

FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES AES CERO UNO VTHVAES01

Comité No. 112/2025						
Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2024				Fecha de comité: 29 de abril de 2025		
Periodicidad de actualización: Semestral				Originador perteneciente al sector de eléctrico El Salvador		
Equipo de Análisis						
Milagro Barraza mbarraza@ratingspccr.com		Adrián Pérez aperez@ratingspccr.com		(503) 2266-9471		
HISTORIAL DE CLASIFICACIONES						
Fecha de información	jun-21	dic-22	jun-23	dic-23	jun-24	dic-24
Fecha de comité	01/02/2022	28/04/2023	31/10/2023	26/4/2024	04/10/2024	29/04/2025
Valores de Titularización Hencorp Valores VTHVAES01						
Emisión	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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

“Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos “+” y “-”, para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo “+” indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos “-” indica un nivel mayor de riesgo”.

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La clasificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago de este; ni estabilidad de su precio y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora.

“La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes”.

El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://informes.ratingspccr.com/>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Racionalidad

En comité de clasificación de riesgo, Pacific Credit Rating (PCR) decidió mantener la clasificación de **“AAA”** con Perspectiva **“Estable”** a los **Valores de Titularización del Fondo de Titularización Hencorp Valores AES Cero Uno** con información auditada al 31 de diciembre de 2024.

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

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **Operaciones en un sector estratégico y de bajo riesgo.** AES El Salvador opera en el sector de distribución de energía, considerado de bajo riesgo por su relevancia económica, lo que le otorga estabilidad y previsibilidad en ingresos. A través de cuatro distribuidoras, cubre cerca del 71% del mercado, principalmente en los sectores residencial e industrial. Sin embargo, en la emisión analizada solo se incluye la participación de tres distribuidoras, destacando CAESS, que integra a DEUSEM en su operación.
- **Las compañías mantienen niveles robustos de rentabilidad.** Al cierre de diciembre de 2024, las compañías registraron una rentabilidad sólida y sostenida durante los últimos cinco ejercicios, impulsada por el crecimiento de los ingresos operacionales, la estabilidad de los márgenes brutos y netos, y una adecuada eficiencia operativa. Esta favorable evolución se ve respaldada por una posición financiera robusta, caracterizada por coberturas holgadas sobre el endeudamiento. Se prevé que esta dinámica positiva continúe en el corto y mediano plazo. En este contexto, el promedio de las tres compañías a diciembre de 2024 reflejó un rendimiento sobre patrimonio (ROE) de 23.7% y un rendimiento sobre activos (ROA) de 9.1%, evidenciando una gestión financiera eficiente y coherente con el desempeño observado.

- **Los originadores reflejan adecuados niveles de liquidez.** Las entidades han sostenido niveles de liquidez adecuados, demostrando una capacidad suficiente para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Adicionalmente, se registra una evolución favorable del capital de trabajo, coherente con el cumplimiento oportuno de dichos compromisos. Al cierre de diciembre de 2024, el promedio de la liquidez general para las tres entidades se ubicó en 1.28 veces(x).
- **Las entidades mantienen una solvencia apropiada.** Las compañías conservan una posición de solvencia buena y estable, respaldada por una gestión financiera prudente, un apalancamiento controlado y una estructura patrimonial fortalecida. Esta solidez se ha visto reforzada por la reinversión de utilidades y una estructura de financiamiento equilibrada, compuesta principalmente por deudas corrientes y préstamos. En conjunto, estos factores reflejan una adecuada capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras, tendencia que se espera se mantenga en el corto y mediano plazo.
- **Holgada cobertura del originador frente al monto cedido.** Al cierre de diciembre de 2024, los resultados operativos del originador reflejan una sólida capacidad para atender las obligaciones con el Fondo. Los ingresos por venta de energía registraron una cobertura de 81.86x respecto al monto cedido, representando el 1.2 % de los ingresos consolidados. Asimismo, el EBITDA reportado alcanzó una cobertura de 15.67x, superando ampliamente la proyección estimada de 6.52x.

Factores claves para la clasificación

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

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

Información utilizada para la clasificación

PCR usó los estados financieros auditados individuales de AES Clesa y Cía, CAESS y Subsidiaria, y EEO y subsidiaria de (2020-2024). También se utilizaron los estados financieros auditados del fondo (2022-2024) los cuales siguen las Normas Técnicas de la Superintendencia del Sistema Financiero. Adicionalmente, otra información proporcionada por la Titularizadora.

Metodología utilizada

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

Limitaciones

Limitaciones encontradas: A fecha de análisis, no se dispone de los estados financieros auditados consolidados del grupo empresarial AES El Salvador.

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

Hechos de importancia

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

Panorama Internacional

El crecimiento económico global ha mostrado signos de estabilización, registrando una tasa de expansión del 2.7% en 2023 y 2024. Este desempeño ha sido favorecido por la flexibilización de las políticas monetarias, las cuales han brindado apoyo a la actividad económica y contribuido al cumplimiento de los objetivos inflacionarios establecidos por los bancos centrales. Sin embargo, aunque la estabilidad en la tasa de crecimiento es un factor positivo, esta sigue siendo insuficiente para contrarrestar los efectos adversos derivados de diversos eventos ocurridos desde el inicio de la década.

Según las proyecciones del Banco Mundial, se espera que el crecimiento económico global se mantenga en 2.7% durante 2025 y 2026. En su informe sobre las Perspectivas Económicas Mundiales, la institución también prevé que las economías emergentes continuarán experimentando un crecimiento en torno al 4%, aunque esta cifra se encuentra por debajo de los niveles observados antes de la pandemia. Este escenario presenta desafíos significativos para los países emergentes, particularmente en lo que respecta a la lucha contra la pobreza y la promoción del desarrollo económico sostenible.

El cambio de administración en Estados Unidos a inicios de 2025 ha marcado un giro significativo en la política comercial del país, caracterizado por la amenaza y la implementación de aranceles sobre las economías vecinas, así como sobre China y otras economías emergentes. Esta nueva postura comercial plantea riesgos de distorsiones en los mercados globales, con efectos adversos potenciales sobre las economías emergentes, las cuales podrían enfrentar tensiones adicionales en sus flujos comerciales y en sus cadenas de suministro.

Adicionalmente, un factor crucial a considerar es la crisis migratoria, exacerbada en gran medida por el endurecimiento de los regímenes autoritarios en diversas regiones del mundo.

En este contexto, Estados Unidos ha adoptado políticas de deportaciones masivas, lo que no solo intensifica la presión sobre el sistema migratorio del país, sino que también agrava las dinámicas socioeconómicas y geopolíticas en las economías de origen y destino de los flujos migratorios, que a su vez podrían generar una reducción en los flujos de remesas hacia los países que tienen una alta dependencia de dichos ingresos en sus economías.

En el contexto de tasas de interés, durante el 2024 la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) realizó 3 recortes desde 5.25% hasta 4.25% a medida que los niveles de inflación se moderaban y la economía estadounidense mostraba signos de estabilidad y crecimiento. Las expectativas para 2025 se mantienen en dos recortes adicionales, según la última reunión de la FED en diciembre de 2024, hasta alcanzar el rango de 3.5% y 3.75%; lo que dependerá de los signos que muestre la economía y los efectos de la política comercial y monetaria, así como la evolución de los niveles inflacionarios de Estados Unidos.

Desempeño Económico

La actividad económica del país se ha moderado en el segundo semestre de 2024. El Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento interanual de 1.58% al tercer trimestre, similar al del segundo trimestre (1.53%); pero por debajo del registrado en el primero (3.45%) e inferior a las expectativas que tenía el Banco Central de Reserva (BCR) para el 2024 (3.5%). Lo anterior se explica a partir de que 7 de las 21 actividades usadas en la medición de PIB reportan variaciones negativas, dentro de las que destacan la de administración pública y defensa (-3.55%), enseñanza (-3.44%), transporte y almacenamiento (-2.29%), explotación de minas y canteras (-1.63%) e industrias manufactureras (-1.34%). La actividad que presenta un mayor repunte es la de financieras y seguros con un crecimiento interanual de 9.49%, seguida de actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas (6.12%) y actividades de atención a la salud humana social (5.04%).

Por otra parte, la inflación ha reportado los niveles más bajos después de haber alcanzado rangos históricos postpandemia. A diciembre de 2024 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) resultó en 0.29%. Este comportamiento ha estado influenciado por las divisiones de la canasta básica de alimentos y bebidas no alcohólicas (-0.47%), recreación y cultura (-2.51%), muebles y artículos para el hogar (-2.18%), transporte (-1.58%) y comunicaciones (-0.39%). En términos anuales se observa una reducción significativa en el índice que cerró en 2023 en 1.23%.

Uno de los sectores que ha sido el impulsor de la economía es el financiero que ha mostrado resiliencia y un buen dinamismo al reportar una cartera de préstamos neta de USD 19,024 millones, reflejando un incremento de 6.42% (USD 1,147 millones). Los depósitos, por su parte, registraron un crecimiento de 7.91% (USD 1,478 millones), impulsados principalmente por los depósitos a la vista (+10.28%). Las tasas de interés, en concordancia con la dinámica de ajustes a la baja de las tasas de referencia internacionales, muestran una tendencia decreciente. La tasa de préstamos hasta un año plazo pasó desde 8.2% al cierre de 2023 a 7.87% a diciembre de 2024; mientras que la tasa de rendimiento de depósitos a 180 días registró un ligero aumento al pasar de 5.43% a 5.53%, dando como resultado un menor spread (2.34%) vs 2023 (2.77%).

En el sector fiscal, El Salvador cerró 2024 con un déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) de USD 955.60 millones, mayor en 21.3% (USD 167.9 millones) al de 2023. Según las cifras del Banco Central de Reserva los ingresos corrientes reportaron un aumento del 7.1% (USD 599.8 millones) debido principalmente a los ingresos tributarios netos; mientras que los gastos y concesión neta de préstamos registraron un aumento de 8.5% (USD 779.7 millones) producto del aumento de gastos corrientes de consumo e intereses. Cabe destacar que actualmente se tiene un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional con la finalidad de alcanzar un mejor equilibrio fiscal y sostenibilidad de la deuda.

En el sector externo, la balanza comercial de El Salvador cerró el 2024 con un déficit de USD 9,525 millones, superando en 4.1% (USD 375 millones) al déficit reportado en 2023. Las exportaciones FOB totalizaron en USD 6,448 millones y mostraron un comportamiento ligeramente a la baja (-0.8%; USD 50.6 millones) debido principalmente a la industria manufacturera de maquila (-11.18%; USD 115.3 millones). Por su parte, las importaciones registraron un aumento interanual de 2.1% (USD 324.3 millones), también impulsadas por la industria manufacturera (+3.9%; USD 539 millones) y que contrarrestó la reducción en otros productos.

Algunos factores positivos para la economía y el perfil de riesgo del país son las remesas que continúan creciendo y alcanzando cifras récord; aunque con una tasa de crecimiento que se ha desacelerado a niveles más bajos desde 2015. En 2024, las remesas familiares totalizaron los USD 8,479.7 millones con una tasa de crecimiento interanual de 2.5%. Estados Unidos continúa representando el principal país de donde proviene este flujo de divisas. Estas representan aproximadamente el 24% del PIB. Otro factor positivo y resultado de la mejora en el perfil de deuda del país es el riesgo país medido a través del EMBI (Emerging Market Bonds Index) que ha tenido una evolución positiva en el último año al pasar de 6.8% en diciembre de 2023 a 3.9% al cierre de 2024.

Análisis del Sector Energético

Al cierre de 2024, la generación nacional de energía en El Salvador alcanzó los 7,334.4 gigavatios hora (GWh), registrando una caída interanual del 0.7%. Esta contracción se debió principalmente a una significativa reducción en la generación térmica (-86.9%), así como a menores aportes de fuentes geotérmicas (-1.5%) y eólicas (-12.5%). En contraste, se observaron incrementos en la producción mediante gas natural, energía hidroeléctrica y solar. Las importaciones crecieron un 24.5%, totalizando 209.9 GWh.

La dinámica en la producción responde a la estrategia de compensar con energía térmica la baja generación hidroeléctrica registrada en 2023 debido a la escasez de lluvias. Además, el mayor uso de gas natural busca reducir la dependencia de combustibles fósiles en la matriz energética.

El proceso de diversificación de la matriz energética ha permitido mejorar la estabilidad del suministro. En 2024, la capacidad instalada de la matriz energética de El Salvador alcanzó los 2,529.34 megavatios (MW), reflejando una mejora en los últimos años, impulsada por la búsqueda de una mayor eficiencia energética. La composición muestra una integración variada, con una mayor dependencia de la energía proveniente del gas natural, que representa un 28.2%, seguida de la energía hidroeléctrica con un 28% y la geotérmica con un 19.3%, lo que evidencia una importante participación de energías limpias.

El mercado eléctrico salvadoreño es regulado por la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET), con el apoyo de la Dirección General de Energía, Hidrocarburos y Minas (DGEHM), así como de la Unidad de Transacciones (UT) en la planificación y operación del sistema. A diciembre de 2024, el precio promedio del megavatio hora (MWh) fue de USD 92.97, registrando una reducción interanual del 15.3%, atribuida a una menor participación de combustibles en la generación de energía.

En 2024, la demanda en el Mercado Mayorista de Energía alcanzó los 7,232.9 GWh, lo que representó un crecimiento interanual del 7.09%, impulsado por una mayor actividad productiva y un incremento en el consumo residencial. Las exportaciones, por su parte, cayeron un 54.7% debido a cambios en el Mercado Eléctrico Regional. A pesar de ello, El Salvador mantiene un papel relevante en el comercio de energía a nivel regional. En línea con la Política Energética Nacional 2020-2050, en los próximos años se priorizarán la seguridad energética y el desarrollo de fuentes renovables.

Perfil de la Titularizadora

Reseña y operaciones.

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, es una entidad especializada en la estructuración y administración de procesos de titularización en El Salvador. Constituida en 2008, forma parte del 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 entidad ofrece titularizaciones respaldadas por flujos futuros y activos financieros para los sectores público y privado, mejorando el acceso a financiamiento y liquidez. Es líder en el mercado salvadoreño, con amplia experiencia y solidez, y gestiona el 59.30% del patrimonio total de las titularizaciones activas en el país.

Estructura gerencial y gestión de riesgos.

PCR considera adecuada la estructura accionaria y el liderazgo de la titularizadora, destacando un sólido Gobierno Corporativo respaldado por su Junta Directiva, manuales, comités y principios éticos, lo que fortalece la toma de decisiones estratégicas en favor de la entidad y sus accionistas. Para cumplir con la normativa NPR-11 del BCR 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

Dada la naturaleza del negocio de la titularizadora, resulta fundamental evaluar el riesgo de liquidez que enfrenta la entidad. En este contexto, al cierre de diciembre de 2024, Hencorp presentó una ligera disminución en su razón corriente en comparación con el resultado interanual, situándose en 2.8x (diciembre 2023: 3.0x). Sin embargo, la entidad continúa reflejando una sólida capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

El desempeño de sus ingresos y egresos influyó ligeramente en los indicadores de rentabilidad, registrando un ROA de 38.0% (diciembre 2023: 42.0%). Asimismo, el ROE se ubicó en 58.7% (diciembre 2023: 62.6%). A pesar de la reducción en estos indicadores, la titularizadora mantiene niveles de rentabilidad elevados, alineados con su promedio de los últimos cuatro años.

Resumen de la estructura de titularización

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

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

Fuente: Prospecto de emisión FTHVAES01 / Elaboración: PCR

Cada originadora cederá 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 realizarán de forma mensual y sucesiva en las siguientes proporciones: EEO 15.84%, CLESA 25.76% y CAESS 58.40%.

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

Análisis de los Originadores

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

Gobierno Corporativo

PCR considera que AES El Salvador cuenta con un gobierno corporativo sólido, respaldado por una junta directiva y una alta gerencia con amplia experiencia en el sector energético. Esta estructura favorece una gestión eficiente y decisiones estratégicas alineadas con buenas prácticas de transparencia y sostenibilidad.

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

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

Análisis de Resultados

Los resultados financieros de CAESS al cierre de 2024 reflejan un desempeño favorable, impulsado por el crecimiento en los ingresos operativos, lo que se tradujo en una mejora de los márgenes bruto y neto. En consecuencia, los indicadores de rentabilidad mostraron una evolución positiva: ROE se situó en 21.9%, superando tanto el valor registrado en diciembre de 2023 (19.3%) como su promedio histórico (15.4%). Por su parte, el ROA alcanzó 6.1%, por encima del 5.0% del año anterior y del promedio histórico de 3.9%. Además, la compañía mantiene una sólida gestión financiera y adecuadas coberturas sobre su nivel de endeudamiento.

Al cierre de 2024, CAESS registró un EBITDA de USD 78.3 millones, con un crecimiento del 20.6% impulsado por mayores ingresos por venta de energía. La cobertura de intereses mejoró a 3.5x y la del servicio de la deuda a 1.0x.

Riesgo de Liquidez

La entidad mantiene una posición de liquidez adecuada, con una tendencia positiva respecto al período anterior y en línea con sus niveles históricos. Al cierre de diciembre de 2024, el indicador de liquidez corriente se ubicó en 1.2x, superando el 1.1x registrado en 2023, mientras que la prueba ácida mejoró a 0.53x desde 0.40x. Asimismo, el capital de trabajo mostró un crecimiento del 77.6% (USD 14.5 millones), alcanzando un saldo de USD 33.27 millones, lo que respalda su solidez financiera y capacidad para atender obligaciones de corto plazo.

Riesgo de Solvencia

CAESS ha mantenido una solvencia estable, reflejando una adecuada gestión del endeudamiento y una estructura patrimonial fortalecida. Al cierre de diciembre de 2024, el endeudamiento se redujo a 0.72x (diciembre 2023: 0.74x) y el apalancamiento se situó en 2.61x, mejorando frente al 2.83x del año anterior. La entidad continúa financiando sus operaciones principalmente con recursos propios, lo que ha favorecido una mejora en su posición patrimonial y de solvencia, cuyo indicador se incrementó a 27.7% (diciembre 2023: 26.1%). En línea con estos resultados, el patrimonio ascendió a USD 156.2 millones, con un crecimiento anual del 19.2% (USD 25.2 millones).

AES CLESA y Cía., S.A. de C.V.

Fundada en 1892, CLESA distribuye energía en el occidente de El Salvador, abarcando Santa Ana, Sonsonate, Ahuachapán y parte de La Libertad. Con una cobertura de 5,189 km² y más de 464 mil clientes mayoritariamente en zonas rurales.

Análisis de Resultados

Los resultados financieros de CLESA al cierre de 2024 reflejan un desempeño favorable, impulsado por el crecimiento de los ingresos operativos y la estabilidad de los márgenes bruto y neto. Los indicadores de rentabilidad se mantuvieron sólidos, con un ROE de 24.0% (diciembre 2023: 24.1%; promedio histórico: 21.5%) y un ROA de 9.6% (diciembre 2023: 8.5%; promedio histórico: 7.3%). Estos resultados, junto con una gestión financiera prudente y adecuados niveles de cobertura sobre el endeudamiento, consolidan una posición financiera robusta. Se prevé que esta tendencia positiva se mantenga en el corto y mediano plazo.

CLESA refleja una sólida capacidad para atender sus compromisos financieros, respaldada por coberturas adecuadas que fortalecen su posición financiera. El EBITDA alcanzó USD 58.3 millones, con un crecimiento del 16.5% (USD 8.2 millones). En consecuencia, la cobertura de EBITDA sobre intereses mejoró a 5.5x (diciembre 2023: 4.8x) y la cobertura sobre el servicio de la deuda se incrementó a 2.3x (diciembre 2023: 1.3x).

Riesgo de Liquidez

CLESA ha mantenido niveles de liquidez adecuados y en línea con los de sus compañías pares, con indicadores estables respecto a su historial, lo que refleja una capacidad suficiente para atender sus obligaciones de corto plazo.

Al cierre de diciembre de 2024, la liquidez corriente se situó en 1.2x, por encima del 1.1x de 2023 y alineada con su promedio histórico. La prueba ácida mejoró a 0.51x frente a 0.40x del año anterior, manteniéndose cercana al promedio histórico de 0.52x. Además, el capital de trabajo registró un incremento del 130.9% (USD 6.5 millones), alcanzando USD 11.4 millones, lo que refuerza su posición financiera.

Riesgo de Solvencia

CLESA mantiene una sólida posición de solvencia, respaldada por una gestión financiera prudente, apalancamiento controlado y un crecimiento sostenido de su patrimonio. Al cierre de diciembre de 2024, su nivel de endeudamiento se redujo a 0.60x (2023: 0.64x) y el apalancamiento a 1.5x, por debajo del año anterior (1.8x) y de su promedio histórico (2.0x). La entidad continúa financiando sus operaciones principalmente con recursos propios, lo que ha fortalecido su estructura patrimonial. En este marco, la solvencia se elevó a 40.1% (2023: 35.8%) y el patrimonio alcanzó USD 124.6 millones, reflejando un crecimiento del 24.5% (USD 24.6 millones), impulsado por los resultados positivos del ejercicio.

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

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

Análisis de Resultados

Los resultados financieros de EEO al cierre de 2024 reflejan un desempeño positivo, impulsado por el crecimiento de los ingresos operativos, lo que benefició los indicadores de eficiencia. Esta evolución contribuyó a mantener niveles robustos de rentabilidad. El ROE se situó en 25.2%, superando el valor registrado en diciembre de 2023 (24.3%) y su promedio histórico (24.1%). Por su parte, el ROA alcanzó 11.5%, también por encima del 10.3% del año anterior y del promedio histórico de 9.4%. Estos resultados reflejan no solo una mayor eficiencia operativa, sino también una sólida gestión financiera, respaldada por coberturas adecuadas sobre su nivel de endeudamiento.

Las coberturas financieras de EEO se mantienen holgadas, lo que refleja una sólida capacidad para atender sus obligaciones financieras. Al cierre de 2024, el EBITDA ascendió a USD 50.4 millones, registrando un crecimiento del 14.0% (USD 6.2 millones) respecto a diciembre de 2023, impulsado por un mejor desempeño operativo. En ese sentido, la cobertura de EBITDA sobre intereses pagados se incrementó a 8.9x (diciembre 2023: 8.2x), mientras que la cobertura de EBITDA sobre el servicio de la deuda mejoró, situándose en 4.4x frente a 3.0x en diciembre 2023.

Riesgo de Liquidez

EEO mantiene una posición de liquidez favorable, con una tendencia positiva respecto a períodos anteriores y a su promedio histórico. Al cierre de diciembre de 2024, la liquidez corriente se ubicó en 1.4x (diciembre 2023: 1.3x) y la prueba ácida en 0.83x (diciembre 2023: 0.75x), reflejando una mayor capacidad para cubrir obligaciones inmediatas con activos líquidos. Además, el capital de trabajo aumentó un 25.1% (USD 4.9 millones), alcanzando USD 24.3 millones, lo que refuerza su solidez financiera. Se espera que esta tendencia positiva se mantenga en el corto y mediano plazo.

Riesgo de Solvencia

EEO mantiene un perfil de solvencia sólido, respaldado por la reinversión de utilidades y una estructura de financiamiento equilibrada, basada principalmente en recursos propios y deudas corrientes. Al cierre de 2024, su nivel de endeudamiento se redujo a 0.55x (2023: 0.58x) y el apalancamiento a 1.2x (2023: 1.4x). Esta mejora ha fortalecido su posición patrimonial, con un indicador de solvencia que se elevó a 45.5% (2023: 42.3%) y un patrimonio de USD 109.4 millones, lo que representa un crecimiento del 7.5% (USD 14.9 millones), impulsado por los resultados positivos del ejercicio.

Desempeño del Originador sobre la Titularización

Al cierre de diciembre de 2024, los resultados operativos de las entidades originadoras reflejan una sólida capacidad de cobertura frente a las obligaciones asumidas con el fondo. Asimismo, los originadores cumplen satisfactoriamente con los resguardos financieros establecidos en el contrato del fondo de titularización.

Componente	PROYECCIÓN DE INGRESOS Y CESIÓN DE FTHVAES01 (USD MILLONES)								
	Real	Real			Proyectado				
		dic-23	dic-24	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos por venta de energía		878.33	976.47	914.70	952.57	992.02	1,033.10	1,075.88	1,120.43
EBITDA		158.62	186.95	165.19	172.03	179.15	186.57	194.30	202.35
Cesión anual		10.54	11.93	25.33	25.33	25.33	25.33	25.33	25.33
Cobertura de ingresos (veces)		83.35	81.86	36.11	37.60	39.16	40.78	42.47	44.23
Cesión/ingresos (%)		1.20%	1.22%	2.77%	2.66%	2.55%	2.45%	2.35%	2.26%
EBITDA/ Cesión		15.05	15.67	6.52	6.79	7.07	7.37	7.67	7.99

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

Resguardos Financieros

- **Endeudamiento total entre Capitalización de las Originadoras:** El resultado de este ratio no podrá ser mayor o igual a cero puntos setenta y cinco; a la fecha de análisis se ubica en 0.34x, cumpliendo satisfactoriamente con el requerimiento.

Análisis de las Cuentas Bancarias

PCR verificó que los flujos han sido suficientes para cubrir los pagos al fondo, y aunque el saldo en la cuenta restringida es menor al requerido, la emisión cumple con el contrato gracias a una carta de garantía de USD 3.30 millones, que cubre 3.22 veces el monto exigido.

Estados financieros auditados CAESS y Subsidiarias

BALANCE GENERAL CAESS Y SUBSIDIARIAS (USD MILLONES)

COMPONENTE	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Efectivo y equivalentes de efectivo	13.08	19.78	15.91	11.06	18.67
Cuentas por cobrar	57.77	63.38	54.46	55.46	65.57
Cuentas y préstamos por cobrar a partes relacionadas	132.04	131.41	138.41	131.75	131.96
Propiedad, planta y equipo, neto	157.61	161.78	182.27	195.05	208.57
Activos intangibles	2.74	8.55	14.67	19.01	27.72
Otros activos	36.71	66.49	66.53	90.03	88.84
Fondo transitorio de liquidación a largo plazo	-	-	-	-	22.01
Total Activo	399.95	451.40	472.26	502.35	563.33
Cuentas por pagar a proveedores de energía	34.73	59.77	50.52	64.47	76.47
Cuentas y préstamos por pagar a partes relacionadas	3.39	4.25	10.80	9.70	13.51
Préstamos por pagar	197.81	208.89	209.60	214.21	218.96
Otros pasivos	68.21	77.19	86.78	82.95	98.19
Total Pasivos	304.14	350.09	357.70	371.33	407.13
Participación controladora	95.41	100.84	114.04	130.45	155.59
Participación no controladora	0.40	0.48	0.52	0.58	0.61
Total Patrimonio	95.81	101.32	114.56	131.02	156.20
Total Pasivo y Patrimonio	399.95	451.40	472.26	502.35	563.33

Fuente: AES El Salvador / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO CAESS Y SUBSIDIARIAS (USD MILLONES)

Componente	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Ingresos operacionales	353.3	404.0	459.2	476.0	524.9
Compra de energía	262.9	306.9	359.3	357.1	392.7
Utilidad Bruta	90.3	97.1	100.0	118.9	132.2
Gastos de operación	67.8	66.4	65.9	70.1	71.1
Utilidad de operación	22.6	30.7	34.1	48.8	61.1
Gasto financiero neto	(7.7)	(7.0)	(10.4)	(10.8)	(11.8)
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	14.9	23.7	23.7	38.0	49.3
Impuesto sobre la renta	(6.6)	(9.1)	(9.1)	(12.7)	(15.1)
Utilidad del Periodo	8.2	14.6	14.6	25.3	34.2

Fuente: AES El Salvador / Elaboración: PCR

INDICADORES CAESS Y SUBSIDIARIAS

Componente	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
LIQUIDEZ					
Liquidez corriente	1.3	1.3	1.2	1.1	1.2
Prueba ácida	0.70	0.60	0.46	0.40	0.53
Capital de trabajo	28.47	38.65	22.09	18.73	33.27
RENTABILIDAD					
Margen Bruto	25.6%	24.0%	21.8%	25.0%	25.2%
Margen Neto	2.3%	3.6%	3.2%	5.3%	6.5%
ROE	8.6%	14.4%	12.8%	19.3%	21.9%
ROA	2.1%	3.2%	3.1%	5.0%	6.1%
Eficiencia					
Eficiencia	19.18%	16.4%	14.3%	14.7%	13.6%
Solvencia					
Apalancamiento	3.17	3.46	3.12	2.83	2.61
Endeudamiento	0.76	0.78	0.76	0.74	0.72
Solvencia	24.0%	22.4%	24.3%	26.1%	27.7%
Coberturas					
Cobertura EBITDA/ pago de intereses	2.4	2.9	2.6	3.3	3.5
Cobertura EBITDA/ servicio de deuda	0.5	1.0	0.2	0.9	1.0

Fuente: AES El Salvador / Elaboración: PCR

Estados financieros auditados CLESA

BALANCE GENERAL CLESA (USD MILLONES)

COMPONENTE	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Efectivo y equivalentes de efectivo	9.02	11.79	5.73	3.54	9.54
Cuentas por cobrar	22.22	26.84	22.35	23.97	26.54
Préstamos por cobrar a partes relacionadas	65.00	65.00	66.52	66.52	66.52
Propiedad, planta y equipo	103.97	109.20	116.03	123.89	131.70
Activos intangibles	0.79	3.76	8.07	10.41	15.54
Fondo Transitorio de liquidación a largo plazo	-	-	-	-	8.90
Otros activos	24.71	36.33	41.62	51.15	52.17
Total Activo	227.11	253.06	260.60	279.58	310.98
Cuentas por pagar a proveedores de energía	15.15	25.12	21.43	28.81	33.60
Cuentas y préstamos por pagar a partes relacionadas	2.59	3.58	4.70	6.00	3.32
Préstamos bancarios	107.55	113.27	105.91	108.44	103.39
Otros pasivos	35.78	38.67	41.56	36.58	46.10
Total Pasivos	161.07	180.63	173.60	179.83	186.41
Capital social	41.81	41.81	41.81	41.81	41.81
Utilidades retenidas	17.64	24.02	38.09	51.35	76.13
Reserva legal	8.36	8.36	8.36	8.36	8.36
Otros componentes del patrimonio	(1.77)	(1.77)	(1.26)	(1.51)	(1.73)
Total Patrimonio	66.04	72.42	87.00	100.02	124.57
Total Pasivo y Patrimonio	227.11	253.06	260.60	279.58	310.98

Fuente: AES El Salvador / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO CLESA (USD MILLONES)

Componente	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Ingresos operacionales	171.8	207.6	245.5	253.0	279.3
Compra de energía	116.6	144.3	176.6	175.3	193.1
Utilidad Bruta	55.2	63.3	69.0	77.8	86.1
Gastos de operación	33.1	35.3	36.2	36.8	37.6
Utilidad de operación	22.1	28.0	32.7	41.0	48.5
Gasto financiero neto	(2.8)	(3.0)	(4.4)	(6.0)	(5.1)
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	19.3	25.0	28.3	35.0	43.4
Impuesto sobre la renta	(7.1)	(11.6)	(9.1)	(10.9)	(13.5)
Utilidad del Periodo	12.3	13.5	19.2	24.1	29.9

Fuente: AES El Salvador / Elaboración: PCR

Componente	INDICADORES CLESA				
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
LIQUIDEZ					
Liquidez corriente	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
Prueba ácida	0.64	0.59	0.46	0.40	0.51
Capital de trabajo	4.56	7.30	5.39	4.93	11.38
RENTABILIDAD					
Margen Bruto	32.1%	30.5%	28.1%	30.7%	30.8%
Margen Neto	7.0%	6.5%	8.0%	9.4%	10.6%
ROE	18.6%	18.6%	22.1%	24.1%	24.0%
ROA	5.3%	5.3%	7.6%	8.5%	9.6%
Eficiencia					
Eficiencia	19.3%	17.0%	14.8%	14.6%	13.5%
Solvencia					
Apalancamiento	2.44	2.49	2.00	1.80	1.50
Endeudamiento	0.71	0.71	0.67	0.64	0.60
Solvencia	29.1%	28.6%	33.4%	35.8%	40.1%
Coberturas					
Cobertura EBITDA/ pago de intereses	4.0	4.5	4.5	4.8	5.5
Cobertura EBITDA/ servicio de deuda	1.8	1.9	0.3	1.3	2.3

Fuente: AES El Salvador / Elaboración: PCR

Estados financieros auditados EEO y subsidiaria

COMPONENTE	BALANCE GENERAL EEO Y SUBSIDIARIAS (USD MILLONES)				
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Efectivo y equivalentes de efectivo	7.13	6.49	17.26	12.46	12.77
Cuentas por cobrar	19.31	22.44	25.15	32.13	33.81
Cuentas y préstamos por cobrar a partes relacionadas	25.49	26.55	31.76	28.60	29.37
Propiedad, planta y equipo, neto	91.09	92.39	105.88	111.57	115.88
Activos intangibles	0.65	2.95	6.43	7.95	11.39
Fondo transitorio de liquidación largo plazo	-	-	-	-	7.91
Otros activos	11.20	17.17	17.45	30.95	29.53
Total Activo	154.87	167.98	203.92	223.66	240.65
Cuentas por pagar a proveedores de energía	9.99	15.85	14.38	21.05	26.72
Cuentas y préstamos a pagar por pagar a partes relacionadas	2.09	2.39	3.26	2.33	2.67
Préstamos bancarios	57.81	59.18	61.41	60.72	57.47
Otros pasivos	31.45	32.57	47.11	45.13	44.36
Total Pasivos	101.34	109.98	126.16	129.22	131.23
Participación controladora	52.33	57.59	75.71	91.80	105.78
Participación no controladora	1.20	0.40	2.06	2.81	3.65
Total Patrimonio	53.53	58.00	77.77	94.61	109.43
Total Pasivo y Patrimonio	154.87	167.98	203.92	223.83	240.65

Fuente: AES El Salvador / Elaboración: PCR

Componente	ESTADO DE RESULTADO EEO Y SUBSIDIARIAS (USD MILLONES)				
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Ingresos operacionales	137.5	176.7	201.2	205.7	228.2
Compra de energía	79.8	113.0	127.7	120.2	136.4
Utilidad Bruta	57.7	63.7	73.5	85.5	91.7
Gastos de operación	38.7	37.6	44.3	49.3	49.8
Utilidad de operación	19.0	26.1	29.2	36.2	42.0
Ingresos y gastos, netos	(2.5)	(2.2)	(2.3)	(3.2)	(2.5)
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	16.5	23.9	26.9	33.0	39.5
Impuesto sobre la renta	(6.0)	(8.3)	(7.7)	(10.0)	(11.9)
Utilidad del Periodo	10.5	15.6	19.2	23.0	27.6

Fuente: AES El Salvador / Elaboración: PCR

Componente	INDICADORES EEO Y SUBSIDIARIAS (USD MILLONES)				
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
LIQUIDEZ					
Liquidez corriente	1.2	1.3	1.2	1.3	1.4
Prueba ácida	0.76	0.72	0.76	0.75	0.83
Capital de trabajo	6.2	10.4	10.6	19.4	24.3
RENTABILIDAD					
Margen Bruto	42.0%	36.1%	36.5%	41.6%	40.2%
Margen Neto	7.6%	8.8%	9.5%	11.2%	12.1%
ROE	19.6%	26.9%	24.7%	24.3%	25.2%
ROA	6.8%	9.3%	9.4%	10.3%	11.5%
Eficiencia					
Eficiencia	28.1%	21.3%	22.0%	24.0%	21.8%
Solvencia					
Apalancamiento	1.9	1.9	1.6	1.4	1.2
Endeudamiento	0.65	0.65	0.62	0.58	0.55
Solvencia	34.6%	34.5%	38.1%	42.3%	45.5%
Coberturas					
Cobertura EBITDA/ pago de intereses	6.1	7.8	7.1	8.2	8.9
Cobertura EBITDA/ servicio de deuda	2.7	5.5	0.5	3.0	4.4

Fuente: AES El Salvador / Elaboración: PCR

Estados financieros auditados FTHVAES01

BALANCE GENERAL FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES AES 01 (USD MILES)

COMPONENTE	dic-22	dic-23	dic-24
ACTIVO CORRIENTE	7,771.53	12,829.18	11,919.71
BANCOS	72.61	1,102.30	87.98
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	7,698.92	11,726.88	11,831.73
ACTIVO NO CORRIENTE	685,316.23	670,765.34	658,732.33
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	685,316.23	670,765.34	658,732.33
TOTAL DE ACTIVOS	693,087.76	683,594.52	670,652.04
PASIVO CORRIENTE	221,637.21	175,870.02	169,703.95
DOCUMENTOS POR PAGAR	221,420.30	175,104.85	169,390.01
COMISIONES POR PAGAR	1.01	1.52	1.32
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	12.80	10.00	21.00
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	58.81	57.50	58.48
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS (CORTO PLAZO)	144.29	696.15	233.14
PASIVO NO CORRIENTE	469,330.66	491,815.23	500,948.09
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS (LARGO PLAZO)	94,048.00	141,998.00	146,748.00
INGRESOS DIFERIDOS	375,282.66	349,817.23	324,351.15
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	2,119.90	15,909.27	29,848.94
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	-	2,119.90	15,909.28
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	2,119.90	13,789.37	13,939.66
TOTAL PASIVOS	693,087.76	683,594.52	670,652.04
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	693,087.76	683,594.52	670,652.04

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

ESTADO DE EXCEDENTE DE FONDOS FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES AES 01 (USD MILES)

COMPONENTE	dic-22	dic-23	dic-24
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	4,733.11	25,442.07	25,440.20
OTROS INGRESOS	-	3.67	-
TOTAL DE INGRESOS	4,733.11	25,445.74	25,440.20
GASTOS POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	707.85	456.99	135.75
GASTOS POR CLASIFICACIÓN DE RIESGOS	53.83	35.00	35.00
GASTOS POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	2.80	2.80	2.80
GASTOS POR HONORARIOS PROFESIONALES	79.17	25.00	25.00
TOTAL DE GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACIÓN	843.65	519.79	198.55
GASTOS FINANCIEROS (INTERESES VALORES DE TITULARIZACIÓN)	1,288.03	10,898.36	11,287.62
OTROS GASTOS	481.53	238.22	14.37
TOTAL DE EGRESOS Y GASTOS	2,613.21	11,656.37	11,500.54
EXCEDENTE/DÉFICIT DEL EJERCICIO	2,119.90	13,789.37	13,939.66

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.