de capital, intereses y costos operativos. Mediante instrucciones irrevocables de descuento, el Banco de América Central agente colector con clasificación “EAAA” recauda mensualmente los ingresos de ANDA y los transfiere a la cuenta discrecional del fondo hasta alcanzar el monto de cesión establecido. Cumplida esta obligación, cualquier remanente se transfiere a la cuenta operativa de ANDA, sin que ello limite su responsabilidad de asegurar el total de la cesión al fondo.

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

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 periodo.

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 %.

² Para consultar el prospecto de la emisión ingrese a: <https://www.bolsadevalores.com.sv/files/49251/Prospecto%20FTHVAND01%202024.pdf>

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 periodo 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 periodo 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.

Desempeño del fondo

ANDA ha cumplido de manera satisfactoria con los *covenants* financieros establecidos en el prospecto de emisión. Asimismo, ha mantenido coberturas holgadas en la relación de los ingresos y las cuotas de cesión, lo que garantiza el cumplimiento adecuado de sus obligaciones financieras en el corto y mediano plazo.

Resguardos financieros de la emisión

Durante la vigencia de la emisión del fondo, el originador debe cumplir semestralmente con dos *covenants* financieros, cuyo cumplimiento ha sido satisfactorio al cierre del primer semestre del 2025. A continuación, se detallan dichos compromisos:

- 1) **Porcentaje de recaudación de ingresos:** El cual resulta de restar a uno, el cociente entre la cuenta de deudores monetarios por venta de bienes y servicios y los ingresos por venta de bienes y servicios. Este indicador no debe ser menor a 0.80x. A junio 2025, el indicador se ubicó en 0.83x, cumpliendo con el requerimiento establecido por el Fondo. No obstante, debido a que el resultado se encuentra en niveles relativamente ajustados, PCR continuará monitoreando de manera permanente la evolución de este ratio.
- 2) **Índice de cobertura de costos de operación y mantenimiento con ingresos propios:** El cual resulta del 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. Esta ratio no podrá ser menor a 1.0x. A junio 2025, el indicador se ubicó en 1.07x, cumpliendo con el umbral establecido.

Mecanismos de cobertura y resguardos financieros

A junio 2025, ANDA ha pagado una cesión equivalente a USD 6.5 millones, los cuales representan el 4.3 % de los ingresos totales, (junio 2024 7.0 %). Adicionalmente, los niveles de ingresos reportados por ANDA muestran una cobertura de 23.1 x, mejorando su capacidad de pago respecto a los reportados en el año previo (14.3 x), dicha cobertura es superior a la proyectada (17.95 x).

PROYECCIÓN DE INGRESOS Y CESIÓN DE FTHVAND01 (USD MILLONES)										
Componente	REAL		PROYECTADO							
	jun-24	jun-25	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Ingresos de Gestión	128.18	149.68	232.20	240.79	249.80	259.26	269.17	279.58	290.49	301.94
Cesión anual	8.94	6.47	12.94	12.94	12.94	12.94	12.94	12.96	12.94	12.94
Cobertura (veces)	14.34	23.14	17.95	18.61	19.31	20.04	20.81	21.57	22.46	23.34
Cesión/ingresos (%)	6.97%	4.32%	5.57%	5.37%	5.18%	4.99%	4.81%	4.64%	4.45%	4.28%

Fuente: Hencorp Valores/ Elaboración: PCR

En junio de 2024, se llevó a cabo una reestructuración mediante la modificación del contrato, que incluyó la ampliación del plazo de emisión de 180 a 240 meses y el aumento del monto de cesión, de USD 256 millones a USD 290 millones. Asimismo, la tasa de interés establecida por la Titularizadora en los tramos 11 al 16, 18 al 26, 28 y 29, será ajustada del 7.25% al 9.50% a partir del siguiente periodo completo de pago de capital e intereses, una vez realizada la modificación en el Registro Público Bursátil y en la Bolsa de Valores de El Salvador.

MONTOS DE CESIÓN MENSUAL REESTRUCTURADOS FTHVAND01		
Meses	Cesión	Período
Mes 1 al 24	960,000	General
Mes 25 al 52	1,490,000	General
Mes 53 al 60	63,000	Excepción
Mes 61 al 84	2,025,000	Restitución
Mes 85 al 105	1,490,000	Reestructurado
Mes 106 al 178	1,078,000	Reestructurado
Mes 179 al 180	1,092,000	Reestructurado
Mes 181 al 240	1,078,000	Reestructurado

Fuente: Hencorp Valores/ Elaboración: PCR

A junio 2025, la cuenta discrecional recibió la cuota mensual de cesión por USD 1.08 millones, mientras que la cuenta restringida mantiene un saldo de USD 3.06 millones mayor al equivalente a dos cuotas mensuales de capital e intereses, conforme a la estructura de la emisión. Las cuentas del fondo se encuentran en bancos con calificación superior a “AA”, lo que mitiga el riesgo de contraparte. Asimismo, la colecturía del originador mostró una sólida cobertura promedio de 10.5x sobre los flujos cedidos.

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 del fondo de titularización FTHVAND01

BALANCE GENERAL (USD MILLONES)							
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
Activo							
Activo corriente	27.6	27.8	0.0	0.0	17.6	21.23	17.99
Bancos	6.05	5.52	0.00	0.00	4.36	4.84	4.77
Activos en titularización	21.59	22.28	0.02	0.02	13.22	16.39	13.22
Activo no corriente	167.3	143.0	0.1	0.1	94.1	98.34	87.51
Activos en titularización largo plazo	167.34	143.04	0.13	0.11	94.12	98.34	87.51
Total activo	195.0	170.8	0.1	0.1	111.7	119.57	105.50
Pasivo							
Pasivo corriente	16.8	15.8	0.0	0.0	5.3	11.37	5.80
Honorarios profesionales por pagar	0.05	0.05	0.00	0.00	0.05	0.04	0.04
Otras cuentas por pagar	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
Obligaciones por titularización de activos (corto plazo)	16.71	15.74	0.01	0.01	5.20	11.32	5.36
Impuestos y retenciones por pagar	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pasivo no corriente	188.4	169.2	0.2	0.1	124.3	125.51	118.17
Obligaciones por titularización de activos (largo plazo)	119.24	107.21	0.10	0.09	83.68	81.21	81.11
Ingresos diferidos	69.16	62.03	0.05	0.05	40.65	44.30	37.05
Excedente acumulado del fondo de titularización	-10.2	-14.2	-0.0	-0.0	-17.9	- 17.31	- 18.47
Reservas de excedentes anteriores	-7.37	-10.19	-0.01	-0.02	-17.05	-17.05	-17.89
Excedentes del ejercicio	-2.81	-4.05	-0.00	-0.00	-0.84	-0.26	-0.58
Total pasivo	195.0	170.8	0.1	0.1	111.7	119.57	105.50
Total pasivo más patrimonio	195.0	170.8	0.1	0.1	111.7	119.57	105.50

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

ESTADO DE RESULTADOS (USD MILLONES)							
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
Ingresos de operación y administración	6.80	6.91	0.01	0.01	6.76	3.41	3.42
Ingresos por inversiones	0.12	0.09	0.00	0.00	0.05	0.03	0.02
Total ingresos	6.92	7.00	0.01	0.01	6.81	3.44	3.44
Gastos de administración y operación	0.74	0.71	0.00	0.00	0.55	0.28	0.26
Por administración y custodia	0.67	0.64	0.00	0.00	0.48	0.24	0.23
Por clasificación de riesgo	0.04	0.04	0.00	0.00	0.04	0.02	0.02
Por honorarios profesionales	0.03	0.03	0.00	0.00	0.03	0.02	0.02
Gastos financieros	8.99	10.33	0.01	0.01	7.10	3.42	3.76
Intereses valores titularización	8.99	10.33	0.01	0.01	7.10	3.42	3.76
Total gastos	9.73	11.05	0.01	0.01	7.64	3.70	4.02
Excedente (déficit) del ejercicio	-2.81	-4.05	-0.00	-0.00	-0.84	-0.26	-0.58

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

Nota sobre información empleada para el análisis

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

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