

FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR CERO CINCO VALORES DE TITULARIZACIÓN VTHVAMS05

Comité No. 285/2025

Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2025

Periodicidad de actualización: Semestral

Fecha de comité: 30 de octubre de 2025.

Originador perteneciente al sector público municipal
San Salvador, El Salvador

Equipo de Análisis

Rebeca Bonilla

rbonilla@ratingspcr.com

Jorge Romero

jromero@ratingspcr.com

(503) 2266-9471

Fecha de información	dic-23	jun-24	dic-24	jun-25
Fecha de comité	23/04/2024	31/10/2024	29/04/2025	30/10/2025
Valores de Titularización Alcaldía municipal de San Salvador 05				
Tramo del 1 al 5 por USD 124,493,000.00	AA	AA	AA	AA
Perspectivas	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.

Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) 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. El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

"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"

Racionalidad

En Comité de Clasificación de Riesgo, Pacific Credit Rating (PCR) decidió **mantener** la clasificación de **"AA"** al **Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 05** con perspectiva **"Estable"**, con información financiera no auditada al 30 de junio de 2025.

La clasificación se fundamenta en la elevada capacidad de pago del Fondo de Titularización, respaldada por los ingresos cedidos por la municipalidad a través de Órdenes Irrevocables de Pago emitidas por CAESS y DELSUR, que aseguran niveles de cobertura adecuados. Asimismo, se consideran los mecanismos legales, operativos y financieros que sustentan la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

El Fondo de Titularización cuenta con los respaldos necesarios que garantizan los pagos de cesión. La emisión cuenta con dos Órdenes Irrevocables de Pago (OIP), una proveniente de la Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador, S.A. de C.V. (CAESS) y otra de la Distribuidora del Sur, S.A. de C.V. (DELSUR), las cuales canalizan ingresos por tasas municipales destinados al pago mensual de la cuota de cesión. A la fecha, se verifica el cumplimiento oportuno de dichos pagos, con una cobertura promedio de 1.56 veces (x) sobre la cuota correspondiente, reflejando capacidad de pago de los flujos y una suficiente facultad de atención del servicio de la deuda.

Cumplimiento de los resguardos financieros. A junio de 2025, el ratio de endeudamiento municipal se ubicó en 0.93x, similar al registrado en junio de 2024 (0.92x), reflejando estabilidad en el nivel de apalancamiento y cumplimiento con el límite contractual. Por su parte, el ratio de eficiencia operativa se situó en 0.61x (junio 2024: 0.64x), favorecido por la reducción de los gastos operacionales, lo que evidencia una gestión fiscal prudente y eficiente.

Desempeño adecuado del fondo de titularización. Durante el período evaluado, PCR observó que el fondo mantiene una generación de ingresos consistente con su operación, aunque los estados financieros reflejan pérdidas recurrentes derivadas de la forma en que se reconocen los pagos del originador. Este comportamiento, característico de este tipo de titularizaciones, no compromete la capacidad del fondo para cumplir con sus obligaciones. La liquidez se mantiene sólida en 4.85x, evidenciando holgura suficiente para atender los compromisos financieros. Se espera que la estructura continúe mostrando un desempeño estable conforme se reciban los flujos de las cuotas de cesión y respaldando la sostenibilidad operativa y financiera del instrumento.

Cuenta restringida mantiene adecuadamente los montos pactados. De acuerdo con el contrato de titularización, el fondo debe mantener en la cuenta restringida un saldo mínimo equivalente a dos cuotas de cesión. Al momento del análisis, se verificó el cumplimiento de esta disposición, evidenciando una gestión adecuada de los recursos destinados al servicio de la deuda, así como el pago oportuno de la cuota de cesión por parte del originador.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 6 de noviembre de 2023. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Factores Clave

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación. Una eventual mejora en la calidad crediticia del Originador, junto con un posible aumento en la recaudación de impuestos, son factores que podrían contribuir a una revisión positiva de la clasificación de riesgo.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación. La calificación de riesgo podría verse afectada negativamente ante un deterioro en la calidad crediticia del Originador, una disminución en los ingresos municipales, una tendencia a la baja en sus resultados operativos, incumplimientos de los resguardos contractuales o modificaciones que debiliten la estructura de la emisión.

Información Utilizada para la Clasificación

PCR basó su análisis en los estados financieros no auditados del Fondo de Titularización al 30 de junio de 2025. Asimismo, utilizó información proporcionada por Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, incluyendo contratos, prospectos de emisión, actualizaciones del modelo financiero, entre otros documentos relevantes.

Limitaciones potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: La Ley Especial para la Reestructuración Municipal de 2024 reorganizó El Salvador en 44 municipios y otorgó un plazo de dos años para consolidar los estados financieros. En consecuencia, la municipalidad de San Salvador no dispone de estados financieros actualizados, lo que limita la evaluación objetiva de su desempeño reciente. La ausencia de información financiera de las demás municipalidades de la nueva estructura restringe también la posibilidad de realizar un análisis integral de la emisión. Aunado a esto, PCR no ha podido realizar un análisis completo del Originador en su rol de garante de los flujos, debido a la falta de información financiera actualizada, lo que impide evaluar con precisión la fortaleza del respaldo de los ingresos del fondo.

Limitaciones potenciales: La municipalidad carece de una base de datos actualizada de indicadores sociodemográficos; el análisis se basa en estimaciones de la encuesta anual de 2024, de modo que los resultados dependen de los supuestos metodológicos aplicados.

Hechos de Importancia

No se encontraron hechos de importancia a la fecha de análisis.

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. Se prevé que la Reserva Federal de Estados Unidos realice solamente una revisión a las tasas de referencia a la baja en 2025 para situarse en un rango entre 4.0 % y 4.25 % debido a señales mixtas 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 Municipalidades

Los gobiernos municipales en El Salvador continúan desempeñando un papel fundamental en la articulación de las políticas de desarrollo local y en la prestación directa de servicios públicos. La población nacional se estima en alrededor de 6.03 millones de habitantes, según datos del último censo realizado por el Banco Central de Reserva,

reflejando un crecimiento moderado y sostenido. Esta tendencia mantiene la presión sobre la infraestructura y los servicios municipales, particularmente en los territorios con mayor densidad urbana.

En este contexto, la reestructuración territorial iniciada con la aprobación del Decreto Legislativo No. 762, Ley Especial para la Reestructuración Municipal, vigente desde el 26 de junio de 2023 y operativa a partir del 1 de mayo de 2024, continúa marcando la dinámica institucional del gobierno local. La normativa redujo el número de municipios de 262 a 44 y reclasificó los anteriores como distritos municipales, con el propósito de mejorar la eficiencia administrativa y fortalecer la capacidad de inversión pública local. El proceso contempla un periodo de transición de dos años para la homologación contable y financiera, durante el cual los nuevos municipios deben integrar sus sistemas administrativos y consolidar la información presupuestaria y patrimonial.

Desde el punto de vista financiero, la reforma implica retos relevantes en la gestión de activos y pasivos. La agregación territorial puede favorecer la optimización de recursos, economías de escala y una mayor capacidad de inversión en infraestructura; sin embargo, también conlleva la obligación de incorporar pasivos contingentes y compromisos contractuales heredados de los municipios disueltos, lo que exige una gestión contable prudente y mecanismos de control interno que garanticen la trazabilidad y el cumplimiento de los compromisos asumidos. Además, los nuevos gobiernos locales deben asegurar que la consolidación de sus estados financieros cumpla con los estándares de la Dirección General de Contabilidad Gubernamental del Ministerio de Hacienda, así como con los principios de rendición de cuentas y transparencia que exige la normativa.

Operativamente, la reforma busca optimizar la prestación de servicios mediante una coordinación más estrecha entre los niveles de gobierno. No obstante, al cierre del primer semestre de 2025 persisten desafíos asociados a la heterogeneidad de capacidades técnicas y financieras entre los nuevos municipios. Los territorios con mayor densidad económica, como San Salvador Centro, Santa Tecla Centro y Antiguo Cuscatlán, concentran una parte significativa de la actividad comercial y de servicios, lo que les otorga una ventaja estructural frente a otros municipios con menor base recaudatoria. Esta disparidad territorial plantea el riesgo de asimetrías en la ejecución presupuestaria y en la calidad de los servicios, por lo que la eficacia del nuevo modelo dependerá de la capacidad institucional de cada municipio para adaptarse a la nueva configuración.

En síntesis, la reestructuración municipal en El Salvador avanza en su primera fase de consolidación, con impactos directos sobre la gestión financiera y operativa de los gobiernos locales. No obstante, persisten limitantes en la disponibilidad de información financiera consolidada de algunas municipalidades como San Salvador y Antiguo Cuscatlán, así como en los datos sociodemográficos desagregados por municipio, lo que restringe la posibilidad de realizar un análisis más profundo sobre las condiciones económicas y sociales del nuevo esquema. En este contexto, el cumplimiento de los plazos de transición, la adecuada integración de los registros contables y la estabilidad en la prestación de servicios públicos serán determinantes para evaluar la sostenibilidad del modelo y su capacidad de fortalecer la gestión territorial en el mediano plazo.

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 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 (3.6veces). 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 1,553.7miles (+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.

Estructura de la titularización.

El Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Cinco (FTHVAMS 05) se constituye para titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros del Municipio de San Salvador. Los ingresos titularizados provienen de diversas fuentes municipales, incluyendo impuestos, tasas, contribuciones, sanciones, intereses sobre créditos municipales, administración de servicios públicos, rentas de instituciones autónomas, dividendos, donaciones, contratos, ingresos por bienes municipales, aportes del FODES, empréstitos y venta de activos municipales.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN	
Denominación del Fondo:	Valores de titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador (VTHVAMS 05).
Originador:	Municipio de San Salvador.
Monto de la emisión:	Hasta USD 124.5 millones.
Plazo de la emisión:	Doscientos cuarenta meses (240 meses).
Respaldo de la emisión:	Patrimonio del Fondo de Titularización.
Destino de los fondos:	El destino de los fondos será la reestructuración de pasivos e inversión en proyectos está condicionada a su Categorización Municipal, emitida por la Dirección General de Contabilidad Gubernamental: aquellas clasificadas como 'A' pueden reestructurar pasivos e invertir en proyectos; las clasificadas como 'B' pueden reestructurar pasivos y financiar proyectos que mejoren sus indicadores; y las de categoría 'C' únicamente pueden realizar reestructuración de pasivos.
Cuentas bancarias:	El Fondo de Titularización mantiene una Cuenta Restringida, administrada por Hencorp Valores Ltda., con un saldo mínimo de dos cuotas mensuales de los flujos cedidos. Como respaldo, la Alcaldía suscribe órdenes irrevocables de pago y convenios sobre las cuentas de recepción de flujos, aunque sigue obligada a transferir la totalidad de los flujos cedidos.

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

El Originador cedió a la Sociedad Titularizadora, mediante Escritura Pública, derechos sobre ingresos futuros por 240 transferencias, por un total de USD 274.8 millones, exentos de impuestos. El Municipio de San Salvador asume cualquier tributo aplicable, y la transferencia se realiza a través de CAESS y Distribuidora DEL SUR.

Análisis del Originador

Reseña

San Salvador Centro, ubicado en el departamento de San Salvador, está conformado por los distritos de Ayutuxtepeque, Mejicanos, San Salvador, Cuscatancingo y Ciudad Delgado. Según el Censo de Población y Vivienda de 2024, el municipio registra una población total de 673,319 habitantes, equivalente al 11.16 % de la población nacional, y una densidad de 6,437 habitantes por kilómetro cuadrado, una de las más altas del país debido a la concentración de la actividad económica en la zona.

El municipio forma parte del Área Metropolitana de San Salvador (AMSS), la región más desarrollada y urbanizada del país, que concentra la mayor actividad comercial, industrial y de servicios. De acuerdo con la Encuesta de Hogares de Propósitos Múltiples (EHPM) de 2023, el AMSS presenta una tasa de desocupación de 4.94 %, inferior al promedio nacional de 5.22 %.

Gobierno corporativo del Originador

PCR considera que la Alcaldía Municipal de San Salvador, en su rol de originador, mantiene una gestión sólida, sustentada en una estructura organizativa estable y un marco normativo definido. La administración ha mostrado continuidad en sus políticas y eficiencia fiscal mediante una adecuada recaudación y control del gasto. Aunque su desempeño depende del entorno político y económico, su experiencia institucional respalda una gestión operativa eficaz.

Análisis del desempeño del fondo de titularización.

Durante el primer semestre de 2025, el fondo mantuvo un desempeño operativo adecuado, cumpliendo satisfactoriamente con los covenant financieros establecidos. La sólida posición de liquidez respalda la estabilidad operativa y la capacidad del fondo para atender oportunamente sus obligaciones. Asimismo, las cuentas bancarias registraron un comportamiento conforme a lo estipulado en el contrato de titularización, reflejando una gestión financiera responsable por parte del originador y una estructura operativa eficiente que contribuye al cumplimiento de los compromisos con los inversionistas.

A junio de 2025, los ingresos del Fondo totalizaron USD 3,881.4 miles, provenientes principalmente de la operación ordinaria del instrumento, con una leve contracción de 1.02 % respecto al mismo período del año anterior. Los gastos ascendieron a USD 5,244.1 miles, una reducción de 2.82 %, de los cuales un 93.85 % corresponde al pago de intereses de los valores de titularización. Como resultado, el fondo registró un déficit de USD 1,362.7 miles, consistente con los niveles observados durante la vida del instrumento, reflejando una estructura operativa estable para cubrir los compromisos financieros.

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

El fondo mantiene una adecuada posición de liquidez, con un ratio de 4.85x (junio 2024: 5.58x), respaldado por un capital de trabajo de USD 13,264.4 miles. Estos niveles se mantienen en línea con los años previos y evidencian holgura suficiente para atender las obligaciones de corto plazo, lo que respalda la estabilidad operativa y la sostenibilidad del pago a los inversionistas.

Cumplimiento del covenant financiero.

Durante la vigencia de la titularización, el originador está sujeto al cumplimiento de los ratios financieros establecidos en el contrato correspondiente. A la fecha, dichos indicadores se calcularon con base en información preliminar proporcionada por la titularizadora, evidenciando una gestión financiera estable y prudente, con margen suficiente respecto a los límites contractuales, lo que refuerza la sostenibilidad operativa y el cumplimiento de los covenants del fondo.

- **Índice de endeudamiento municipal:** El límite máximo permitido es 1.7x. En el período analizado, el ratio se ubicó en 0.93x, similar al registrado en junio de 2024 (0.92x), evidenciando estabilidad en la deuda total de la municipalidad y cumplimiento con el límite contractual.
- **Eficiencia operativa:** El ratio no debe superar 1x. A junio de 2025, el indicador se situó en 0.61x, inferior al nivel reportado en junio de 2024 (0.64x), resultado del crecimiento de los ingresos operacionales.

Cuentas Bancarias y Orden Irrevocable de Pago.

De acuerdo con el análisis de las cuentas bancarias, se verificó que la cuenta colectora ha recibido oportunamente las cuotas de cesión, en cumplimiento con lo estipulado en el contrato de titularización. La Alcaldía sostiene Órdenes Irrevocables de Pago con AES y DELSUR, cuyos ingresos reflejan pagos puntuales y consistentes, generando una cobertura de 1.56x sobre la cuota de cesión correspondiente. Por su parte, la cuenta restringida mantiene un saldo equivalente a dos cuotas de cesión, en línea con las disposiciones contractuales, lo que refuerza la solidez del esquema operativo y la adecuada administración de los flujos del fondo.

Estados Financieros no Auditados del Fondo de Titularización

BALANCE GENERAL (USD MILES)					
COMPONENTES	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
ACTIVO CORRIENTE	16,662.5	16,666.3	16,553.5	16,586.5	16,709.5
BANCOS	7,774.7	3,581.3	2,712.0	3,449.3	3,670.1
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	8,887.7	13,084.9	13,841.4	13,137.3	13,039.3
IMPUESTOS	-	-	-	0.0	0.0
ACTIVO NO CORRIENTE	242,740.0	229,000.0	215,260.0	222,130.0	208,390.0
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	242,740.0	229,000.0	215,260.0	222,130.0	208,390.0
TOTAL ACTIVO	259,402.5	245,666.3	231,813.5	238,716.5	225,099.5
PASIVO					
PASIVO CORRIENTE	2,651.0	3,017.8	3,083.8	2,973.2	3,445.1
DOCUMENTOS POR PAGAR	-	200.0	-	-	221.2
COMISIONES POR PAGAR	1.7	1.4	1.4	1.4	1.2
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	44.0	20.9	20.1	30.4	44.7
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	41.8	0.8	1.1	1.1	1.0
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	2,563.4	2,794.6	3,061.2	2,940.2	3,177.0
IMPUESTOS Y RETENCIONES POR PAGAR	-	-	-	0.0	0.0
PASIVO NO CORRIENTE	263,007.5	252,078.9	241,189.4	246,682.0	235,476.9
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	119,256.3	116,521.2	113,513.4	115,006.7	111,861.8
PARTICIPACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	-	-	-	-	-
INGRESOS DIFERIDOS	143,751.2	135,557.7	127,676.0	131,675.4	123,615.1
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	- 6,256.1	- 9,430.4	- 12,459.8	- 10,938.6	- 13,822.5
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	- 3,365.9	- 3,174.3	- 3,029.4	- 1,508.3	- 1,362.7
RESERVA DE EXCEDENTES ANTERIORES	- 2,890.1	- 6,256.1	- 9,430.4	- 9,430.4	- 12,459.8
TOTAL PASIVOS	259,402.5	245,666.3	231,813.4	238,716.5	225,099.5

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

ESTADO DE DETERMINACIÓN DE EXCEDENTES DEL FONDO (USD MILES)					
COMPONENTES	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	7,737.0	7,726.0	7,704.7	3,887.9	3,847.9
INGRESOS POR INVERSIONES	67.6	67.6	67.6	33.6	33.5
OTROS INGRESOS	9.4	8.9	-	-	-
TOTAL INGRESOS	7,814.0	7,802.4	7,772.3	3,921.4	3,881.4
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACIÓN	696.9	654.5	680.3	336.3	322.7
POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	635.4	16.5	20.7	10.3	297.4
POR TITULARIZADORA DE ACTIVOS	-	602.7	590.0	295.2	-
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	35.0	12.9	35.0	17.5	12.0
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	2.5	2.5	2.5	1.3	1.3
POR SERVICIOS DE VALUACIÓN	-	-	-	-	-
POR HONORARIOS PROFESIONALES	24.0	19.9	32.2	12.0	12.0
GASTOS FINANCIEROS	10,480.5	10,322.2	10,121.4	5,059.8	4,921.4
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	10,480.5	10,322.2	10,121.4	5,059.8	4,921.4
OTROS GASTOS	2.5	-	-	-	-
OTROS GASTOS	2.5	-	-	-	-
TOTAL GASTOS	11,179.9	10,976.7	10,801.7	5,396.1	5,244.1
EXCEDENTE (DÉFICIT) DEL EJERCICIO	- 3,365.9	- 3,174.3	- 3,029.4	- 1,474.7	- 1,362.7

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

FLUJOS POR CEDER POR EL MUNICIPIO AL FONDO DE TITULARIZACIÓN (EN USD MILES)

PERÍODO MENSUAL	CESIÓN
1-240	USD 1,145

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.