

# FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES AES CERO UNO VTHVAES01

Comité No.: 144/226

Fecha de Comité: 30 de abril de 2026

Informe sobre estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2025

Antiguo Cuscatlán – El Salvador

## Equipo de Análisis

Luis Echeverría

Adalberto Chávez

(503) 2266-9471

lecheverria@ratingspcr.com

achavez@ratingspcr.com

### Calificación

# AAA

### Significado De La Calificación

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 pertenecen 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	AAA	AAA	30 de abril de 2026
Perspectiva	Estable	Estable	

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos PACIFIC CREDIT RATING S. A. 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 del mismo; ni estabilidad de su precio."

### Racionalidad

En comité de clasificación de riesgo, Pacific Credit Rating (PCR) decidió mantener la clasificación de "AAA", con una perspectiva "Estable" a los **Valores de Titularización del Fondo de Titularización Hencorp Valores AES Cero Uno**, con información auditada al 31 de diciembre de 2025.

La clasificación se fundamenta en la elevada capacidad de pago del Fondo, sustentada en los derechos sobre los flujos de ingresos provenientes de las empresas originadoras, los cuales permiten mantener una holgada cobertura de cesión. Asimismo, se valoran positivamente los adecuados niveles de solvencia y liquidez que presentan las originadoras, junto con una rentabilidad sólida y sostenida, respaldada por la alta predictibilidad de los ingresos. Finalmente, se consideran los respaldos legales y financieros incorporados en la estructura de la emisión, los cuales contribuyen a fortalecer el perfil de riesgo del Fondo.

### Resumen Ejecutivo

- Operaciones en un sector estratégico y con un perfil de riesgo bajo.** AES El Salvador desarrolla sus operaciones en el segmento de distribución de energía eléctrica, sector caracterizado por tener un perfil de riesgo bajo, dada su alta relevancia económica, además de la estabilidad y predictibilidad de sus ingresos. A través de cuatro empresas distribuidoras, la entidad atiende aproximadamente el 71% del mercado nacional, con una concentración relevante en los segmentos residencial e industrial. No obstante, para el objeto del análisis, se contempla únicamente la participación de tres distribuidoras: CAESS, CLESA y EEO.
- Niveles de rentabilidad sobresalientes.** A cierre de diciembre de 2025, las compañías registraron una contracción interanual tanto en la utilidad neta, como en el margen financiero, reflejando una moderación de la rentabilidad, pero en línea con el promedio de los últimos cinco años. Asimismo, los indicadores de rentabilidad, medidos a través del ROA (6.34%) y el ROE (20.5%) mostraron disminuciones respecto a diciembre de 2024, pero se ubicaron en línea con el promedio histórico observado, evidenciando una rentabilidad destacada y sostenida.
- Coberturas financieras adecuadas.** Al cierre de diciembre de 2025, las compañías registraron una contracción interanual del EBITDA de 7.2%, asociada a una menor utilidad del ejercicio. No obstante, el nivel absoluto de EBITDA continúa siendo suficiente para respaldar la estructura de deuda vigente. Asimismo, se observó una disminución en las coberturas EBITDA sobre intereses pagados, la cual se ubicó en 2.75 veces al cierre de diciembre de 2025 (5.0 diciembre 2024). Este desempeño se explica principalmente por una reestructuración de deuda, como parte de la estrategia de fondeo de la entidad.
- Niveles de Liquidez adecuados.** En opinión de PCR, AES ha mantenido niveles de liquidez razonables, que le permiten atender obligaciones a corto plazo, respaldados por un capital de trabajo positivo. La liquidez corriente se ubicó en 1.4 veces, mejorando lo registrado en diciembre de 2024 (1.3 veces) y ubicándose por encima del promedio observado en los últimos periodos (1.2 veces), permitiéndole además tener una posición financiera sólida.
- Posición de solvencia y apalancamiento adecuada.** Al cierre de diciembre de 2025, se observó una reducción en el indicador de solvencia (patrimonio sobre activos), lo que refleja una mayor dependencia relativa de pasivos dentro de la estructura de capitalización de la entidad. En línea con ello, el apalancamiento se situó en 2.6 veces, ubicándose por encima del registrado en 2024 (1.8 veces) y superior al promedio de los últimos periodos (2.2 veces). No obstante, AES mantiene una posición de solvencia adecuada, consistente con la naturaleza de sus operaciones y con la estructura financiera de las empresas que la conforman.

## Factores Clave

- **Factores que, de forma individual o conjunta, podrían impulsar una mejora en la calificación.** No aplica. El fondo cuenta con la clasificación más alta.
- **Factores que, de manera individual o conjunta, podrían afectar negativamente la clasificación:** Un deterioro en la calidad crediticia de los originadores, así como una disminución significativa en su capacidad de generación de ingresos, que comprometa la estabilidad de los flujos cedidos para la adecuada cobertura de las obligaciones del fondo. Asimismo, incumplimientos de los resguardos operativos, financieros y legales establecidos en el contrato de titularización

## Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología de calificación de riesgo para fondos de titularizaciones de inmuebles (PCR-SV-ANA-MET-NR-082, El Salvador) y la Metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (PCR-SV-ANA-MET-NR-012, El Salvador), vigentes desde el 30 de octubre de 2025. Normalizadas bajo los lineamientos del Art.8 y 9 de la "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 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, correspondiente a los periodos 2024-2025, además de los estados financieros combinados internos no auditados al 31 de diciembre de 2024 y 2025. También se consideraron los estados financieros auditados y comparativos del fondo de los años 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.

## Limitaciones para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:** No se identificaron restricciones o limitaciones durante el período analizado.
- **Limitaciones potenciales:** La volatilidad en los precios de mercado de la energía, así como la ocurrencia de eventos asociados al cambio climático que puedan afectar la generación o la demanda de energía.

## Hechos de importancia

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

## 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.

## Análisis del Sector Energético.

Al cierre de 2025, el sector eléctrico salvadoreño mantiene una dinámica operativa estable, registrando una inyección nacional transada de 7,454.0 GWh, lo que representa un crecimiento interanual de 1.6 %. Este comportamiento estuvo respaldado principalmente por el mayor aporte de la generación a partir de gas natural, con un incremento de 99.9 GWh, seguido por la energía solar (+70.2 GWh) y la eólica (+26.5 GWh). En contraste, la generación térmica tradicional y la hidroeléctrica mostraron una contracción, sin que ello tuviera un impacto material sobre el volumen total de energía transada. El crecimiento moderado de la inyección nacional transada, sostenido por mayores aportes de gas natural y fuentes renovables no convencionales, confirma un desempeño operativo estable del sistema eléctrico, con capacidad suficiente para absorber ajustes en la composición de la generación sin afectar el volumen total de energía transada.

En términos de matriz productiva, la generación a partir de gas natural se posicionó como la principal fuente, concentrando el 29.2 % de la producción total, seguida por la hidroeléctrica (27.5 %) y la geotérmica (19.1 %). En conjunto, estas cifras reflejan un esquema diversificado y balanceado, consistente con una transición energética progresiva y con una dependencia acotada de fuentes térmicas tradicionales.

De acuerdo con la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET), a octubre de 2025 el país registra una capacidad instalada total aproximada de 3,101.2 MW. Asimismo, según información de la Unidad de Transacciones (UT), al cierre de 2024 el 63 % de la energía generada en El Salvador provino de fuentes renovables, destacando el crecimiento sostenido de la generación geotérmica, solar, biomasa y eólica. En el ámbito regional, las importaciones de energía presentaron una contracción interanual de 11.6 % (24.3 GWh), mientras que las exportaciones aumentaron 12.1 % (30.6 GWh), reflejando una menor dependencia del mercado regional y una adecuada capacidad del sistema para atender la demanda local. El nivel de capacidad instalada, junto con la elevada participación de energías renovables y un balance comercial regional favorable, evidencia una posición estructural sólida del sistema eléctrico.

La configuración contractual del mercado eléctrico, junto con un esquema de formación de precios basado en costos marginales y el aprovechamiento de la integración regional, ha permitido mantener señales de precios estables y predecibles, contribuyendo a la sostenibilidad operativa del sector y a una menor exposición a volatilidad de costos. La estructura del mercado eléctrico se sustenta en contratos bilaterales, contratos de largo plazo y procesos de licitación pública, lo que contribuye a mayor estabilidad y previsibilidad en los costos del sector.

En el mercado mayorista, los precios se forman con base en los costos marginales de generación, condicionados por las dinámicas de oferta y demanda. A diciembre de 2025, el precio promedio del mercado mayorista se ubicó en USD 87.88 por MWh, lo que representa una reducción interanual de 5.5 %, en línea con un entorno de costos más estable. Adicionalmente, la integración regional del sistema eléctrico permite a El Salvador fortalecer la estabilidad operativa del sistema y optimizar costos a través del intercambio regional de energía.

La distribución eléctrica en El Salvador, operada por ocho empresas bajo un marco regulatorio consolidado, ha permitido mantener estabilidad tarifaria y estándares adecuados de calidad del servicio, complementados por subsidios focalizados para hogares de menores ingresos. En línea con la Política Energética Nacional 2020–2050, el país avanza en el fortalecimiento de la seguridad energética y la transición hacia fuentes renovables, respaldado por financiamiento multilateral.

El entorno regulatorio y macroeconómico ofrece condiciones favorables para la inversión en generación renovable, almacenamiento energético y modernización de redes de distribución, así como en electrificación rural y eficiencia energética. Si bien persisten desafíos asociados a la flexibilidad del sistema y a la gestión de la variabilidad de las fuentes renovables, el sector eléctrico salvadoreño continúa presentando oportunidades estratégicas para inversiones en infraestructura resiliente y sostenible, bajo un esquema de previsibilidad regulatoria y estabilidad operativa.

No obstante, hacia adelante el sector podría enfrentar presiones derivadas de factores externos, particularmente ante un eventual incremento en los precios internacionales del petróleo asociado a tensiones geopolíticas, lo que podría incidir en los costos de generación térmica y de gas natural. Asimismo, la posible transición hacia condiciones del fenómeno de “El Niño” podrían reducir la disponibilidad de recursos hídricos, afectando la generación hidroeléctrica y aumentando la dependencia de fuentes térmicas. En este contexto, la evolución de los precios de los combustibles y la variabilidad climática se perfilan como factores clave a monitorear por su potencial impacto en los costos de generación y en la dinámica de precios del mercado eléctrico

## **Análisis de la Titularizadora**

### **Reseña**

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 2.8 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.

## **Resumen de la estructura de titularización**

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

### **DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN**

<b>Fondo de Titularización:</b>	Fondo de Titularización Hencorp Valores AES Cero Uno (FTHVAES01).
<b>Originador</b>	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
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta USD 314,170,000.00
<b>Plazo de la Emisión</b>	El plazo será establecido en el aviso de colocación de cada tramo
<b>Respaldo de la Emisión:</b>	El pago de los valores de titularización está respaldado por el patrimonio del fondo de titularización
<b>Destino de los fondos:</b>	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 porciones: 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 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.

### **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 km<sup>2</sup>, 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.

### **AES CLESA y Cía., S.A de C.V**

Fundada en 1982, 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 km<sup>2</sup> 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 km<sup>2</sup>

### **Gobierno Corporativo**

PCR considera que AES El Salvador cuenta con un gobierno calificado y sólido, sustentado en una junta directiva y un equipo de alta gerencia con amplia trayectoria y experiencia en el sector energético. Esta estructura favorece una gestión eficiente, y la adopción de decisiones estratégicas en línea con las mejores prácticas de transparencia y sostenibilidad. Asimismo, AES El Salvador desarrolla e implementa iniciativas orientadas a la sostenibilidad ambiental y al desarrollo comunitario, en línea con su modelo de negocios. 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 incluso para mujeres salvadoreñas.

### **Análisis de Resultados.**

Al cierre de diciembre de 2025, AES El Salvador registró ingresos por USD 1,071.3 millones, que representaron un crecimiento interanual de 4.8%, ubicándose por encima del promedio anual compuesto de los últimos cinco años (8.2%). Este desempeño fue impulsado principalmente por el dinamismo en las ventas de energía, con una mayor contribución del segmento residencial, que representó el 42.8% de los ingresos totales, seguido por el segmento industrial con un 23.2%, el comercio con un 17.0% y las ventas al sector gubernamental con un 12.0%. Este desempeño estuvo respaldado por una estructura tarifaria diversificada y segmentada por tipo de demanda, nivel de tensión y modalidad de consumo, acompañado además por la expansión de la demanda en los distintos segmentos atendidos, permitiendo la estabilidad y previsibilidad de los flujos operativos.

Asimismo, los ingresos generados en cada segmento se situaron por encima de sus promedios en los últimos cinco períodos (2020 – 2024), favorecidos principalmente por un entorno de expansión económica, mayores inversiones en infraestructura eléctrica y mejoras sostenidas en la cobertura de la red de distribución.

Los costos operativos asociados a la compra de energía registraron un crecimiento de 9.1%, equivalente a USD 64.9 millones, ubicándose además por encima del promedio observado en los últimos períodos (diciembre 2020 – 2024: USD 604 Millones). A pesar de la volatilidad generada en los costos, la compañía mantiene un margen bruto de 27.4% a diciembre de 2025, relativamente estable con relación al promedio de los últimos períodos (29.4%). Por su parte, los gastos operativos presentaron un incremento interanual de 1.2%, equivalente a USD 1.9 millones, influenciado principalmente por mayores cargos de depreciación y amortización, que tuvieron un incremento del 12.7% equivalente a USD 4.6 millones. En particular, la depreciación de la propiedad, planta y equipo tuvo un crecimiento interanual del 4.0%, mientras que la amortización de activos intangibles, principalmente software y licencias, incrementó de USD 84.1 a USD 90.6 millones. Adicionalmente, se registraron mayores costos asociados a arrendamientos de inmuebles y equipo eléctrico de distribución.

Los gastos operativos registraron un crecimiento interanual de 1.2% (USD 1.9 millones) al cierre de diciembre de 2025, lo que se tradujo en un margen de eficiencia operativa sobre ingresos de 15.1%, ubicándose por debajo del 15.6% observado en diciembre de 2024, y del promedio registrado en los últimos períodos (diciembre 2020 – 2024: 17.7%), reflejando una gestión adecuada de las compañías sobre los gastos operativos y destacando la robustez de su capacidad de generar ingresos. En cuanto a la rentabilidad, la utilidad neta presentó una contracción de 21.9% (USD 19.7 millones) respecto a diciembre de 2024, lo que redujo el margen neto de 8.8% a 6.6%. No obstante, este nivel se mantiene por encima del promedio observado en los últimos períodos (6.4% entre diciembre 2020 – 2024). En este contexto, la entidad continúa registrando resultados adecuados y sólidos, consistentes con la naturaleza de su actividad económica y con el esquema de fijación de precios vigente.

Al cierre de diciembre de 2025, AES mantiene niveles de coberturas adecuados, reflejando una posición sólida para atender sus obligaciones financieras. El EBITDA se situó en USD 173.5 millones, registrando una disminución interanual de 7.2% (USD 13.4 millones) en línea con la contracción observada en la utilidad del ejercicio. Si bien esta reducción evidencia una menor generación operativa de recursos, el nivel absoluto del EBITDA continúa siendo adecuado en relación con la estructura de deuda vigente.

En este contexto, la razón de cobertura EBITDA sobre los intereses financieros se ubicó en 2.7 veces, por debajo del registrado en diciembre de 2024 (5.0 veces) e inferior al promedio registrado en los últimos períodos (diciembre 2020 – 2024: 4.5 veces), resultado generado principalmente por un crecimiento en los intereses pagados y la disminución interanual del EBITDA. De igual forma, la cobertura del EBITDA sobre el servicio total de la deuda se situó en 0.50 veces, por debajo de lo registrado en diciembre de 2024 (1.6 veces) y del promedio de los últimos períodos (diciembre 2020 – 2024: 1.4 veces). Esta dinámica se explica principalmente por la reestructuración de la deuda que la entidad ha venido teniendo en los últimos períodos. Se espera que este comportamiento se normalice en los siguientes ejercicios.

### **Riesgo de Liquidez.**

En opinión de PCR, AES ha mantenido niveles de liquidez adecuados para atender sus obligaciones de corto plazo, respaldados por un capital de trabajo positivo que ha evidenciado una tendencia creciente en los últimos períodos. Al cierre de diciembre de 2025, la liquidez corriente se situó en 1.4 veces, registrando una mejora respecto a diciembre de 2024 (1.3 veces) y colocándose por encima del promedio observado en los últimos períodos (diciembre 2020 – 2024: 1.2 veces), lo que refleja una posición financiera sólida. Por su parte, el capital de trabajo ascendió a USD 105.9 millones, registrando un incremento interanual de 53.6% (USD 36.9 millones) y ubicándose holgadamente por encima del promedio histórico (USD 49.2 millones) lo que refuerza la capacidad operativa de la entidad para gestionar sus compromisos de corto plazo.

En cuanto al perfil de financiamiento, la entidad continúa utilizando préstamos bancarios como principal fuente de fondeo, los cuales representaron un 61.9% del total de los pasivos a diciembre de 2025 (diciembre 2024: 53.4%).

### Riesgo de Solvencia.

AES ha mantenido históricamente una posición de solvencia adecuada, consistente con la naturaleza de sus operaciones y con la estructura financiera de las empresas que la conforman. Su actividad principal, enfocada en la distribución de energía, se encuentra respaldada por una estructura de capital equilibrada que combina de manera eficiente recursos patrimoniales y deuda, permitiéndole que una proporción de los activos sea financiada con recursos propios.

Al cierre de diciembre de 2025, en términos de solvencia, el indicador de patrimonio sobre Activos se situó en 27.4%, nivel inferior al registrado en diciembre de 2024 (35.8%) y al promedio observado en los últimos periodos (diciembre 2020 – 2024: 31.2%). Esta variación refleja una mayor dependencia relativa de pasivos dentro de la estructura de capitalización de la entidad. En cuanto al endeudamiento, AES mantiene un perfil conservador, cuyo indicador se situó en 0.7 veces, ubicándose por encima de lo registrado en diciembre de 2024 (0.6 veces) aunque en línea con el promedio histórico observado (0.7 veces) lo que refleja una estructura financiera estable.

Respecto al apalancamiento, este se situó en 2.6 veces al cierre de diciembre de 2025, nivel superior al registrado en diciembre de 2024 (1.8 veces) y al promedio histórico (2.2 veces). Por su parte, la razón de deuda financiera sobre EBITDA se ubicó en 2.8 veces, incrementándose frente a diciembre de 2024 (2.0 veces). Es importante destacar que este indicador se mantiene ligeramente por debajo del promedio histórico de la entidad (2.9 veces), aunque en rangos normales y controlados.

### Desempeño del Originador sobre la Titularización

A diciembre 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 respecto a la cesión continúan siendo holgadas y consistentes con las proyecciones. Asimismo, la compañía cumple satisfactoriamente con los resguardos financieros previstos en el contrato del fondo.

#### PROYECCIÓN DE INGRESOS Y CESIÓN DE FTHVAES01 (USD MILLONES)

Componente	Real		Proyectado					
	dic-24	dic-25	dic-25	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos por venta de energía	975.0	1034.1	1015.7	1,015.7	1,047.6	1,080.6	1,114.5	1,149.6
EBITDA	186.9	173.5	111.6	111.62	115.21	118.91	122.73	126.67
Cesión anual	11.9	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
Cobertura de ingresos (veces)	81.7	85.2	83.6	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	15.7	14.3	9.2	9.2	9.5	9.8	10.1	10.4

### Cumplimiento de Resguardos Financieros.

**Razón de cesión de flujos a ingresos totales de AES:** De acuerdo con lo establecido en los contratos de titularización, AES se encuentra facultada para comprometer hasta el cincuenta por ciento (50%) de sus ingresos anuales como respaldo al servicio de la deuda. Al cierre de diciembre de 2025, y con base a la información proporcionada por la Titularizadora, dicho servicio representó únicamente el 1.5% de los ingresos totales, lo que evidencia una holgada capacidad de pago.

**Estados Financieros no auditados de AES Combinados**

<b>Balance General (USD Miles)</b>					
<b>COMPONENTE</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>dic-24</b>	<b>dic-25</b>
<b>Activos corrientes</b>	<b>269</b>	<b>273</b>	<b>306</b>	<b>328</b>	<b>353</b>
Efectivo y equivalentes de efectivo	38	39	27	41	59
Cuentas por cobrar	99	89	103	118	132
Otras cuentas por cobrar	88	90	134	123	120
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	37	48	38	39	41
Préstamos por cobrar a partes relacionadas	-	-	-	1	0
Otros activos corrientes	7	7	4	6	2
<b>Activos no corrientes</b>	<b>607</b>	<b>663</b>	<b>696</b>	<b>780</b>	<b>749</b>
Inversiones en acciones y asociadas	0	0	0	0	0.0
Cuentas por cobrar a largo plazo	14	13	10	8	6.9
Efectivo restringido por litigios	-	-	1	-	0.0
Préstamos por cobrar a partes relacionadas	190	190	188	188	188.5
Propiedad, planta y equipo	375	420	445	469	475.0
Activos intangibles	15	29	37	55	56.2
Activos por derecho de uso	7	7	11	17	18.2
Plusvalía comprada	4	4	4	4	3.7
Activos prepagados	2	0	0	0	0.2
Fondo transitorio de liquidación a largo plazo	-	-	-	39	-
<b>Total Activos</b>	<b>876</b>	<b>936</b>	<b>1,002</b>	<b>1,107</b>	<b>1,101</b>
<b>Pasivos corrientes</b>	<b>213</b>	<b>235</b>	<b>262</b>	<b>259</b>	<b>247</b>
Cuentas por pagar por compra de energía	101	86	114	109	111
Otras Cuentas por pagar	59	66	59	66	63
Otras obligaciones laborales	5	6	7	6	6
Dividendos por pagar	3	17	2	3	4
Cuentas por pagar a partes relacionadas	3	4	3	3	5
Impuesto sobre la renta por pagar	-	0	-	-	-
Préstamos bancarios	30	38	61	52	31
Pasivos contractuales	1	3	5	2	23
Pasivos por arrendamiento	1	1	1	1	3
Ingreso diferido	-	-	-	-	1
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>423</b>	<b>411</b>	<b>405</b>	<b>452</b>	<b>552</b>
Préstamos a largo plazo y bancarios	352	339	322	328	472
Pasivos por arrendamiento a largo plazo	6	6	8	14	16
Cuentas por pagar a largo plazo	4	4	3	3	3
Pasivo por beneficio a empleados	32	29	30	30	27
Provisión por impuesto sobre la renta no corriente	2	1	1	-	0
Impuesto sobre la renta diferido	27	32	42	51	35
Cuentas por pagar a proveedores de energía	-	-	-	28	0
<b>Total Pasivos</b>	<b>636</b>	<b>646</b>	<b>668</b>	<b>711</b>	<b>799</b>
<b>Patrimonio atribuible a los accionistas de la controladora</b>	<b>240</b>	<b>289</b>	<b>333</b>	<b>396</b>	<b>302</b>
Capital social	104	104	104	104	104
Utilidades retenidas	59	96	142	207	114
Reserva legal	22	22	22	22	22
Otros componentes del patrimonio	54	67	65	63	62
<b>Participación no controladoras</b>	<b>-</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>240</b>	<b>289</b>	<b>334</b>	<b>397</b>	<b>302</b>
<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>876</b>	<b>936</b>	<b>1002</b>	<b>1107</b>	<b>1101</b>

Fuente: AES El Salvador/ Elaboración: PCR

<b>Estado de Resultado (USD Miles)</b>					
<b>Componente</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>dic-24</b>	<b>dic-25</b>
<b>Ingresos operacionales</b>	<b>781</b>	<b>895</b>	<b>924</b>	<b>1023</b>	<b>1071</b>
Servicios por distribución de energía	749	854	879	975	1034
Otros ingresos operacionales	33	41	46	48	37
<b>Costos de operación por compra de energía</b>	<b>557</b>	<b>653</b>	<b>642</b>	<b>713</b>	<b>777</b>
Utilidad Bruta	224	242	282	310	294
<b>Gastos de operación</b>	<b>140</b>	<b>149</b>	<b>158</b>	<b>160</b>	<b>162</b>
Gastos de personal	37	40	43	43	43
Gastos de operación y mantenimiento	67	70	75	76	75
Depreciación y amortización	31	32	35	37	41
Honorarios por transferencia de tecnología	4	5	5	4	3
Otros ingresos y gastos netos	1	2	1	0	0
<b>Utilidad operativa</b>	<b>84</b>	<b>94</b>	<b>124</b>	<b>150</b>	<b>132</b>
Gastos financieros netos	-12	-18	-21	-20	-27
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>71</b>	<b>76</b>	<b>103</b>	<b>130</b>	<b>105</b>
Impuesto sobre la renta	-29	-26	-33	-40	-35
<b>Utilidad del período</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>71</b>	<b>90</b>	<b>70</b>

Fuente: AES El Salvador/ Elaboración: PCR

Componente	INDICADORES				
	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
<b>Liquidez</b>					
Liquidez corriente	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
Capital de trabajo neto (US\$ Millones)	56.4	38.1	43.1	69	105.94
<b>Rentabilidad</b>					
Margen neto	5.40%	5.60%	7.60%	8.80%	6.6%
ROE anualizado	17.90%	19.00%	22.60%	24.60%	20.6%
ROA anualizado	5.10%	5.50%	7.30%	8.50%	6.3%
EBITDA	114.9	125.5	158.6	186.9	173.5
<b>Eficiencia</b>					
Eficiencia Operativa	18.00%	16.60%	17.10%	15.60%	15.10%
<b>Solvencia</b>					
Endeudamiento	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
Apalancamiento patrimonial	2.6	2.2	2	1.8	2.6
Deuda Financiera/ EBITDA	3.3	3	2.4	2	2.8
Patrimonio / activos	27.40%	30.90%	33.30%	35.80%	27.40%
<b>Coberturas</b>					
Cobertura EBITDA/ pago de intereses	4.1	3.9	4.6	5	2.7
Cobertura EBITDA/ servicio de deuda	1.6	0.2	1.3	1.6	0.5

Fuente: AES El Salvador/ Elaboración: PCR

### Estados Financieros auditados FTHVAES01

Balance del Fondo de Titularización (USD Miles)				
COMPONENTE	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>7,772</b>	<b>12,829</b>	<b>11,920</b>	<b>11,937</b>
BANCOS	73	1,102	88	104
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	7,699	11,727	11,832	11,833
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>685,316</b>	<b>670,765</b>	<b>658,732</b>	<b>646,589</b>
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	685,316	670,765	658,732	646,589
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>693,088</b>	<b>683,595</b>	<b>670,652</b>	<b>658,525</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>221,637</b>	<b>175,870</b>	<b>169,704</b>	<b>169,720</b>
DOCUMENTOS POR PAGAR	221,420	175,105	169,390	169,390
COMISIONES POR PAGAR	1	2	1	1
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	13	10	21	39
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	59	58	58	56
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS (CORTO PLAZO)	144	696	233	234
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>469,331</b>	<b>491,815</b>	<b>500,948</b>	<b>445,634</b>
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS (LARGO PLAZO)	94,048	141,998	146,748	146,748
INGRESOS DIFERIDOS	375,283	349,817	324,351	298,886
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	2,120	15,909	29,849	43,170
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	-	2,120	15,909	29,848
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	2,120	13,789	13,940	1,332
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>693,088</b>	<b>683,595</b>	<b>670,652</b>	<b>658,525</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>693,088</b>	<b>683,595</b>	<b>670,652</b>	<b>658,525</b>

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

Estado de Excedente de Fondos (USD Miles)				
COMPONENTE	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	4,733	25,442	25,440	25,438
OTROS INGRESOS	-	4	-	-
<b>TOTAL DE INGRESOS</b>	<b>4,733</b>	<b>25,446</b>	<b>25,440</b>	<b>25,438</b>
GASTOS POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	708	457	136	152
GASTOS POR CLASIFICACIÓN DE RIESGOS	54	35	35	89
GASTOS POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	3	3	3	35
GASTOS POR HONORARIOS PROFESIONALES	79	25	25	2
<b>TOTAL DE GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACIÓN</b>	<b>844</b>	<b>520</b>	<b>199</b>	<b>25</b>
GASTOS FINANCIEROS (INTERESES VALORES DE TITULARIZACIÓN)	1,288	10,898	11,288	11,964
OTROS GASTOS	482	238	14	-
<b>TOTAL DE EGRESOS Y GASTOS</b>	<b>2,613</b>	<b>11,656</b>	<b>11,501</b>	<b>12,116</b>
<b>EXCEDENTE/DÉFICIT DEL EJERCICIO</b>	<b>2,120</b>	<b>13,789</b>	<b>13,940</b>	<b>13,322</b>

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.