

FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR CERO CINCO – FTHVAMS05

Comité No.: 123/2026

Fecha de Comité: 28 de abril de 2026

Informe con estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2025

Antiguo Cuscatlán – El Salvador

Equipo de Análisis

Rebeca Bonilla

Adalberto Chávez

(503) 2266-9471

rbonilla@ratingspcr.com

achavez@ratingspcr.com

Calificación

AA

Significado de la Calificación

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.

A las categorías descritas se pueden asignar los signos más (+) o menos (-) para indicar su posición relativa dentro de la respectiva categoría.

Instrumento Calificado	Calificación actual	Calificación anterior	Fecha de comité
Valores de titularización	AA	AA	28 de abril de 2026
Perspectiva	Estable	Estable	

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 auditada al 31 de diciembre de 2025.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización, respaldada por los ingresos cedidos por la municipalidad mediante Órdenes Irrevocables de Pago (OIP) con CAESS y DELSUR, los cuales contribuyen a mantener niveles de cobertura adecuados para el cumplimiento de las obligaciones. Asimismo, se consideran los mecanismos legales, operativos y financieros establecidos en la estructura, los cuales fortalecen la seguridad de la emisión y favorecen su adecuado funcionamiento en el tiempo.

Resumen Ejecutivo

- La estructura del Fondo presenta adecuados mecanismos operativos para el cumplimiento de la emisión.** El originador transfiere oportunamente las cuotas de cesión a través de la cuenta colectora, mientras que la cuenta restringida mantiene el nivel mínimo de reservas equivalente a dos cuotas, conforme a lo establecido contractualmente. Asimismo, se cuenta con Órdenes Irrevocables de Pago (OIP) con AES El Salvador y DELSUR, cuyos flujos muestran un comportamiento consistente. En conjunto, la estructura evidencia una operación estable y alineada con lo previsto.
- El desempeño de los ingresos operacionales respalda la generación de flujos y la cobertura de la cesión.** A diciembre de 2025, la Alcaldía Municipal de San Salvador registró un crecimiento en sus ingresos operativos, impulsados por mayores ventas de bienes y servicios, y transferencias corrientes, lo que fortalece la base de ingresos recurrentes. En este contexto, la cobertura de la cesión se ubicó en 18.9 veces, evidenciando una amplia holgura para atender las obligaciones del Fondo y una baja presión de la cesión sobre la generación operativa.
- La municipalidad mantiene niveles moderados de endeudamiento, consistentes con su capacidad operativa.** A diciembre de 2025, los pasivos totales de la Alcaldía Municipal de San Salvador ascendieron a USD 283.5 millones, con una variación interanual de 1.9 %. En este contexto, el indicador de endeudamiento (pasivo/activo) se ubicó en 0.34 veces, mientras que el apalancamiento patrimonial alcanzó 0.5 veces, manteniéndose en niveles estables respecto al período previo. Este comportamiento refleja una estructura financiera equilibrada y una adecuada capacidad para atender sus obligaciones.
- La liquidez del originador se mantiene en niveles adecuados.** A diciembre de 2025, la Alcaldía Municipal de San Salvador registró un indicador de liquidez de 1.6 veces (diciembre 2024: 9.8 veces) y un capital de trabajo de USD 29.5 millones (diciembre 2024: USD 117.4 millones). La reducción interanual responde principalmente a ajustes en cuentas de corto plazo, asociados a la disminución de deudores monetarios y a la incorporación de acreedores monetarios que no se registraban en el período previo. A pesar de esta normalización, la entidad mantiene capacidad para atender sus obligaciones de corto plazo sin presiones relevantes.
- La municipalidad mantiene una eficiencia operativa adecuada.** A diciembre de 2025, la Alcaldía Municipal de San Salvador registró un crecimiento en los ingresos operacionales, acompañado de un incremento en los gastos operativos en línea con la ampliación de la actividad municipal. En este contexto, el indicador de eficiencia operativa se ubicó en 0.8 veces (diciembre 2024: 0.6 veces), reflejando una cobertura ajustada de los gastos operativos con ingresos recurrentes. El desempeño observado respalda la generación de flujos.

Factores Clave

Los factores que, de forma individual o conjunta, podrían impulsar una mejora en la calificación:

- Una eventual mejora en la calidad crediticia del Originador, junto con un aumento en la recaudación de impuestos que fortalezca la capacidad de pago, son factores que podrían contribuir a una revisión positiva de la clasificación de riesgo o modificaciones que robustezcan la estructura.

Los factores que, de forma individual o conjunta, podrían afectar negativamente la calificación incluyen:

- 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.

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-ANA-MET-NR-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 30 de octubre de 2025. 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.

Información utilizada para la calificación

PCR basó su análisis en los estados financieros auditados del Fondo de Titularización al 31 de diciembre de 2021-2025 y en los estados financieros preliminares de la Alcaldía de San Salvador a la misma fecha. Asimismo, utilizó información proporcionada por Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, incluyendo contratos, prospectos de emisión, modelo financiero, entre otros documentos relevantes.

Limitaciones para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:** No se encuentran limitaciones a la fecha de análisis.
- **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 relevantes

- La Alcaldía Municipal de San Salvador Centro fue clasificada en la categoría "B" por parte de la Dirección General de Contabilidad Gubernamental del Ministerio de Hacienda, con vigencia hasta el 31 de diciembre de 2025.

Panorama internacional

El panorama económico internacional en 2025 estuvo marcado por tensiones comerciales y geopolíticas que moldearon el crecimiento económico hasta alcanzar un 2.7 %, según datos del Banco Mundial. Este nivel de crecimiento estuvo ligeramente por encima de las estimaciones (2.4 %). Para 2026 se proyecta un crecimiento económico mundial de 2.6 %, similar al reportado en los últimos años, explicado por un panorama mixto entre efectos adversos por políticas arancelarias e incertidumbre geopolítica versus un contexto de condiciones de financiamiento favorables, en línea con la política monetaria más flexible.

Para América Latina, el Banco Mundial estima un crecimiento de 2.3 %, limitado en buena medida por restricciones comerciales aún significativas y con economías con demandas internas aún bajas que pueden llegar a contrarrestar el efecto positivo de una política monetaria más flexible y un acceso a financiamiento favorable. Otro riesgo previsible en el ámbito social es un endurecimiento de las políticas migratorias que frenen el flujo de remesas hacia países con dependencia mediana y alta de estos ingresos, en conjunto con efectos del cambio climático, específicamente el fenómeno de "La niña" que podría provocar sequías y afectar los niveles de producción principalmente en productos agropecuarios.

En el contexto de tasas de interés, tras la aplicación de una política monetaria prudente por parte de la Reserva Federal durante 2025, se prevé que en 2026 continúe una trayectoria moderada a la baja, hasta situarse en un rango de entre 3.0% y 3.25% hacia finales del año, condicionada a la evolución de la inflación en Estados Unidos y al desempeño del mercado laboral.

Desempeño económico

La economía de El Salvador registró un desempeño favorable en 2025 con un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del 3.9 %, según datos del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR). Desde el enfoque de la producción, la mayoría de las actividades económicas (15/19) registraron un crecimiento anual, sobresaliendo Construcción (24.4 %), Minas y canteras (8.7 %), Transporte (6.1 %) y Actividades financieras y de seguros (4.5 %). El crecimiento se fundamentó en la ejecución de proyectos de construcción, tanto del sector público como privado, aumento de la demanda de servicios de transporte de carga y de pasajeros, la buena dinámica del sistema financiero y del turismo que registró cifras récord que además promovieron la demanda de otros servicios complementarios.

En el panorama del sistema financiero y monetario se evidencia que la liquidez fue favorecida ante el aumento significativo de remesas y de depósitos. Las Reservas Internacionales Netas (RIN) registraron un crecimiento de 28.8 %; mientras que las reservas de liquidez de los bancos se reforzaron al pasar de representar el 11.8 % de los depósitos en noviembre de 2024 a 14.1 % al cierre de noviembre de 2025. Por otra parte, la Inflación se mantuvo en niveles controlados durante 2025, donde la variación en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) reflejó un comportamiento mixto con variaciones negativas durante 5 meses del año y cerrando con un crecimiento moderado de 0.91 % en diciembre como resultado principalmente de los rubros de restaurantes y hoteles, bebidas alcohólicas y tabaco, salud y alimentos y bebidas no alcohólicas. Los niveles inflacionarios se alinearon con las expectativas iniciales del Fondo Monetario Internacional (FMI), entidad que proyecta para 2026 una inflación cercana al 1.8%, consistente con una mayor dinámica de crecimiento económico.

En materia fiscal se materializan algunas mejoras y se mantienen perspectivas optimistas. De acuerdo con el marco de política fiscal acordado entre El Salvador y el FMI se proyecta una trayectoria de consolidación fiscal gradual en el mediano plazo. En este escenario base, el déficit fiscal se ubicaría alrededor de 3.0% del PIB en 2025, se reduciría adicionalmente en 2026 hasta un rango aproximado de 2.5%–2.8% del PIB, y continuaría disminuyendo en 2027 hacia niveles cercanos a 2.0%–2.3%. Esta senda refleja la implementación progresiva de medidas de ajuste fiscal, fortalecimiento de la recaudación y reformas estructurales, orientadas a mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas y colocar la deuda pública en una trayectoria descendente.

En el sector externo el país sigue enfrentando una balanza comercial deficitaria marcada por un crecimiento más acelerado de las importaciones (12.9 %) con respecto a las exportaciones (1.9 %). Por otra parte, las remesas representan un flujo significativo de divisas, dado que en 2025 marcaron un récord al presentar un crecimiento del 17.8 % interanual, favoreciendo el consumo interno y representando aproximadamente el 24 % del PIB.

Por otra parte, al cierre de 2025, el EMBI de El Salvador se ubicó en alrededor de 329 puntos básicos, lo que representó una reducción relevante frente al nivel observado al cierre de 2024, cercano a 388 puntos básicos. Esta disminución refleja una mejora en la percepción de riesgo soberano por parte de los inversionistas, asociada a una mayor estabilidad macroeconómica y a avances en la gestión fiscal y financiera del país. No obstante, pese a la compresión del spread, El Salvador continuó registrando el EMBI más elevado de Centroamérica, evidenciando la persistencia de riesgos estructurales.

Sector Municipalidades

Los gobiernos municipales en El Salvador constituyen un componente institucional clave para la implementación de políticas públicas a escala territorial y para la provisión directa de servicios públicos esenciales, desempeñando un rol clave en la articulación del desarrollo económico local. En un contexto de crecimiento poblacional moderado y concentración urbana, la demanda por servicios municipales mantiene una tendencia sostenida, lo que refuerza la relevancia dentro de la estructura del sector público.

En este marco, la implementación de la Ley Especial para la Reestructuración Municipal ha implicado una redefinición sustantiva de la organización político-administrativa del país, mediante la reducción de 262 a 44 municipios, proceso que continúa en fase de transición y consolidación. Esta reconfiguración institucional implica la integración administrativa, presupuestaria y patrimonial de los municipios preexistentes, lo que introduce ajustes relevantes tanto en la gestión financiera como en los criterios de registro y presentación de la información contable durante el periodo de homologación.

Desde el punto de vista operativo y financiero, la nueva estructura municipal plantea un entorno de mayor escala que podría favorecer eficiencias en la asignación de recursos y una gestión más integrada de los servicios públicos. No obstante, también conlleva la incorporación de activos, pasivos y compromisos contractuales provenientes de las entidades anteriores, lo que requiere una adecuada consolidación de los estados financieros y el cumplimiento de los lineamientos establecidos por la Dirección General de Contabilidad Gubernamental.

A nivel territorial, persisten diferencias en la dinámica económica entre municipios, donde jurisdicciones como San Salvador Centro, Santa Tecla Centro y Antiguo Cuscatlán concentran una mayor actividad comercial y de servicios, lo que incide positivamente en su capacidad de generación de ingresos propios. En contraste, otros municipios presentan una menor base económica, lo que puede reflejarse en distintas capacidades de ejecución presupuestaria dentro del nuevo esquema. Durante el periodo de transición analizado, la disponibilidad de información financiera y estadística homogénea continúa siendo limitada, lo que restringe la comparabilidad y el análisis detallado del desempeño agregado del sector. En este sentido, la evaluación del sector municipal se sustenta principalmente en la evolución del proceso de consolidación institucional y en la capacidad de los gobiernos locales para mantener la continuidad en la prestación de servicios públicos.

En opinión de PCR, el sector municipal se encuentra en una fase de ajuste estructural, en la que la integración operativa y financiera de los nuevos municipios será determinante para consolidar su funcionamiento bajo el nuevo modelo. No obstante, persiste un nivel de incertidumbre asociado a la limitada disponibilidad de información pública que permita verificar el grado de avance y cumplimiento de la reestructuración en cada uno de los municipios resultantes, lo que introduce riesgos en términos operativos, financieros y de transparencia. La adecuada armonización de los registros contables, junto con la estabilidad en los flujos operativos y el cumplimiento de las disposiciones normativas, constituirán variables determinantes para la evaluación operativa y financiera del sector en el mediano plazo.

Perfil de la titularizadora

Reseña y operaciones.

Hencorp Valores Ltda, Titularizadora (2008) pertenece al Grupo Hencorp y opera en El Salvador como entidad dedicada a estructurar, integrar y administrar procesos de titularización. Su actividad comprende la constitución de patrimonios autónomos, la coordinación con originadores, administradores y custodios, y el reporte periódico a inversionistas, conforme a la normativa del mercado de valores. La entidad se rige por políticas y procedimientos de gobierno, gestión de riesgos y cumplimiento acordes con la regulación aplicable, incluyendo requerimientos de aislamiento patrimonial y controles fiduciarios. A diciembre de 2025, las titularizaciones activas bajo su administración representaban 69.1% del saldo del mercado.

Estructura gerencial y gestión de riesgos.

Hencorp Valores opera con un gobierno corporativo formalizado: Junta Directiva, comités de apoyo y manuales que regulan la toma de decisiones y la conducta (incluye código de ética). La gestión integral de riesgos está documentada en un Manual alineado a la NPR-11 para entidades del mercado bursátil y se complementa con auditoría externa regulada y funciones de cumplimiento y auditoría separadas de la operación, en línea con las exigencias normativas aplicables.

Resultados financieros

Debido a la naturaleza del negocio, la evaluación del riesgo de liquidez de la titularizadora es prioritaria. Al cierre de diciembre de 2025, el ratio de prueba ácida se mantuvo estable, pasando de 2.88 veces a 2.9 veces. Este indicador confirma una capacidad sostenida para cubrir obligaciones de corto plazo sin variaciones significativas en su estructura de liquidez.

En cuanto al desempeño operativo, la gestión de ingresos y egresos permitió que la utilidad neta alcanzara los USD 3.28 millones, lo que representa un crecimiento interanual del 42.7%. Este incremento impulsó los indicadores de rentabilidad por encima de sus promedios históricos de los últimos 5 periodos: el ROA se situó en 43.5% (promedio: 40.3%) y el ROE en 66.7% (promedio: 60.6%). Estos resultados no solo reflejan una mayor eficiencia operativa, sino que fortalecen la resiliencia financiera de la entidad frente a posibles fluctuaciones del mercado.

El patrimonio de la titularizadora ascendió a USD 4.91 millones, registrando un aumento del 25.6% respecto a diciembre de 2024, impulsado principalmente por los resultados del ejercicio y el fortalecimiento de las reservas de capital. Este crecimiento consolida la solvencia de la institución y asegura un cumplimiento holgado del capital mínimo requerido por la normativa vigente para las sociedades titularizadoras de activos.

Estructura de la titularización

El Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Cinco (FTHVAMS 05) se constituye con el objetivo de titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros generados por el Municipio de San Salvador. En este sentido, la estructura se respalda en la cesión de ingresos municipales de diversa naturaleza, lo que les otorga un carácter amplio y relativamente diversificado a las fuentes de repago. Los ingresos titularizados comprenden impuestos, tasas, contribuciones y sanciones, así como intereses derivados de créditos municipales. Adicionalmente, incluyen recursos provenientes de la administración de servicios públicos, rentas de instituciones autónomas, dividendos, donaciones, contratos, ingresos por la explotación de bienes municipales, transferencias del FODES, empréstitos y venta de activos municipales, configurando un esquema de respaldo basado en múltiples flujos recurrentes y no recurrentes.

DATOS BÁSICOS DEL FONDO DE INVERSIÓN

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	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 2024, el municipio registra una población de 673,319 habitantes, equivalente al 11.16 % de la población nacional, con una densidad de 6,437 habitantes por km², una de las más altas del país.

El municipio forma parte del Área Metropolitana de San Salvador (AMSS), principal centro económico del país, donde se concentra la mayor actividad comercial y de servicios. De acuerdo con la EHPM 2025, el AMSS presenta una tasa de desocupación de 4.94 %, inferior al promedio nacional de 5.22 %. Estas condiciones favorecen la capacidad de generación de ingresos del municipio; no obstante, la elevada densidad poblacional implica mayores requerimientos de gasto, aspecto relevante en la evaluación de su sostenibilidad financiera.

Gobierno corporativo del Originador

La Alcaldía Municipal de San Salvador, en su rol de originador, presenta una gestión sustentada en una estructura organizativa estable y un marco normativo definido. La administración ha mostrado continuidad en sus políticas y una gestión fiscal consistente, reflejada en niveles adecuados de recaudación y control del gasto.

Análisis financiero del Originador

Resultados

A diciembre de 2025, la Alcaldía Municipal de San Salvador registró ingresos totales por USD 280.5 millones, reflejando una disminución interanual de 68.0 %, explicada principalmente por menores registros en ingresos por ajustes de ejercicios anteriores y en ingresos tributarios. No obstante, al aislar los ingresos operacionales, estos alcanzaron USD 260.8 millones, con un crecimiento de 22.4 %, impulsado por mayores ingresos por venta de bienes y servicios y por transferencias corrientes, lo que evidencia una evolución positiva en la generación de ingresos recurrentes.

En cuanto a los egresos, estos totalizaron USD 252.2 millones, con una reducción interanual de 68.6 %, asociada principalmente a menores gastos por ajustes y actualizaciones, así como a la disminución en costos de ventas y cargos calculados. Por su parte, los gastos operativos ascendieron a USD 221.9 millones, mostrando un incremento de 71.5 %, influenciado por mayores erogaciones en transferencias otorgadas, gasto en personal y adquisición de bienes y servicios, en línea con la ampliación operativa derivada del proceso de reestructuración municipal implementado desde mayo de 2024.

Como resultado, la entidad registró una utilidad neta de USD 28.3 millones (-62.3 %) y una utilidad operativa de USD 39.5 millones (-52.9 %), reflejando una menor generación de resultados en términos interanuales. Este comportamiento está influenciado por variaciones en cuentas asociadas a ajustes derivados del proceso de reestructuración, por lo que no necesariamente responde a un deterioro estructural del desempeño. En este contexto, el indicador de eficiencia operativa pasó de 0.6 a 0.8 veces, evidenciando una cobertura más ajustada de los gastos operativos mediante ingresos recurrentes. En adelante, la capacidad de sostener estos niveles dependerá de la consolidación de la estructura operativa bajo el nuevo esquema municipal y de la evolución de los ingresos operacionales en relación con el crecimiento del gasto.

Análisis del Balance General

Al cierre de diciembre de 2025, los activos de la Alcaldía Municipal de San Salvador totalizaron USD 820.0 millones, con una variación de 4.2 % respecto al año previo. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por el incremento en deudores financieros (+15.4 %) y anticipos de fondos (+8.4 %), compensado parcialmente por la reducción en deudores monetarios (-44.6 %).

Por su parte, los pasivos ascendieron a USD 283.5 millones, con un leve incremento interanual de 1.9 %, asociado a variaciones en obligaciones con acreedores financieros vinculadas a procesos administrativos para la adquisición de bienes y servicios necesarios para la operación municipal. En este contexto, el indicador de liquidez se ubicó en 1.6 veces (diciembre 2024: 9.8 veces), mientras que el capital de trabajo alcanzó USD 29.5 millones (diciembre 2024: USD 117.4 millones). La reducción observada en ambos indicadores responde principalmente a ajustes en cuentas de corto plazo, tanto por la disminución de deudores monetarios como por la incorporación de acreedores monetarios que no se registraban en el período previo. A pesar de esta normalización, la entidad mantiene una capacidad adecuada para atender sus obligaciones de corto plazo, sin evidenciar presiones de liquidez relevantes.

El patrimonio se situó en USD 536.6 millones (+5.5 %), impulsado por la acumulación de resultados de ejercicios anteriores. En términos de solvencia, el ratio de pasivo sobre activos se ubicó en 34.5 % (diciembre 2024: 35.3 %), mientras que el apalancamiento patrimonial alcanzó 52.8 % (diciembre 2024: 54.7 %), reflejando una estructura financiera estable y con niveles moderados de endeudamiento, acordes con la naturaleza operativa de la entidad.

Análisis del desempeño del fondo de titularización.

El fondo dio cumplimiento a lo establecido en el contrato de titularización, lo cual fue corroborado mediante la verificación del pago oportuno de las cuotas de cesión y la adecuada operatividad de las cuentas bancarias.

Cumplimiento del covenant financiero.

Durante la vigencia de la titularización, el originador debe cumplir con los ratios financieros establecidos en el contrato. A la fecha de análisis, estos indicadores, calculados con base en información preliminar de la titularizadora, muestran una posición estable y con holgura frente a los límites establecidos. El índice de endeudamiento municipal se ubicó en 0.92 veces (límite: 1.7 veces), en línea con el período previo, mientras que la eficiencia operativa se situó en 0.62 veces (límite: 1.0 vez), reflejando una adecuada cobertura de los gastos operativos. En conjunto, se evidencia el cumplimiento de los covenants financieros del fondo.

Cuentas Bancarias y orden irrevocable de pago.

Del análisis de las cuentas bancarias, se verificó que la cuenta colectora ha recibido oportunamente las cuotas de cesión, en cumplimiento con lo establecido en el contrato de titularización, evidenciando una adecuada administración de los flujos del fondo. Por su parte, la cuenta restringida mantiene un saldo equivalente a dos cuotas de cesión, conforme a lo estipulado contractualmente. Adicionalmente, la Alcaldía mantiene Órdenes Irrevocables de Pago (OIP) con AES El Salvador y DELSUR, cuyos flujos presentan un comportamiento consistente y alineado con la estructura de pago.

Desempeño de Flujos Cedidos y Cobertura del Fondo de Titularización.

Los niveles de cobertura del fondo se mantienen sólidos y por encima de lo proyectado. La Alcaldía Municipal de San Salvador cede flujos futuros para financiar USD 124.5 millones, bajo una estructura a veinte años, destinados principalmente a la reestructuración de pasivos. A la fecha de análisis, la cesión representa el 5.3 % de los ingresos operacionales, mientras que la cobertura de los flujos cedidos se ubicó en 18.9 veces, evidenciando una amplia capacidad para atender las obligaciones del fondo y una baja presión sobre la generación operativa. No obstante, la sostenibilidad de estos niveles dependerá de la estabilidad de los ingresos operacionales y del mantenimiento de la proporción de cesión.

INGRESOS TOTALES REALES Y PROYECTADOS

	INGRESOS REALES			INGRESOS PROYECTADOS			
	dic-24	dic-25	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
INGRESOS TOTALES	213,028	260,834	95,425	97,151	98,446	99,249	100,059
FLUJO POR CEDER	13,740	13,740	13,740	13,740	13,740	13,740	13,740
% DE INGRESOS CEDIDOS REALES	6.45%	5.27%	14.40%	14.14%	13.96%	13.84%	13.73%
COBERTURA	15.5	18.98	6.95	7.1	7.2	7.2	7.3

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

Estados Financieros no Auditados de la Alcaldía de San Salvador.

BALANCE GENERAL (USD MILES)					
Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Fondos	211,323	151,647	100,362	127,926	78,777
Disponibilidades	34,076	7,433	2,280	9,506	6,925
Anticipos de Fondos	4,218	9,758	11,446	11,782	12,774
Deudores Monetarios	173,030	134,456	86,637	106,637	59,078
Inversiones Financieras	219,491	286,093	360,453	538,374	618,740
Inversiones Permanentes	364	8,364	8,364	8,412	8,412
Inversiones en Préstamos, Largo Plazo	13	13	13	13	13
Deudores Financieros	215,713	274,223	348,546	520,086	600,221
Inversiones Intangibles	3,401	3,494	3,530	3,496	3,628
Inversiones en Existencias	997	785	200	2,825	3,803
Inversiones en Bienes de Uso	85,645	85,102	84,120	108,400	108,670
Bienes depreciables	32,771	32,133	31,151	40,726	40,997
Bienes no depreciables	52,874	52,969	52,969	67,674	67,674
Inversiones en Proyectos y Programas	5,954	5,546	5,789	9,220	10,055
Inversiones en bienes privados	4,596	4,662	5,247	7,203	7,408
Inversiones de uso Público y Desarrollo Social	1,358	883	542	2,018	2,646
Total Activos	523,411	529,173	550,924	786,746	820,046
Deuda Corriente	25,620	35,316	31,910	13,311	53,078
Depósitos de Terceros	6,448	8,070	9,304	13,311	20,288
Acreedores Monetarios	19,171	27,246	22,605	0	32,790
Endeudamiento Interno	152,407	155,311	154,785	170,748	161,632
Empréstitos del Gobierno Central	14,008	14,008	14,008	14,008	14,008
Empréstitos de Empresas Públicas Financieras	14,501	11,853	14,755	15,359	10,999
Empréstitos de Empresas Privadas Financieras	0	7,844	6,927	19,888	18,673
Obligaciones por Titularización	123,897	121,606	119,094	121,492	117,951
Acreedores Financieros	26,883	35,295	44,585	94,078	68,745
Total Pasivos	204,909	225,922	231,279	278,137	283,454
Patrimonio Instituciones Descentralizadas	0	0	0	41	41
Patrimonio Municipalidades	9,701	9,701	9,701	57,371	57,371
Donaciones y Legados de Bienes	40,225	40,225	40,225	40,488	40,502
Resultado Ejercicios Anteriores	101,231	131,705	165,398	294,150	368,979
Resultado Ejercicio Corriente	-1,033	0	0	0	0
Superávit por Revaluación	41,438	41,438	41,438	41,445	41,445
Detrimento Patrimonial	-56	-56	-58	-87	-87
Resultado Ejercicio	126,995	80,238	62,939	75,201	28,340
Total Patrimonio	318,501	303,252	319,644	508,609	536,592
Total Pasivo más Patrimonio	523,411	529,173	550,924	786,746	820,046

Fuente: Alcaldía de San Salvador Centro / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (USD MILES)					
Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos Operacionales	273,315	238,609	194,964	213,028	260,834
Ingresos tributarios	15,689	27,612	18,045	32,455	18,141
Ingresos por transferencias corrientes recibidas	80,144	102,423	97,911	106,859	125,820
Ingresos por transferencias de capital recibidas	11,866	10,399	6,737	3,270	9,852
Ingresos por venta de bienes y servicios	165,616	98,175	72,271	70,445	107,022
Costos y gastos Operacionales	135,195	142,297	121,105	129,012	221,326
Gastos de inversiones públicas	1,315	3,290	3,226	6,833	7,178
Gastos de personal	29,734	28,485	28,691	40,513	56,045
Gastos en bienes de consumo y servicios	23,297	31,997	25,539	27,946	37,541
Gastos de bienes capitalizables	2,513	3,396	2,938	1,978	2,551
Gastos de transferencias otorgadas	77,833	74,630	60,209	49,640	117,885
Costo de ventas y cargos calculados	504	499	501	2,101	126
Utilidad Operacional	138,120	96,313	73,859	84,016	39,508
Otros Ingresos	195,169	21,527	9,177	664,479	19,670
Ingresos Financieros y otros	119	358	770	370	1,337
Ingresos por actualizaciones y ajustes	195,050	21,169	8,408	664,109	18,333
Otros Gastos	206,294	37,602	20,097	673,294	30,838
Gastos financieros y otros	12,334	13,962	13,298	10,483	14,333
Gastos de actualizaciones y ajustes	193,960	23,640	6,799	662,811	16,505
Resultado Neto	126,995	80,238	62,939	75,201	28,340

Fuente: Alcaldía de San Salvador Centro / Elaboración: PCR

Estados Financieros Auditados FTHVAMS05.

BALANCE GENERAL					
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCorp VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR 05 (USD MILES)					
Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Activo corriente	18,704.6	16,662.5	16,666.3	16,553.4	16,615.4
Bancos	4,623.9	7,774.7	3,581.3	2,712.0	4,617.9
Activos en titularización	14,080.6	8,887.7	13,084.9	13,841.4	11,997.4
Activo no corriente	254,190.0	242,740.0	229,000.0	215,260.0	201,520.0
Activos en titularización largo plazo	254,190.0	242,740.0	229,000.0	215,260.0	201,520.0
Total activo	272,894.6	259,402.5	245,666.3	231,813.4	218,135.4
Pasivo					
Pasivo corriente	3,219.4	2,651.0	3,017.8	3,083.8	3,512.5
Documentos por pagar	744.1	-	200.0	-	157.9
Comisiones por pagar	1.7	1.7	1.4	1.4	1.2
Honorarios profesionales por pagar	39.0	44.0	20.9	20.1	26.9
Otras cuentas por pagar	60.4	41.8	0.8	1.1	1.2
Obligaciones por titularización de activos (corto plazo)	2,374.1	2,563.4	2,794.6	3,061.2	3,325.2
Pasivo no corriente	272,565.3	263,007.5	252,078.9	241,189.4	229,855.9
Obligaciones por titularización de activos (largo plazo)	121,754.9	119,256.3	116,521.2	113,513.4	110,219.0
Ingresos diferidos	150,810.4	143,751.2	135,557.7	127,676.0	119,637.0
Excedente acumulado del fondo de titularización	- 2,890.1	- 6,256.1	- 9,430.4	- 12,459.8	- 15,233.1
Excedentes del ejercicio	-	- 3,365.9	-	- 3,029.4	-
Reserva de excedentes anteriores	-	-	-	-	-
Total Pasivos	272,894.6	259,402.5	245,666.3	231,813.4	218,135.4

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

ESTADO DE RESULTADOS					
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCorp VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR 05 (USD MILES)					
Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos de operación y administración	2,587.8	7,737.0	7,726.0	7,704.7	7,688.1
Ingresos por inversiones	22.8	67.6	67.6	67.6	67.6
Otros ingresos	-	9.4	8.9	-	-
Total ingresos	2,610.6	7,814.0	7,802.4	7,772.3	7,755.6
Gastos de administración y operación	1,688.2	696.9	654.5	680.3	646.4
Por administración y custodia	1,532.0	635.4	16.5	20.7	20.6
Por titularizadora de activos	-	-	602.7	590.0	575.3
Por clasificación de riesgo	61.7	35.0	12.9	35.0	24.0
Por auditoría externa y fiscal	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Por servicios de valuación	10.0	-	-	-	-
Por honorarios profesionales	82.0	24.0	19.9	32.2	24.0
Gastos financieros	3,451.0	10,480.5	10,322.2	10,121.4	9,882.5
Intereses valores titularización	3,451.0	10,480.5	10,322.2	10,121.4	9,882.5
Otros Gastos	361.6	2.5	-	-	-
Otros gastos	361.6	2.5	-	-	-
Total gastos	5,500.7	11,179.9	10,976.7	10,801.7	10,528.9
Excedente (déficit) del ejercicio	- 2,890.1	- 3,365.9	- 3,174.3	- 3,029.4	- 2,773.3

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

FLUJOS POR CEDER DEL FTHVAMS05	
CUOTA	CESIÓN
1-240	1,145,000

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.