

FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES INGENIO EL ÁNGEL CERO UNO FTHVIEA01

Comité No. 097/2025	Fecha de comité: 25 de abril de 2025
Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2024	Sector Agroindustria / El Salvador
Periodicidad de actualización: Semestral	

Equipo de Análisis						
Milagro Barraza mbarraza@ratingspcr.com	Adrián Pérez aperez@ratingspcr.com			(+503) 2266-9471		
Fecha de Información	dic-22	jun-23	dic-23	mar-24	jun-24	dic-24
Fecha de Comité	10/04/2023	30/10/2023	30/04/2024	22/07/2024	04/10/2024	25/04/2025
Valores de Titularización – Títulos de Deuda						
Tramo 1 al 12 por USD 82,680,000	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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

Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo¹ 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. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia de una entidad financiera y no son recomendaciones de compra y/o venta de instrumentos que esta emita".

"La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá 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 (<http://www.ratingspcr.com/informes-pais.html>), 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 riesgo de "AA+" al Fondo de Titularización Hencorp Valores Ingenio El Ángel Cero Uno FTHVIEA 01 con perspectiva "Estable"; con información auditada al 31 de diciembre de 2024.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del fondo, respaldada por los ingresos generados por el originador a partir de la venta de azúcar, los cuales mantienen coberturas adecuadas. Además, se consideran los niveles de solvencia satisfactorios, así como métricas de liquidez acorde a su modelo de negocio y una reducción en la rentabilidad. Finalmente, se evalúan los mecanismos legales, operativos y financieros que respaldan la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **El fondo de titularización cuenta con respaldos adecuados.** La emisión titulariza los derechos sobre los primeros ingresos futuros que el originador (Ingenio El Ángel) percibe de la industrialización y comercialización de caña de azúcar, así como de la generación y venta de energía eléctrica. El fondo también cuenta con un respaldo operativo que incluye un convenio de administración de cuentas, una instrucción irrevocable de depósito con la Asociación Azucarera y una orden irrevocable de pago contingencial, que se activa si no se alcanzan las cuotas de cesión proyectadas por las ventas de exportación.
- **Cumplimiento de covenants financieros.** A diciembre de 2024, el originador cumplió de manera satisfactoria con los covenants financieros establecidos en el contrato de titularización. La relación entre deuda financiera y patrimonio se situó en 2.45 veces(x), por debajo del límite máximo permitido de 3.0x. Los activos libres de pignoración superaron el saldo del fondo en un múltiplo de 3.62x, cumpliendo con el requisito mínimo de 1.0x. Además, el CAPEX de mantenimiento anual alcanzó los USD 25.7 millones, superando ampliamente el mínimo requerido de USD 5.5 millones, lo que garantiza la continuidad operativa de los activos industriales.
- **La liquidez del originador adecuada a su modelo de negocio.** La liquidez de Ingenio El Ángel es adecuada considerando la dinámica del sector en el que opera, aunque ha mostrado una disminución en sus principales indicadores y una tendencia negativa en su capital de trabajo. A diciembre de 2024, la liquidez corriente fue de 0.63x, inferior al 0.72x de 2023 y al promedio histórico de 0.70x, mientras que la liquidez ácida cayó a 0.48x, reflejando una menor capacidad para cubrir pasivos con activos líquidos.

¹ 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.

- **El originador mantiene una solvencia apropiada para cumplir con sus obligaciones.** La compañía ha mantenido niveles de solvencia y endeudamiento moderados, alineados con su estrategia de financiamiento, que se sustenta en préstamos bancarios y titularizaciones para respaldar sus operaciones. Esta estrategia ha resultado en un incremento gradual del apalancamiento patrimonial, con un ratio de 2.85x, superior al 2.66x registrado en diciembre de 2023 y al promedio histórico de 2.48x. En cuanto a la razón de endeudamiento, se mantuvo estable en 0.74x, en línea con el valor de diciembre de 2023 (0.73x) y del promedio histórico (0.71x).
- **Reducción en los niveles de rentabilidad:** La rentabilidad de Ingenio El Ángel registró una contracción a diciembre de 2024, debido a la disminución de los ingresos en comparación con el período anterior y su desempeño histórico, influenciada por la volatilidad de los precios internacionales del azúcar y la estacionalidad del sector, especialmente por los ciclos de la zafra. Esta caída en los ingresos se reflejó en una disminución de los márgenes operativos, con un rendimiento sobre patrimonio (ROE) de 8.0%, por debajo del 14.1% de 2023 y del promedio de los últimos cinco años (14.2%), mientras que el rendimiento sobre activos (ROA) descendió a 2.1%, frente al 3.9% de 2023 y al promedio quinquenal de 4.2%.
- **Cobertura sólida de flujos cedidos para la titularización.** A diciembre de 2024, el análisis refleja una situación financiera sólida para la emisión. Los ingresos por ventas externas, respaldados por la Instrucción Irrevocable de Depósito, ofrecen una cobertura de 6.34x sobre la cuota de cesión, garantizando el cumplimiento de las obligaciones. Asimismo, los ingresos contingenciales del mercado interno, respaldados por la Orden Irrevocable de Pago Contingencial, presentan una cobertura de 4.40x. Aunque las coberturas son menores a las proyectadas, siguen siendo suficientes para cumplir con las obligaciones.

Factores Claves

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación.

- Crecimiento sostenido de los ingresos del originador que eleven los márgenes y rentabilidad del negocio, además de fortalecer los indicadores de liquidez.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación.

- Caída de ingresos junto con mayores costos de producción, lo que deteriore los márgenes y la rentabilidad; un aumento en el apalancamiento patrimonial con menor cobertura de gastos financieros; e incumplimientos de los resguardos financieros y operativos del contrato de titularización.

Metodología utilizada

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

Información Utilizada para la Clasificación

PCR usó los estados financieros auditados de Ingenio El Ángel (2020-2024). También se utilizaron los estados financieros auditados del fondo (2021-2024) los cuales siguen las Normas Técnicas de la Superintendencia del Sistema Financiero. Adicionalmente, otra información proporcionada por la Titularizadora.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:** Al período de análisis, no se han encontrado limitaciones para la presente clasificación de riesgo.
- **Limitaciones potenciales:** Se monitoreará la capacidad del fondo para generar flujos suficientes para el pago de capital e intereses, considerando riesgos como eventos climatológicos y fallas operativas que podrían afectar la producción y los ingresos cedidos.

Hechos Relevantes

A diciembre 2024 no se presentaron hechos relevantes de consideración para el informe de calificación.

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.

Sector Azucarero de El Salvador

El azúcar es uno de los principales productos de exportación de El Salvador y un motor clave de su economía. Su producción está regulada por la Ley de la Agroindustria Azucarera de 2001, bajo la supervisión del Consejo Salvadoreño de la Agroindustria Azucarera (CONSAA), que también gestiona las normativas relacionadas con las asignaciones de venta interna y la distribución de ingresos entre los ingenios y los productores.

La ley establece que la venta de caña de azúcar debe formalizarse mediante un contrato que detalle la cantidad proveniente de una plantación específica.

Una vez cumplidas las cuotas para el mercado local y preferencial, los ingenios, a través de la Asociación Azucarera de El Salvador, pueden comercializar los excedentes en el mercado internacional, sujetos a la oferta y demanda global. La productividad de los ingenios depende de diversos factores, como la fase de siembra, la calidad de los insumos, las prácticas de fertilización, el momento de la cosecha, la topografía, las condiciones climáticas y la eficiencia del equipo y la maquinaria.

En la zafra 2024/2025, se cosecharon 32,964 manzanas en verde, generando 4,813.7 miles de toneladas de caña molida, según el CONSAA. La productividad fue de 146 toneladas por manzana (TC/Mz), lo que representa una caída interanual del 9.96% en comparación con las 162.2 TC/Mz del ciclo anterior. La producción es procesada por los seis ingenios que conforman el oligopolio azucarero del país. La Central Izalco lidera el mercado con una participación de 24.83%, seguido de El Ángel con 24.75% e Ingenio Jiboa con 16.04%. El resto del mercado lo concentran los ingenios Chaparrastique, La Cabaña y La Magdalena.

A diciembre de 2024, las exportaciones de azúcar sumaron USD 179.55 millones, lo que representa una caída del 10.92% respecto a 2023 (USD 201.57 millones), según el Banco Central de Reserva. Esta reducción se debe a las condiciones climáticas que afectaron el crecimiento de la caña de azúcar tanto a inicios de su desarrollo por la falta de lluvias y en los siguientes meses por un exceso de humedad que retrasó las labores de corta. Los ingenios comercializan los excedentes en el mercado internacional, cuyo comportamiento suele seguir la referencia del Contrato 11 de azúcar sin refinar, donde el precio promedio anual reflejó una contracción totalizando USD 20.38 por quintal, un 15.71% menos en comparación con diciembre de 2023 (USD 24.18/Q).

Se proyecta que la producción de azúcar en El Salvador alcance las 740,000 toneladas métricas en la zafra 2025/2026, gracias a las inversiones en infraestructura de riego, la modernización de los equipos de refinación y la adopción de variedades mejoradas de caña. Estos avances buscan incrementar la eficiencia de la producción y asegurar una mayor sostenibilidad a largo plazo, contribuyendo al fortalecimiento del sector azucarero del país. Se mantendrá un monitoreo constante sobre posibles afectaciones derivadas de cambios en la política arancelaria de Estados Unidos y en el sistema de cuotas, dada su incidencia en la competitividad exportadora. Un endurecimiento de estas condiciones podría presionar los márgenes y obligar a redireccionar exportaciones, por lo que la diversificación de mercados y el fortalecimiento de la calidad serán claves para mitigar riesgos.

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 Titularización

El Fondo de Titularización Hencorp Valores Ingenio El Ángel Cero Uno (FTHVIEA01) tiene como objetivo titularizar los derechos sobre los ingresos futuros que Ingenio El Ángel obtiene de la industrialización y comercialización de la caña de azúcar, así como de la producción y venta de energía eléctrica y otros ingresos relacionados conforme a la ley o contratos aplicables.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN	
Originador:	Ingenio El Ángel, S.A. de C.V.
Monto de la Emisión:	Hasta USD 102,880,000 millones.
Plazo de la emisión:	Un plazo de hasta doscientos cuarenta meses.
Respaldo de la Emisión:	La cesión contractual sobre flujos financieros futuros de Ingenio el Ángel, S.A. de C.V., sobre una porción correspondiente a los primeros ingresos de cada mes de Ingenio el Ángel.
Forma de Pago de Intereses:	La forma del pago del capital de la emisión se establecerá al momento de la colocación. Los intereses se pagarán en los meses de febrero, marzo y abril de cada año.
Destino de los Fondos Obtenidos de la Cesión de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros:	Los fondos que INGENIO EL ÁNGEL reciban en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVIA CERRO UNO, serán invertidos de manera indistinta por INGENIO EL ÁNGEL para la reestructuración de sus pasivos, la inversión de activos fijos, capital de trabajo y para cualquier otro fin para el cual esté legal o contractualmente facultado a realizar.
Mecanismos de traslado de los montos de cesión:	INGENIO EL ÁNGEL asegura la transferencia de montos cedidos mediante una instrucción irrevocable de depósito a una cuenta colectora, administrada por el Banco de América Central, y una orden irrevocable de pago contingencial. Estos mecanismos garantizan el cumplimiento de las obligaciones financieras del contrato de cesión.
Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR	

Análisis del originador

Ingenio El Ángel, S.A. de C.V., es una empresa salvadoreña fundada en 1882, especializada en la industrialización y comercialización de caña de azúcar, así como en la generación de energía eléctrica. Posee una capacidad instalada para procesar aproximadamente 14,000 toneladas diarias de caña de azúcar y cuenta con 69.6 hectáreas de área cosechada, además de 1,525 manzanas equipadas con sistema de riego por goteo, optimizando así el desarrollo de la zafra.

Ingenio El Ángel opera bajo la regulación de la Ley de Producción, Industrialización y Comercialización de la Agroindustria Azucarera de El Salvador. En términos de competitividad, ocupa la segunda posición en producción de zafra durante el período 2018-2023, con una participación acumulada del 24.23% del total nacional, solo por debajo de Ingenio Izalco (25.91%).

Gobierno Corporativo

La calificadora destaca que el originador cuenta con una estructura de gobierno corporativo sólida, con una junta directiva y alta gerencia con experiencia comparable a los estándares del sector. Además, mantiene una estructura organizacional eficiente para el desarrollo de sus operaciones y una posición consolidada en el mercado.

Análisis financiero del originador

Resultados

La rentabilidad de Ingenio El Ángel registró una contracción a diciembre de 2024, situándose por debajo de los niveles observados en el período anterior y del promedio histórico. Esta disminución se explica principalmente por una caída en los ingresos, influenciada por la volatilidad de los precios internacionales del azúcar que mostraron fases de descenso durante 2024 y por la estacionalidad del sector, determinada por los ciclos de zafra. Como resultado, los márgenes operativos reflejaron una tendencia descendente. En términos de indicadores financieros, el rendimiento sobre patrimonio (ROE) se redujo a 8.0%, comparado con el 14.1% de diciembre 2023 y el promedio quinquenal de 14.2%, mientras que el rendimiento sobre activos (ROA) cayó a 2.1%, frente al 3.9% del año anterior y al promedio de cinco años de 4.2%.

Los ingresos totales presentaron una reducción del 6.8% (USD 10.2 millones) respecto a diciembre 2023, y a la tasa de crecimiento ponderada (CARG) de los últimos cinco años (3.0%). Esta reducción se explica principalmente por una caída en la venta de productos industriales (8.2%; USD 11.0 millones), destacando entre ellos la melaza y el azúcar.

Los ingresos que respaldan la operatividad del fondo alcanzaron los USD 106.8 millones con una caída del 3.1% respecto a diciembre de 2023, debido a la baja en el precio del azúcar en los mercados internacionales. Las exportaciones, que representaron el 59.0% del total, tuvieron como destinos principales la Unión Europea, los países del CAFTA y Estados Unidos, mientras que el mercado interno aportó el 41.0%.

En 2024, los costos totales de Ingenio El Ángel disminuyeron un 1.9% (USD 2.0 millones), pero la utilidad bruta cayó un 17.5% (USD 8.3 millones), reduciendo el margen bruto a 27.8% desde el 31.4% de 2023. Los gastos operativos bajaron levemente (1.0%), por menores gastos administrativos, y la eficiencia operativa se mantuvo estable en 11.9%. No obstante, la caída de ingresos afectó el margen operativo, que retrocedió de 20.2% a 15.9%.

Cobertura

Ingenio El Ángel mantiene coberturas adecuadas para cumplir con sus compromisos financieros; sin embargo, durante el período analizado, se observó una reducción debido al comportamiento de los resultados. En este sentido, el EBITDA se ubicó en USD 31.1 millones, lo que representa una disminución del 20.0% (USD 7.8 millones) en comparación con diciembre de 2023. Esta caída impactó la capacidad de cobertura del EBITDA frente a los gastos financieros, reduciéndose a 2.02x, por debajo de las 2.66x del año anterior y del promedio de los últimos cinco cierres, que era de 2.74x.

Riesgo de Liquidez

Ingenio El Ángel mantiene una liquidez adecuada para su sector, aunque con señales de deterioro en sus principales indicadores y una tendencia negativa en el capital de trabajo. Al cierre de diciembre, la liquidez corriente se situó en 0.62x, por debajo del 0.72x registrado en 2023 y del promedio quinquenal de 0.70x. De forma similar, la liquidez ácida cayó a 0.48x, frente al 0.54x del año anterior y al promedio histórico. Además, el capital de trabajo permaneció negativo, con -USD 39.1 millones.

Los activos corrientes se redujeron un 14.4% (USD 11.1 millones), principalmente por menores la disminución de efectivo, cuentas por cobrar e inventarios. Los pasivos corrientes también disminuyeron un 1.6% (USD 1.7 millones), debido a una baja en proveedores a corto plazo. En cuanto a la estructura de financiamiento, el 48.7% de los pasivos proviene de préstamos y el 32.4% de un fondo de titularización, orientados al capital de trabajo, compra de caña y mantenimiento de maquinaria.

Riesgo de Solvencia

La compañía ha mantenido niveles de solvencia y endeudamiento adecuadas, en línea con su estrategia de financiamiento basada en préstamos bancarios y titularizaciones para respaldar su operación. Esta estrategia ha influido en un aumento gradual del apalancamiento patrimonial, con un ratio de 2.85x, superior al 2.66x registrado en diciembre de 2023 y al promedio histórico de 2.48x. Por otro lado, la razón de endeudamiento se mantuvo estable en 0.74x, en línea con el valor de diciembre de 2023 (0.73x) y el promedio histórico (0.71x).

El patrimonio totalizó en USD 83.8 millones, presentando una disminución del 5.4% (USD 4.8 millones), debido a la reducción en los resultados acumulados en un 9.4% (USD 4.7 millones) producto de la distribución de utilidades. El patrimonio está compuesto en un 29.6% por capital social y en un 54.2% por utilidades acumuladas.

Desempeño del fondo

El originador ha cumplido satisfactoriamente con los covenants financieros establecidos en el prospecto de emisión. Además, ha mantenido coberturas de ingresos sobre las cuotas de cesión en niveles adecuados, lo que asegura el cumplimiento de sus obligaciones financieras.

Cumplimiento de covenants financieros.

Según el prospecto de emisión, el originador debe cumplir con tres covenants financieros, los cuales son revisados por la titularizadora utilizando los estados financieros, mientras existan obligaciones vigentes con los Tenedores de Valores. A continuación, se detallan los covenants establecidos.

- **Deuda financiera entre patrimonio del originador:** El originador cumple con el requerimiento establecido de mantener la deuda financiera² sobre el patrimonio por debajo de 3.0x. A diciembre 2024, el ratio se encuentra satisfactoriamente en 2.45x (diciembre 2023: 2.20x), cumpliendo con el límite permitido. Este ratio se calcula semestralmente, al cierre de los meses de junio y diciembre, mientras existan valores vigentes del fondo.
- **Activos libres de pignoración entre el saldo vigente del fondo:** El originador cumple con el requisito de que los activos libres de pignoración³ deben superar, en todo momento, el saldo vigente del fondo por más de una vez. A la fecha de análisis, el ratio se ubicó en 3.62x (diciembre 2023: 3.78x), cumpliendo con dicho requerimiento. Este ratio se calcula al cierre de los períodos semestrales de junio y diciembre.
- **CAPEX de mantenimiento anual no podrá ser menor a USD 5.5 millones:** A diciembre de 2024, el originador cumplió de manera satisfactoria. Su CAPEX⁴ anual alcanzó un total de USD 25.7 millones, superior al monto reportado en diciembre de 2023, que fue de USD 24.7 millones.

Las cesiones se realizan anualmente en enero, febrero y marzo, en línea con el ciclo de ingresos del Ingenio. En 2024, la totalidad de la cesión fue recolectada en enero, cumpliendo con lo programado.

En relación con las proyecciones para el periodo analizado, los resultados reales a diciembre de 2024 mostraron una disminución en comparación con las estimaciones, aunque siguen siendo satisfactorios. La cobertura proyectada de EBITDA sobre la cesión anual era de 4.10x; sin embargo, el resultado observado fue de 3.13x. En cuanto a la cobertura de ingresos sobre la cesión anual, esta alcanzó 14.10x, ubicándose por debajo del nivel proyectado de 15.89x.

PROYECCIONES (EXPRESADO EN MILLONES DE USD y VECES)

	Real	Proyectado							
Componente	dic-23	dic-24	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Ingresos totales	150.47	140.23	158.0	165.9	174.2	182.9	192.0	201.6	
EBITDA	38.86	31.10	40.8	42.8	45.0	47.2	49.6	52.1	
Cesión anual	8.92	9.94	9.94	9.5	9.6	9.6	9.6	9.6	
Cobertura de ingresos (veces)	16.87	14.10	15.89	17.38	18.23	19.12	20.05	21.00	
Cesión/Ingresos (%)	5.93%	7.09%	6.29%	5.75%	5.49%	5.23%	4.99%	4.76%	
EBITDA/ Cesión	4.36	3.13	4.10	4.49	4.71	4.94	5.18	5.42	

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

Desempeño de flujos cedidos y cobertura del fondo de titularización

A diciembre de 2024, el fondo mantuvo coberturas holgadas sobre las cuotas de cesión, aunque inferiores a las proyecciones y al periodo anterior, debido a una menor recaudación de ingresos. La cobertura con ingresos externos fue de 6.34x, por debajo del 7.16x proyectado y del 7.60x de 2023. En tanto, la cobertura con ingresos internos se ubicó en 4.40x, levemente inferior al 4.48x esperado y al 4.75x del año anterior.

² Deuda Financiera: Saldo de préstamos bancarios a largo plazo + Porción corriente de préstamos bancarios a largo plazo + Préstamos bancarios a corto plazo + Saldo vigente de los Valores de Titularización del Fondo.

³ Se entenderá por activos libres de pignoración como la resta entre la cuenta contable de Activos Totales menos el valor contable de los Activos pignorados a terceros.

⁴ Se entenderá por CAPEX de mantenimiento cualquier gasto o inversión en activos fijos realizado con el objeto de reparar, reemplazar, mantener o alargar la vida económica de los principales activos utilizados para los procesos industriales de productos derivados de la caña de azúcar, los cuales son necesarios para mantener la operación existente.

COBERTURA DE LOS INGRESOS EN RELACIÓN CON LA CESIÓN (EXPRESADO EN MILLONES DE USD Y VECES)

Componente	REAL		2024	2025	PROYECTADO		2028	2029
	dic-23	dic-24			2026	2027		
Ventas por Exportación	67.83	63.04	71.22	74.78	78.52	82.45	86.57	90.89
Mercado Interno	42.39	43.76	44.51	46.73	49.07	51.52	54.09	56.80
Cesión anual	8.92	9.94	9.94	9.55	9.55	9.57	9.58	9.60
Ventas por Exportación/ Cesión	7.60	6.34	7.16	7.83	8.22	8.62	9.04	9.47
Mercado Interno / Cesión	4.75	4.40	4.48	4.90	5.14	5.39	5.65	5.92

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

Cuentas Bancarias

En enero, la cuenta discrecional recibió los fondos previstos, cubriendo satisfactoriamente la cuota de enero a marzo de 2024 según el modelo financiero. Asimismo, la cuenta restringida alcanzó el monto estipulado en el prospecto: USD 1.72 millones.

Estados financieros auditados de Ingenio El Ángel

BALANCE GENERAL (USD MILLONES)					
COMPONENTE	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO	0.9	1.0	1.1	1.5	1.1
CUENTAS POR COBRAR A COMERCIALES -NETO	10.6	26.8	24.2	28.6	23.8
CUENTAS POR COBRAR A COMPAÑÍAS RELACIONADAS	34.6	36.6	29.5	24.9	10.6
INVENTARIOS	12.8	14.4	16.7	19.4	15.7
PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO - NETO	189.8	185.7	184.8	194.1	205.5
INVERSIONES PERMANENTES	5.0	10.7	23.4	29.2	39.9
OTROS ACTIVOS	19.8	21.6	25.7	26.1	26.0
TOTAL ACTIVOS	273.4	296.7	305.6	323.8	322.5
CUENTAS POR PAGAR A COMPAÑÍAS RELACIONADAS	0.3	1.0	2.9	2.9	3.2
PROVEEDORES	3.2	4.1	3.6	5.9	3.5
PRÉSTAMOS BANCARIOS	153.5	103.9	98.1	113.8	123.7
FONDO DE TITULARIZACIÓN	-	77.8	76.9	80.8	77.3
OTROS PASIVOS	27.95	22.04	34.51	31.79	30.93
TOTAL PASIVOS	185.0	208.9	216.0	235.2	238.7
CAPITAL SOCIAL	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8
RESERVA LEGAL	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
RESULTADOS ACUMULADOS	49.9	49.3	51.1	50.2	45.4
SUPERÁVIT POR REVALUACIÓN	8.7	8.7	8.7	8.7	8.6
TOTAL PATRIMONIO	88.4	87.8	89.6	88.6	83.8
TOTAL PASIVOS + PATRIMONIO	273.4	296.7	305.6	323.8	322.5

Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (USD MILLONES)					
COMPONENTE	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
TOTAL DE INGRESOS	124.6	139.1	150.0	150.5	140.23
COSTO TOTAL	83.7	96.7	99.0	103.2	101.2
UTILIDAD BRUTA	40.9	42.4	51.0	47.3	39.0
GASTOS DE OPERACIÓN	14.0	14.0	15.6	16.9	16.7
UTILIDAD DE OPERACIÓN	26.9	28.5	35.4	30.4	22.3
OTROS INGRESOS Y GASTOS NETOS	(10.9)	(11.3)	(10.8)	(12.3)	(13.0)
UTILIDAD ANTES DE RESERVAS E ISR	16.0	17.2	24.6	18.1	9.4
GASTOS POR IMPUESTO SOBRE LA RENTA	3.4	3.1	7.5	5.5	2.7
UTILIDAD ANTES DE CONTRIBUCIÓN	12.6	14.1	17.2	12.5	6.7
(-) CONTRIBUCIÓN ESPECIAL 5%	0.4	-	-	-	-
UTILIDAD NETA	12.2	14.1	17.2	12.5	6.7

Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS (% , VECES Y USD MILLONES)					
COMPONENTE	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
RENTABILIDAD					
MARGEN OPERATIVO	21.6%	20.5%	23.6%	20.2%	15.9%
MARGEN NETO	9.8%	10.1%	11.4%	8.3%	4.8%
ROA	4.5%	4.7%	5.6%	3.9%	2.1%
ROE	13.8%	16.0%	19.1%	14.1%	8.0%
GASTOS OPERATIVOS / INGRESOS DE OPERACIÓN	11.3%	10.0%	10.4%	11.2%	11.9%
LIQUIDEZ					
LIQUIDEZ CORRIENTE	0.66	0.79	0.71	0.72	0.62
LIQUIDEZ ÁCIDA	0.50	0.63	0.54	0.54	0.48
CAPITAL DE TRABAJO NETO	(28.6)	(19.7)	(29.0)	(30.2)	(39.5)
SOLVENCIA					
APALANCAMIENTO PATRIMONIAL	2.09	2.38	2.41	2.66	2.85
COBERTURA					
EBITDA/ GASTOS FINANCIEROS	2.77	2.80	3.46	2.66	2.02
EBITDA/ SERVICIO DE LA DEUDA	1.59	1.74	2.30	1.74	1.19

Fuente: IEA, S.A. de C.V./ Elaboración: PCR

Estados financieros auditados del FTHVIEA01

BALANCE GENERAL DEL FONDO (USD MILES)				
COMPONENTE	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
ACTIVO	15,081	141,399	132,717	122,527
BANCOS	1,984	3,689	1,976	1,889
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN CORTO PLAZO	12,969	7,040	8,991	9,666
ACTIVO CORRIENTE	14,953	10,729	10,967	11,554
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	127,840	130,670	121,750	110,973
ACTIVO NO CORRIENTE	127,840	130,670	121,750	110,973
TOTAL ACTIVO	142,793	141,399	132,717	122,527
DOCUMENTOS POR PAGAR	23,972	19,977	13,621	13,543
COMISIONES POR PAGAR	2	168	184	185
HONORARIOS PROFESIONALES	11	27	40	49
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	8	8.7	12	13
OBLIGACIONES POR TITULARIZACION DE ACTIVOS	5,307	6,920	4,997	8,698
IMPUESTOS Y RETENCIONES POR PAGAR	4	-	-	-
PASIVOS CORRIENTES	29,305	27,101	18,855	22,487
OBLIGACIONES POR TITULARIZACION DE ACTIVOS	74,107	75,088	78,707	71,595
INGRESOS DIFERIDOS	40,417	44,291	42,137	39,791
PASIVO NO CORRIENTE	114,524	119,380	120,844	111,385
(DÉFICIT) ACUMULADOS DEL FT	-1,036	-5,082	-6,982	-11,346
TOTAL PASIVO	142,793	141,399	132,717	122,527

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

ESTADO DE RESULTADOS DEL FONDO (USD MILES)
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES INGENIO EL ÁNGEL 01 (USD)

COMPONENTE	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	616	2,315	2,188	2,371
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACIÓN	516	378	358	323
ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	433	321	305	282
CLASIFICACIÓN DE RIESGO	36	33	31	31
AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	3	3	3	3
SERVICIOS DE VALUACIÓN	8	-	-	-
HONORARIOS PROFESIONALES	36	22	20	8
GASTOS FINANCIEROS	724	5,960	3,696	6,411
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	724	5,960	3,696	6,411
OTROS GASTOS	412	23	33	1
TOTAL DE EGRESOS Y GASTOS	1,652	6,361	4,088	6,735
EXCEDENTE (DEFICIT) DEL EJERCICIO	(1,036)	(4,046)	(1,900)	(4,363)

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.