

FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES AES CERO UNO VTHVAES01

Comité No. 288/2025							
Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2025				Fecha de comité: 30 de octubre de 2025			
Periodicidad de actualización: Semestral				Originador perteneciente al sector de eléctrico 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-21	dic-22	jun-23	dic-23	jun-24	dic-24	jun-25
Fecha de comité	01/02/2022	28/04/2023	31/10/2023	26/4/2024	04/10/2024	29/04/2025	30/10/2025
Valores de Titularización							
Emisión	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo 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 "AAA" con Perspectiva "Estable" a los **Valores de Titularización del Fondo de Titularización Hencorp Valores AES Cero Uno** con información no auditada al 30 de junio de 2025.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago que posee el fondo derivado de los derechos sobre los flujos de ingresos de las empresas originadoras, los cuales permiten una holgada cobertura de cesión. Asimismo, se destacan los adecuados niveles de solvencia y liquidez, así como una rentabilidad sólida y sostenida, respaldada por la alta predictibilidad de los ingresos, producto de la estabilidad y relevancia del originador dentro del sector eléctrico, el cual constituye un pilar clave para la economía local. Por último, se consideran los respaldos legales y financieros que fortalecen la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **Rol clave en la distribución de energía del sector con perfil de riesgo controlado.** AES El Salvador desarrolla su actividad en el sector de distribución de energía, reconocido por su bajo nivel de riesgo debido a su alta relevancia económica, lo que le proporciona estabilidad y predictibilidad en sus ingresos. Mediante cuatro empresas distribuidoras, la compañía atiende aproximadamente el 71 % del mercado nacional, concentrándose principalmente en los segmentos residencial e industrial. No obstante, la emisión objeto de análisis contempla únicamente la participación de tres de estas distribuidoras, destacándose CAESS, que integra en su operación a DEUSEM.

- **Indicadores de rentabilidad sólidos y sostenidos.** A junio de 2025, los resultados financieros de AES se mantuvieron adecuados, en un contexto donde las tarifas de venta se han mantenido estables desde 2024, mientras que los costos de compra de energía aumentaron, especialmente en contratos a largo plazo y mercado spot. A pesar de este escenario, los niveles de rentabilidad permanecen sólidos. El rendimiento sobre patrimonio promedio anualizado fue de 21.2 %, por debajo del 25.1 % de junio de 2024, pero superior al promedio quinquenal de 19.4 %. El rendimiento sobre activos anualizado cerró en 7.7 %, inferior al 10.1 % registrado el año anterior, aunque por encima del promedio de los últimos cinco cierres (6.4 %).
- **Coberturas financieras robustas.** A junio de 2025, AES mantiene coberturas financieras sólidas y una posición adecuada para atender sus obligaciones. El EBITDA alcanzó USD 92.3 millones, registrando una disminución interanual de 9.6 % (USD 9.8 millones) asociada a una menor utilidad del ejercicio; no obstante, continúa siendo suficiente para respaldar la estructura de deuda vigente. La cobertura del EBITDA sobre intereses financieros se situó en 5.1x, ligeramente inferior al 5.4x de junio de 2024, pero superior al promedio quinquenal de 4.2x. Asimismo, la cobertura del EBITDA sobre el servicio de la deuda se mantuvo estable en 2.1x, muy por encima del promedio histórico de 1.1x.
- **Liquidez adecuada.** En opinión de PCR, a junio de 2025 AES mantiene niveles adecuados de liquidez para cumplir con sus obligaciones de corto plazo, respaldados por un capital de trabajo positivo. La liquidez corriente se ubicó en 1.4 veces (x), mejorando frente al 1.1x registrado en junio de 2024 y al promedio histórico de 1.2x, lo que refleja una posición financiera buena.
- **Posición de solvencia y apalancamiento apropiado.** Según PCR, AES mantiene una posición de solvencia adecuada y coherente con la naturaleza de sus operaciones, respaldada por una estructura de capital eficiente que combina patrimonio y deuda. Además, evidencia una capacidad de pago adecuada. Al cierre de junio de 2025, la relación patrimonio-activos alcanzó 36.7 %, mejorando respecto al 32.3 % registrado en junio de 2024 y superando el promedio histórico de 31.2 %, lo que refleja una sólida capitalización. Su perfil de endeudamiento se mantiene conservador, con un indicador deuda financiera sobre EBITDA anualizado estable en 2.2x, por debajo del promedio quinquenal de 2.9x. Asimismo, el apalancamiento patrimonial resultó en un indicador de 1.7x. (junio 2024: 2.1x).
- **Cobertura del originador frente al monto cedido se mantiene en niveles holgados.** A junio de 2025, los resultados operativos de AES evidencian una adecuada capacidad de cobertura frente a las obligaciones asumidas con el fondo de titularización. La relación entre la cesión de flujos y los ingresos se mantiene en niveles sólidos, situándose en 85.3x, en línea con la proyección de 83.9x. Por su parte, la cobertura del EBITDA respecto a la cesión continúa siendo holgada, alcanzando 15.2x, resultado consistente con la proyección de 16.1x.

Factores claves para la clasificación

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación: No aplica. El fondo cuenta con la clasificación más alta.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación: Deterioro en la calidad crediticia de los originadores y una disminución significativa en sus ingresos que afecte la cobertura de las cesiones, así como el incumplimiento de los resguardos operativos y legales establecidos en el contrato de titularización.

Información utilizada para la clasificación

PCR utilizó los estados financieros combinados auditados de la Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador, S.A. de C.V. y su subsidiaria AES Clesa y Compañía, S. en C. de C.V., así como los de la Empresa Eléctrica de Oriente, S.A. de C.V., subsidiaria, correspondientes a los periodos 2020-2024, además de los estados financieros combinados internos no auditados al 30 de junio de 2024 y 2025. También se consideraron los estados financieros auditados del fondo para los años 2022 a 2024 y los estados financieros intermedios no auditados al 30 de junio de 2024 y 2025, los cuales cumplen con las Normas Técnicas de la Superintendencia del Sistema Financiero. Adicionalmente, se tomó en cuenta otra información proporcionada por la Titularizadora.

Metodología utilizada

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

Limitaciones

Limitaciones encontradas: No se identificaron restricciones o limitaciones durante el período analizado.

Limitaciones potenciales: PCR dará seguimiento a la calificación emitida por el auditor externo en los estados financieros individuales de CAESS, AES CLESA y Cía., y EEO, debido al registro del Fondo Transitorio de Liquidación. Este se fundamenta en expectativas de recuperación futura mediante mecanismos regulatorios; sin embargo, no cumple con las NIIF por la ausencia de un derecho contractual explícito. PCR evaluará el posible impacto en la calidad crediticia del originador.

Hechos de importancia

A la fecha de análisis, no se registran hechos de importancia de consideración para el presente informe.

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.

Análisis del Sector Energético

El sector eléctrico reporta una dinámica estable al primer semestre de 2025 con una inyección nacional transada de 3,633.2 GWh¹, que representa una leve reducción interanual de 4.9 %, explicada por disminuciones en la producción de energía térmica (-100.9 GWh) y energía proveniente de gas natural (-100.0 GWh). Adicionalmente, se refleja una menor inyección de energía geotérmica y de biomasa; que se compensó parcialmente con el aumento en la producción de energía hidroeléctrica, solar y eólica, favoreciendo además la producción mediante fuentes renovables.

El mercado ha estado influenciado por mayor disponibilidad hídrica en el primer semestre, expansión de proyectos de energía solar y estabilidad en la generación geotérmica. Por otra parte, se registró un aumento relevante en las importaciones de energía de 7.64 veces (118.6 GWh); mientras que las exportaciones reflejaron una reducción de 49.8 % (79.8 GWh), en línea con la disminución presentada en el mercado nacional y denotando una dependencia relativa mayor del mercado regional.

De acuerdo con datos de la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET), al mes de octubre de 2025 El Salvador registra una capacidad instalada total de generación eléctrica de aproximadamente 3,101.2 megavatios (MW). Según la Unidad de Transacciones (UT), al cierre de 2024 el 63 % de la energía generada en el país provino de fuentes renovables, destacando el crecimiento sostenido de la generación geotérmica, solar, de biomasa y eólica. La matriz energética nacional mantiene una composición diversificada, con predominancia del gas natural (31.4 %), seguido por la geotermia (19.5 %) y la hidroeléctrica (18.3 %) como principales tecnologías. Esta evolución refleja una transición energética progresiva, con oportunidades estratégicas para inversión en tecnologías limpias, infraestructura flexible y proyectos de integración regional.

La estructura del mercado se basa en contratos bilaterales, contratos de largo plazo y licitaciones públicas, que garantizan estabilidad y previsibilidad en los costos del sector. Los precios en el mercado mayorista se determinan con base en los costos marginales de generación y factores de oferta y demanda. A junio de 2025, el precio promedio del MWh en el mercado mayorista fue de USD 98.12/MWh, reflejando una reducción del 19.7% respecto al año anterior, impulsada por la estabilidad en los costos de los combustibles y otras fuentes renovables. El Salvador se beneficia de la integración regional a través de la interconexión de sistemas que le permiten mantener un sistema estable y aprovechar economías de escala en costos.

La distribución eléctrica en El Salvador está a cargo de ocho empresas que operan bajo un marco regulatorio sólido, lo que garantiza estándares de calidad y estabilidad tarifaria. Los precios al usuario final se ajustan conforme a la dinámica del mercado mayorista, mientras que el Estado mantiene mecanismos de subsidio focalizado para hogares de bajos ingresos. En concordancia con la Política Energética Nacional 2020–2050, el país avanza en el fortalecimiento de la seguridad energética y la promoción de fuentes renovables, respaldado por financiamiento multilateral proveniente del BID y otros organismos internacionales. El entorno regulatorio y macroeconómico ofrece condiciones favorables para la inversión pública y privada en proyectos de generación renovable, sistemas de almacenamiento energético, expansión y modernización de redes de distribución, electrificación rural y soluciones de eficiencia energética. A pesar de los avances en modernización tecnológica y diversificación de la matriz energética, el mercado salvadoreño continúa presentando oportunidades estratégicas para capitales interesados en infraestructura resiliente y sostenibilidad energética.

Análisis de la Titularizadora – Hencorp Valores, Ltda., 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.

¹ Gigavatio-hora

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 período 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 1,362.0². 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 estructura de titularización

El Fondo de Titularización Hencorp Valores AES Cero Uno se creó para titularizar los flujos financieros futuros de tres empresas originadoras (CAESS, AES CLESA y EEO), provenientes de la venta de energía, servicios, ingresos financieros y otros flujos relacionados con financiamientos que estas reciban.

DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN	
Fondo de titularización	Fondo de Titularización Hencorp Valores AES Cero Uno (FTHVAES01)
Originador	Empresa Eléctrica de Oriente, S.A. de C.V. o EEO, S.A. de C.V. AES CLESA y CIA, S. en C. de C.V. Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador, S.A. de C.V. o CAESS, S.A. de C.V.
Monto de la emisión	Hasta USD 314,170,000.00
Plazo de la emisión	El plazo será establecido en el aviso de colocación de cada tramo.
Respaldo de la emisión	El pago de los valores de titularización está respaldado por el patrimonio del fondo de titularización.
Destino de los fondos obtenidos.	Los fondos que las originadoras reciban serán invertidos por las originadoras para la reestructuración de sus pasivos e inversiones.

Fuente: Prospecto de emisión FTHVAES01 / Elaboración: PCR

Cada originadora cede irrevocablemente y a título oneroso al FTHVAES01, a través de la Titularizadora, los derechos sobre sus flujos financieros futuros, por el plazo y monto establecidos. Los pagos se realizan de forma mensual y sucesiva en las siguientes proporciones: EEO 15.84%, CLESA 25.76% y CAESS 58.40%.

El fondo genera los pagos de la emisión mediante los flujos financieros futuros de las originadoras, utilizando una cuenta de reserva, cartas de garantía, y mecanismos de transferencia a través de bancos autorizados. Si los fondos son insuficientes, las originadoras cubren el déficit bajo la garantía solidaria para evitar el incumplimiento.

Análisis de los Originadores

AES El Salvador, parte de AES Corporation, agrupa a CAESS, CLESA, EEO y subsidiarias, especializándose en distribución y generación de energía eléctrica. Es el mayor distribuidor del país con el 71% del mercado y tiene presencia en El Salvador desde 1998. Además, forma parte de la unidad regional para México, Centroamérica y el Caribe. AES Corporation opera en 14 países con activos por USD 34.7 mil millones y una capacidad instalada de 29.42 GW. Tiene una calificación de riesgo internacional de BBB-.

Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador y Subsidiaria (DEUSEM)

Fundada en 1880, CAESS se dedica a la distribución y comercialización de energía eléctrica, atendiendo a más de 650 mil clientes en la zona norte de El Salvador. Su cobertura abarca 4,636 km², incluyendo áreas urbanas, rurales, comerciales e industriales. Además, posee el 98.28% de DEUSEM, que opera en el departamento de Usulután con más de 93 mil clientes.

²Modificado 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

AES CLESA y Cía., S.A. de C.V.

Fundada en 1892, CLESA distribuye energía en el occidente de El Salvador, abarcando Santa Ana, Sonsonate, Ahuachapán y parte de La Libertad. Con una cobertura de 5,189 km² y más de 468 mil clientes mayoritariamente en zonas rurales.

Empresa Eléctrica de Oriente, S.A. de C.V.

Creada en 1995, EEO distribuye energía en la zona oriental de El Salvador, cubriendo San Miguel, La Unión, San Vicente y parte de Usulután. Atiende a 378 mil clientes en un área de 6,530 km².

Gobierno Corporativo

PCR considera que AES El Salvador cuenta con un gobierno corporativo sólido, respaldado por una junta directiva y una alta gerencia con amplia experiencia en el sector energético. Esta estructura permite una gestión eficiente y la adopción de decisiones estratégicas en línea con las mejores prácticas de transparencia y sostenibilidad. ⁽²⁰²⁰⁾

AES El Salvador desarrolla acciones orientadas a la sostenibilidad y al desarrollo comunitario, en línea con los principios que guían su operación. Durante el período, se implementaron iniciativas como capacitaciones en arboricultura, electrificación de poblaciones rurales, educación en el uso eficiente y seguro de la energía eléctrica, programas de conservación ambiental y biodiversidad, y proyectos de desarrollo profesional e inclusivo para mujeres salvadoreñas.

Análisis de Resultados

A junio de 2025, los resultados financieros de AES se mantuvieron en niveles adecuados, aunque con una tendencia a la baja debido al aumento en los costos de compra de energía y la estabilidad de las tarifas de venta desde 2024. Esta combinación afectó los márgenes operativos y netos, lo que se reflejó en una disminución de la utilidad del ejercicio; sin embargo, los niveles de rentabilidad siguen siendo robustos.

A pesar de la reducción en la utilidad, la rentabilidad de AES se mantiene en niveles sólidos, en línea con la tendencia observada en los últimos cierres. El rendimiento sobre el patrimonio promedio anualizado se situó en 21.2 %, lo que representa una disminución respecto a junio de 2024 (25.1 %), aunque continúa por encima del promedio registrado en los últimos cinco cierres, de 19.4 %. Por su parte, el rendimiento sobre los activos promedio anualizado cerró en 7.7 %, inferior al valor registrado en junio de 2024 (10.1 %), pero superior al promedio de los últimos cinco cierres (6.4 %).

Los ingresos de AES mantuvieron un crecimiento interanual del 7.7 % (USD 38.1 millones), aunque por debajo del promedio ponderado de los últimos cinco años (11.6 %). Este desempeño fue impulsado principalmente por el dinamismo en los sectores residencial, industrial y comercial, favorecido por la expansión económica, inversiones en infraestructura eléctrica, mejora en la cobertura de red y mayor demanda atribuible a condiciones climáticas y urbanas.

No obstante, este crecimiento ocurrió en un contexto regulatorio marcado por el congelamiento tarifario vigente hasta el 15 de octubre de 2025, establecido en los Acuerdos 08/2024 y 43/2024, mantiene sin cambios las tarifas para el 93 % de los usuarios residenciales y generales con consumo promedio menor o igual a 300 kWh/mes, mientras que el 7 % restante, con consumos mayores, paga tarifas ajustadas desde abril 2024.

Los costos operativos asociados a la compra de energía registraron un crecimiento interanual significativo del 13.9 % (USD 46.9 millones). Este incremento se observa principalmente en las adquisiciones realizadas bajo contratos a largo plazo y en el mercado spot. Dicho comportamiento responde al aumento de la demanda energética en sectores clave, en un contexto de volatilidad en los precios mayoristas y restricciones tarifarias aplicadas a la mayoría de los usuarios. Asimismo, se evidencia la incorporación de nuevas categorías dentro de los costos, tales como gastos ambientales y compras a terceros no relacionados.

PCR indica que AES mantiene un nivel controlado de eficiencia. Los gastos de operación crecieron 4.1 % interanual (USD 3.1 millones), dejando el margen de eficiencia sobre ingresos en 14.7 %, por debajo del 15.2 % de junio de 2024 y del promedio quinquenal de 17.7 %, favorecido por el desempeño positivo de los ingresos. La utilidad neta registró una disminución de 18.1 % (USD 9.1 millones) respecto a junio de 2024, lo que redujo el margen neto de 10.1 % a 7.7 %. No obstante, según la opinión de PCR, AES mantiene resultados adecuados y sólidos, consistentes con su actividad económica y con el esquema de fijación de precios vigente desde 2024.

A junio de 2025, AES mantiene coberturas financieras robustas, con una posición saludable para hacer frente a sus obligaciones. El EBITDA alcanzó los USD 92.3 millones, con una caída interanual de 9.6 % (USD 9.8 millones), en línea con la menor utilidad del ejercicio. Si bien esta disminución marca una contracción en la generación operativa de recursos, el nivel absoluto del EBITDA continúa siendo adecuado para la estructura de deuda actual. En ese sentido, la razón de cobertura del EBITDA sobre intereses financieros se ubicó en 5.1x, levemente por debajo del valor de junio de 2024 (5.4x), pero aún por encima del promedio de los últimos cinco años (4.2x). En la misma línea, la cobertura del EBITDA sobre el servicio de la deuda se mantuvo en 2.1x, sin variaciones respecto al año anterior y significativamente por encima del promedio histórico de 1.1x.

Riesgo de Liquidez

En opinión de PCR, AES ha mantenido niveles de liquidez adecuados para cumplir con sus obligaciones de corto plazo, respaldados por un capital de trabajo positivo que muestra una tendencia creciente. El indicador de liquidez corriente se mantiene en línea con sus promedios históricos, reflejando una posición financiera sólida. Al cierre de junio de 2025, la liquidez corriente se situó en 1.4x, mejorando respecto al 1.1x registrado en junio de 2024 y al promedio de los últimos cinco años (1.2x). Por su parte, el capital de trabajo ascendió a USD 93.9 millones, duplicando ampliamente el monto observado en junio de 2024 (USD 41.6 millones).

En cuanto al financiamiento, AES continúa utilizando préstamos bancarios como principal fuente de fondeo, representando un 54.8 % del total de pasivos a junio de 2025 (junio 2024: 51.7 %). En términos interanuales, se registró una disminución de USD 2.1 millones en el saldo de préstamos, lo que equivale a una reducción del 0.5 %.

Riesgo de Solvencia

AES ha mantenido históricamente una posición de solvencia adecuada, consistente con la naturaleza de sus operaciones y con la composición financiera de las empresas que la conforman. Su actividad principal, centrada en la distribución de energía, se respalda con una estructura de capital que combina de manera eficiente patrimonio y deuda, lo que ha permitido que una proporción creciente de sus activos sea financiada con recursos propios.

Al cierre de junio de 2025, la solvencia, definida como la relación entre patrimonio y activos totales, se situó en 36.7 %. Este nivel supera tanto el 32.3 % registrado en junio de 2024 como el promedio histórico de 31.2 %, evidenciando una mejora sostenida en la capitalización de la compañía. En términos de endeudamiento, AES mantiene un perfil conservador. Al cierre de junio de 2025, el indicador se situó en 0.6x, por debajo del 0.7x registrado en junio de 2024, lo que evidencia la solidez de su estructura financiera. De manera complementaria, el apalancamiento patrimonial se ubicó en 1.7x, frente a 2.1x en el mismo período del año anterior. El patrimonio total alcanzó los USD 407.3 millones, lo que representa un incremento de 13.9 % (USD 49.8 millones), en comparación con junio de 2024. Este crecimiento se explica principalmente por la acumulación de resultados positivos durante el período.

Por su parte, AES muestra una buena capacidad de pago, respaldada por la estabilidad de su indicador de deuda financiera sobre EBITDA anualizado, lo que refleja una adecuada relación entre el endeudamiento y la generación operativa de recursos. Este indicador se ubicó en 2.2x al cierre de junio de 2025, sin variaciones respecto al mismo período de 2024, y se mantiene por debajo del promedio de los últimos cinco cierres (2.9x).

Desempeño del Originador sobre la Titularización

A junio de 2025, los resultados operativos de AES evidencian una adecuada capacidad de cobertura frente a las obligaciones asumidas con el fondo de titularización. La relación entre la cesión de flujos y los ingresos se mantiene en niveles sólidos, mientras que las coberturas del EBITDA frente a la cesión continúan siendo holgadas y consistentes con las proyecciones. Asimismo, la compañía cumple satisfactoriamente con los resguardos financieros estipulados en el contrato del fondo.

Componente	PROYECCIÓN DE INGRESOS Y CESIÓN DE FTHVAES01 (USD MILLONES)							
	Real		Proyectado					
	jun-24	jun-25	jun-25	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos por venta de energía	474.5	516.6	507.8	1,015.7	1,047.6	1,080.6	1,114.5	1,149.6
EBITDA	102.2	92.3	55.8	111.62	115.21	118.91	122.73	126.67
Cesión anual	5.9	6.1	6.1	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
Cobertura de ingresos (veces)	80.5	85.3	83.9	83.6	86.3	89.0	91.8	94.7
Cesión/ingresos (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
EBITDA/ Cesión	17.3	15.2	9.2	9.2	9.5	9.8	10.1	10.4

Fuente: Hencorp Valores y AES El Salvador / Elaboración: PCR

Resguardos Financieros

- **Endeudamiento total entre Capitalización de las Originadoras:** El resultado de este ratio no podrá ser mayor o igual a 0.75x; a la fecha de análisis se ubica en 0.35x, cumpliendo satisfactoriamente con el requerimiento.

Análisis de las Cuentas Bancarias

PCR verificó que los flujos han sido suficientes para cubrir los pagos al fondo, y aunque el saldo en la cuenta restringida es menor al requerido, la emisión cumple con el contrato gracias a una carta de garantía de USD 3.3 millones, que cubre 3.2x el monto exigido.

Estados financieros no auditados de AES Combinados

BALANCE GENERAL (USD MILLONES)							
Componente	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
Activos corrientes	208	269	273	306	328	354	360
Efectivo y equivalentes de efectivo	29	38	39	27	41	20	22
Cuentas por cobrar	91	99	89	103	118	124	146
Otras cuentas por cobrar	49	88	90	134	123	152	139
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	38	37	48	38	39	44	35
Préstamos por cobrar a partes relacionadas	-	-	-	-	1	-	12
Otros activos corrientes	1	7	7	4	6	14	6
Activos no corrientes	582	607	663	696	780	753	750
Inversiones en acciones y asociadas	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por cobrar a largo plazo	10	14	13	10	8	40	16
Efectivo restringido por litigios	-	-	-	1	-	-	-
Préstamos por cobrar a partes relacionadas	190	190	190	188	188	188	188
Propiedad, planta y equipo	366	375	420	445	469	461	469
Activos intangibles	4	15	29	37	55	42	55
Activos por derecho de uso	7	7	7	11	17	17	19
Plusvalía comprada	4	4	4	4	4	4	4
Activos prepagados	1	2	0	0	0	0	0
Fondo transitorio de liquidación a largo plazo	-	-	-	-	39	-	-
Total Activos	789	876	936	1,002	1,107	1,107	1,110
Pasivos corrientes	168	213	235	262	259	312	266
Cuentas por pagar por compra de energía	60	101	86	114	109	151	125
Otras Cuentas por pagar	53	59	66	59	66	42	53
Otras obligaciones laborales	5	5	6	7	6	5	5
Dividendos por pagar	3	3	17	2	3	29	14
Cuentas por pagar a partes relacionadas	4	3	4	3	3	3	4
Préstamos por pagar a partes relacionadas	-	-	0	-	-	-	-
Impuesto sobre la renta por pagar	16	10	14	10	15	4	13
Préstamos bancarios	25	30	38	61	52	73	48
Pasivos contractuales	2	1	3	5	2	4	3
Pasivos por arrendamiento	1	1	1	1	1	1	1
Ingreso diferido	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos no corrientes	397	423	411	405	452	437	437
Préstamos a largo plazo y bancarios	338	352	339	322	328	315	338
Pasivos por arrendamiento a largo plazo	6	6	6	8	14	14	16
Cuentas por pagar a largo plazo	3	4	4	3	3	21	3
Pasivo por beneficio a empleados	32	32	29	30	30	29	28
Provisión por impuesto sobre la renta no corriente	-	2	1	1	-	-	-
Impuesto sobre la renta diferido	18	27	32	42	51	57	47
Cuentas por pagar a proveedores de energía	-	-	-	-	28	-	5
Total Pasivos	565	636	646	668	711	749	703
Patrimonio atribuible a los accionistas de la controladora	224	240	289	333	396	357	407
Capital social	104	104	104	104	104	104	104
Utilidades retenidas	43	59	96	142	207	166	218
Reserva legal	22	22	22	22	22	22	22
Otros componentes del patrimonio	55	54	67	65	63	64	62
Participación no controladoras	-	-	1	1	1	1	1
Total Patrimonio	224	240	289	334	397	358	407
Total Pasivos + Patrimonio	789	876	936	1,002	1,107	1,107	1,110

Fuente: AES El Salvador / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO (USD MILLONES)							
Componente	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
Ingresos operacionales	659	781	895	924	1023	496	534
Servicios por distribución de energía	623	749	854	879	975	475	517
Otros ingresos operacionales	36	33	41	46	48	21	17
Costos de operación por compra de energía	456	557	653	642	713	336	383
Utilidad Bruta	203	224	242	282	310	159	151
Gastos de operación	141	140	149	158	160	75	79
Gastos de personal	37	37	40	43	43	21	22
Gastos de operación y mantenimiento	65	67	70	75	76	35	36
Depreciación y amortización	31	31	32	35	37	18	20
Honorarios por transferencia de tecnología	6	4	5	5	4	1	2
Otros ingresos y gastos netos	1	1	2	1	0	0	-1
Utilidad operativa	62	84	94	124	150	84	72
Gastos financieros netos	-13	-12	-18	-21	-20	-11	-11
Utilidad antes de impuestos	49	71	76	103	130	73	61
Impuesto sobre la renta	-19	-29	-26	-33	-40	-23	-19
Utilidad del período	30	42	50	71	90	50	41

Fuente: AES El Salvador / Elaboración: PCR

INDICADORES							
Componente	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
Liquidez							
Liquidez corriente	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3	1.1	1.4
Capital de trabajo neto (US\$ Millones)	39.2	56.4	38.1	43.1	69.0	41.6	93.9
Rentabilidad							
Margen neto	4.5%	5.4%	5.6%	7.6%	8.8%	10.1%	7.7%
ROE anualizado	12.9%	17.9%	19.0%	22.6%	24.6%	25.1%	21.2%
ROA anualizado	3.7%	5.1%	5.5%	7.3%	8.5%	8.0%	7.3%
Eficiencia							
Eficiencia Operativa	21.4%	18.0%	16.6%	17.1%	15.6%	15.2%	14.7%
Solvencia							
Endeudamiento	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6
Apalancamiento patrimonial	2.5	2.6	2.2	2.0	1.8	2.1	1.7
Deuda Financiera/ EBITDA	3.9	3.3	3.0	2.4	2.0	2.2	2.2
Patrimonio / activos	28.4%	27.4%	30.9%	33.3%	35.8%	32.3%	36.7%
Coberturas							
Cobertura EBITDA/ pago de intereses	3.4	4.1	3.9	4.6	5.0	5.4	5.1
Cobertura EBITDA/ servicio de deuda	1.0	1.6	0.2	1.3	1.6	2.1	2.1

Fuente: AES El Salvador / Elaboración: PCR

Estados financieros no auditados FTHVAES01

BALANCE GENERAL FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES AES 01 (USD MILES)					
COMPONENTE	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
ACTIVO CORRIENTE	7,771.53	12,829.18	11,919.71	11,882.05	11,950.35
BANCOS	72.61	1,102.30	87.98	106.43	117.81
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	7,698.92	11,726.88	11,831.73	11,775.62	11,832.54
ACTIVO NO CORRIENTE	685,316.23	670,765.34	658,732.33	664,820.11	652,677.18
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	685,316.23	670,765.34	658,732.33	664,820.11	652,677.18
TOTAL DE ACTIVOS	693,087.76	683,594.52	670,652.04	676,702.16	664,627.53
PASIVO CORRIENTE	221,637.21	175,870.02	169,703.95	172,920.07	169,701.87
DOCUMENTOS POR PAGAR	221,420.30	175,104.85	169,390.01	171,857.83	169,390.01
COMISIONES POR PAGAR	1.01	1.52	1.32	1.52	0.82
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	12.80	10.00	21.00	40.00	51.70
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	58.81	57.50	58.48	57.96	58.35
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS (CORTO PLAZO)	144.29	696.15	233.14	962.76	200.99
IMPUESTOS Y RETENCIONES POR PAGAR	0.00	-	-	-	-
PASIVO NO CORRIENTE	469,330.66	491,815.23	500,948.09	503,782.09	494,925.66
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS (LARGO PLAZO)	94,048.00	141,998.00	146,748.00	144,248.00	146,748.00
INGRESOS DIFERIDOS	375,282.66	349,817.23	324,351.15	337,083.58	311,618.02
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	2,119.90	15,909.27	29,848.94	15,909.28	29,848.94
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	-	2,119.90	15,909.28	-	-
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	2,119.90	13,789.37	13,939.66	6,541.23	6,710.70
TOTAL PASIVOS	693,087.76	683,594.52	670,652.04	676,702.16	664,627.53
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	693,087.76	683,594.52	670,652.04	676,702.16	664,627.53

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

ESTADO DE EXCEDENTE DE FONDOS FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES AES 01 (USD MILES)					
COMPONENTE	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	4,733.11	25,442.07	25,440.20	12,720.34	12,719.33
OTROS INGRESOS	-	3.67	-	-	-
TOTAL DE INGRESOS	4,733.11	25,445.74	25,440.20	12,720.34	12,719.33
GASTOS POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	707.85	456.99	135.75	62.00	44.17
GASTOS POR CLASIFICACIÓN DE RIESGOS	53.83	35.00	35.00	17.50	17.50
GASTOS POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	2.80	2.80	2.80	1.40	1.40
GASTOS POR HONORARIOS PROFESIONALES	79.17	25.00	25.00	12.50	12.50
TOTAL DE GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACIÓN	843.65	519.79	198.55	93.40	75.57
GASTOS FINANCIEROS (INTERESES VALORES DE TITULARIZACIÓN)	1,288.03	10,898.36	11,287.62	6,074.46	5,933.06
OTROS GASTOS	481.53	238.22	14.37	11.25	-
TOTAL DE EGRESOS Y GASTOS	2,613.21	11,656.37	11,500.54	6,179.11	6,008.63
EXCEDENTE/DÉFICIT DEL EJERCICIO	2,119.90	13,789.37	13,939.66	6,541.23	6,710.70

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 la misma le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

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