

VALORES DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CONTRATO DE APERTURA DE CRÉDITO CERO UNO- VTHVAPC 01

Comité No.: 121/2026

Fecha de comité: 27 de abril del 2026

Informe con estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2025

Antiguo Cuscatlán – El Salvador

Equipo de Análisis

Milagro Barraza

Adalberto Chávez

(503) 2266-9471

mbarraza@ratingspcr.com

achavez@ratingspcr.com

Calificación

AA

Significado de la calificación

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

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

Instrumento calificado	Calificación actual	Calificación anterior	Fecha de comité
Valores de Titularización	AA	AA	27 de abril del 2026
Perspectiva	Estable	Estable	27 de abril del 2026

"La información empleada en la presente calificación 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 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 de este; ni estabilidad de su precio."

Racionalidad

En comité de clasificación de riesgo, Pacific Credit Rating (PCR) decidió mantener la clasificación de riesgo de "AA" con perspectiva "Estable" al Fondo de Titularización Hencorp Valores Contrato de Apertura de Crédito Cero Uno - FTHVAPC 01; con información auditada al 31 de diciembre de 2025.

La clasificación se sustenta en la adecuada capacidad de pago del fondo para atender oportunamente sus obligaciones, respaldadas por los flujos de ingresos provenientes de las operaciones de ANDA, así como por el soporte contingencial de CEL. Asimismo, la estructura de la emisión se ve reforzada por mecanismos legales, operativos y financieros que contribuyen a robustecer su perfil de riesgo.

Resumen ejecutivo

- **El fondo cumplió adecuadamente los resguardos financieros:** A diciembre de 2025, el fondo ha cumplido con los resguardos establecidos. El porcentaje de recaudación de ingresos se ubicó en 0.88 veces, por encima del mínimo requerido de 0.70 veces; mientras que el índice de cobertura de costos de operación y mantenimiento con ingresos propios alcanzó 1.52 veces, superando el umbral establecido de 1.0 veces.
- **Coberturas adecuadas respecto a la cesión:** La cobertura del resultado operacional de ANDA respecto a la cesión del fondo alcanzó 5.1 veces, nivel que se mantiene adecuado, consistente con su desempeño histórico y coherente con las proyecciones del modelo financiero, reflejando una estabilidad en la generación operativa frente a las obligaciones derivadas de la cesión. En este contexto, al cierre de diciembre de 2025 se registraron 60 cuotas pagadas, con una cesión acumulada de USD 31.62 millones.
- **Niveles de liquidez de ANDA apropiados a la naturaleza autónoma:** ANDA ha mantenido flujos de caja operativos estables que le permiten cumplir sus obligaciones de corto plazo, pese a la presión de la deuda. Al cierre del período, las disponibilidades fueron de USD 18.7 millones y la cobertura de liquidez se mantuvo en 0.5 veces, por encima del promedio histórico de 0.3 veces, reflejando una mejora. No obstante, la sostenibilidad de este desempeño dependerá de la eficiencia en la gestión del gasto y del equilibrio entre deuda e ingresos operativos, considerando que la actual estructura de egresos podría incrementar la dependencia de financiamiento externo en el mediano plazo.
- **Solvencia y apalancamiento consistente:** En opinión de PCR, ANDA mantiene niveles adecuados de endeudamiento y solvencia, con un apalancamiento patrimonial de 2.3 veces y un endeudamiento de 70.1%, ambos ligeramente superiores al período previo pero aún por debajo de sus promedios históricos, lo que refleja una estructura de capital estable; estas variaciones responden a la reducción del patrimonio y los activos, sin afectar la sostenibilidad financiera, mientras que su estructura de deuda, respaldada principalmente por aval soberano que cubre cerca del 70% de la deuda interna y la totalidad de la externa, mitiga el riesgo crediticio y fortalece su capacidad de pago y acceso a financiamiento en el mediano plazo.
- **Capacidad de pago de la deuda adecuada, aunque con rentabilidad negativa:** ANDA mantiene una adecuada capacidad de cobertura del servicio de la deuda en relación con el EBITDA, con un indicador de 2.9 veces al cierre del 2025, superior al 1.2 veces del período previo. Sin embargo, la entidad continúa operando con costos y gastos superiores a los ingresos, influenciados por ajustes a resultados de ejercicios anteriores, lo que resultó en una pérdida neta de USD 11.0 millones, menor a la pérdida de USD 16.2 millones del período previo. Los indicadores de rentabilidad permanecen negativos, con un rendimiento sobre patrimonio promedio (ROE) de -4.0 % y un rendimiento sobre activos promedio (ROA) de -1.2 %, aunque ambos muestran una mejora significativa frente a los promedios de los últimos cinco años.

Factores clave

Factores que, de forma individual o conjunta, podrían impulsar una mejora en la clasificación: Mejora de la calidad crediticia del deudor (ANDA) y la entidad que respalda la emisión (CEL), de acuerdo con el procedimiento contingencial. Así como, la incorporación de mecanismos adicionales que fortalezcan la cobertura y la operatividad de la emisión.

Factores que, de manera individual o conjunta, podrían afectar negativamente la clasificación: Deterioro en la calidad crediticia del deudor y del garante, así como incumplimientos de los resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización. Adicionalmente, cambios en las políticas gubernamentales relacionadas con ANDA por parte del Gobierno de El Salvador, así como un posible deterioro en las finanzas públicas que pudiera afectar las transferencias que dicha entidad recibe del Estado, considerando la relevancia de ANDA en la economía salvadoreña. Adicionalmente, la calificación podrá ser revisada en caso de mantenerse la limitación de información por parte de CEL, considerando que el mecanismo de apoyo contingencial asociado a la estructura constituye un elemento relevante para la evaluación del riesgo y su adecuada medición.

Metodología utilizada

Metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (El Salvador) código PCR-SV-ANA-MET-NR-050 (octubre 30, 2025). Normalizada 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 clasificación

PCR utilizó los estados financieros no auditados de ANDA correspondientes a diciembre de 2020 a 2025, preparados conforme a los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados para Instituciones Gubernamentales en El Salvador. Asimismo, se consideraron los estados financieros auditados del Fondo de Titularización FTHVAPC 01 para el periodo 2021-2025, junto con la información proporcionada directamente por la Titularizadora. Los estados financieros del fondo se elaboran de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Limitaciones para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:** Durante el ejercicio 2025, no se contó con los estados financieros de CEL (mecanismo contingencial), lo que limitó el alcance del análisis para verter una opinión sobre la capacidad de pago del garante. Adicionalmente, no se contó con estados financieros auditados de ANDA.
- **Limitaciones potenciales:** PCR dará seguimiento a la capacidad del fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago de sus obligaciones, así como el cumplimiento de los resguardos financieros y legales establecidos en el contrato de cesión.

Hechos relevantes del emisor

No se reportan hechos o eventos significativos adicionales a los señalados en el informe de auditoría.

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.

Perfil de la Titularizadora

Reseña y operaciones.

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

Estructura gerencial y gestión de riesgos.

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

Resultados financieros

Debido a la naturaleza del negocio, la evaluación del riesgo de liquidez de la Titularizadora es prioritaria. Al cierre de diciembre de 2025, el ratio de prueba ácida se mantuvo estable, pasando de 2.8 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 titularización

El Fondo de Titularización Hencorp Valores Contrato de Apertura de Crédito Cero Uno 01 (FTHVAPC 01) se constituye con el propósito de titularizar el contrato de apertura de crédito suscrito entre EXOR y la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados (ANDA), por un monto de hasta USD 200 millones. Dicho monto es pagadero por ANDA en un plazo de 240 meses a partir de la fecha del primer desembolso.

Principales características del instrumento	
Originador	Sociedad Exor Investment Corporate de El Salvador, Sociedad Anónima de Capital Variable, a la que se le podrá hacer referencia indistintamente como "Exor Investment Corporate S.A. de C.V." o "EXOR".
Monto de la Emisión	Hasta USD 200 millones
Plazo de la Emisión	La emisión de valores de titularización - títulos de deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de hasta 240 meses.
Respaldo de la Emisión	El pago de los valores de titularización – títulos de deuda se respalda únicamente con el patrimonio del fondo de titularización FTHVAPC 01, independiente del patrimonio del originador.
Destino de los Fondos de la emisión	Para el Pago de las obligaciones reconocidas mediante escritura pública suscrita entre ANDA y la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL), en virtud del cual ANDA reconoce la obligación de pago a CEL por un monto de hasta USD 141.09 millones. Pago a distribuidoras eléctricas por un monto de hasta USD 17 millones, en concepto del suministro de energía eléctrica. La realización de sus fines, de acuerdo con sus presupuestos y con arreglo a la Ley, por el monto restante. El plazo del crédito es por doscientos cuarenta meses contados a partir del primer desembolso.

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

A la fecha de análisis, se han colocado USD 51.64 millones, distribuidos en 13 tramos.

Análisis del originador

La Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados (ANDA) es una entidad autónoma de servicio público, dotada de personalidad jurídica y con sede en la ciudad capital de la República de El Salvador. Fue establecida el 17 de octubre de 1961, mediante el Decreto N.º 341 emitido por el Directorio Cívico Militar, en el marco de la Ley de la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados.

Desde su creación, ANDA se ha consolidado como un actor clave en el desarrollo social y económico de El Salvador, al encargarse de la gestión y provisión de agua potable y servicios de saneamiento. Su objetivo principal es garantizar a la población el acceso a fuentes de abastecimiento, infraestructura, y servicios para el suministro de agua, así como para la recolección y disposición final de aguas residuales.

Gobierno corporativo

ANDA es una entidad autónoma del Estado salvadoreño, sin accionistas privados, que opera bajo la Ley de la Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados, la Ley de Acceso a la Información Pública y la Ley de Adquisiciones y Contrataciones Públicas, garantizando transparencia y legalidad. Su gestión está liderada por una junta directiva y un equipo gerencial.

Análisis financiero del originador

Resultados.

En opinión de PCR, los resultados financieros de ANDA se consideran razonables en función de la naturaleza de la institución, sustentados en la estabilidad de sus ingresos operativos. Se observan mejoras en el desempeño financiero, considerando que las pérdidas registradas en los últimos cinco años han sido significativamente mayores. No obstante, la entidad continúa presentando una estructura en la que los costos y gastos superan los ingresos, situación que estuvo influenciada por un ajuste a resultados de ejercicios anteriores. En este contexto, ANDA registró una pérdida neta de USD 11.0 millones al cierre de diciembre de 2025, menor en comparación con la pérdida de USD 16.2 millones reportada en diciembre de 2024.

Los indicadores de rentabilidad mantienen una tendencia negativa, consistente con lo observado en los últimos cinco cierres anuales, lo que refleja una limitada capacidad de generación de resultados. En este sentido, el rendimiento sobre el patrimonio promedio (ROE) se ubicó en -4.0 %, mientras que el rendimiento sobre los activos promedio (ROA) se situó en -1.2 %. A pesar de mantenerse en terreno negativo, ambos indicadores muestran una mejora relevante respecto al promedio de los últimos cinco años (ROE de -23.0 % y ROA de -4.5 %), evidenciando una recuperación gradual en los niveles de rentabilidad.

ANDA ha mantenido históricamente una base de ingresos estable, sustentada principalmente en la generación de ingresos operativos provenientes de la prestación de bienes y servicios, complementados por fuentes recurrentes propias de entidades autónomas, tales como transferencias corrientes y de capital. Al cierre de diciembre de 2025, los ingresos totales registraron un crecimiento interanual de 6.7 % respecto a diciembre de 2024, lo que refleja una evolución favorable en su capacidad de generación de flujo operativo.

La entidad presenta una adecuada capacidad de cobertura del servicio de la deuda en relación con el EBITDA. A diciembre de 2025, el indicador de cobertura se ubicó en 2.9 veces, mostrando una mejora significativa frente al nivel registrado en diciembre de 2024 (1.2 veces). Esta evolución responde principalmente al mayor dinamismo del EBITDA, así como a una reducción en el servicio de la deuda, lo que fortalece la flexibilidad financiera de la entidad en el corto plazo.

En cuanto a la estructura de costos, los gastos de gestión evidenciaron una tendencia al alza, con un incremento interanual de 4.4 % al cierre de diciembre de 2025, explicado principalmente por mayores erogaciones en bienes de consumo, dentro de los cuales se encuentran servicios básicos, mantenimiento y reparación de activos, entre otros. Adicionalmente, se registró un ajuste relevante asociado a ejercicios anteriores. No obstante, se observa una reducción en partidas relevantes como gastos de personal, gastos financieros y otros rubros, lo cual sugiere avances en la eficiencia operativa, aunque persisten presiones en la dinámica del egreso.

Liquidez

ANDA ha mantenido una capacidad apropiada para generar flujos de caja operativos durante los últimos cuatro años, lo que le ha permitido contar con una capacidad adecuada para cumplir con sus obligaciones de corto plazo. Aunque el servicio de la deuda ejerce presión sobre estos flujos, los ingresos provenientes de otras operaciones han contribuido a equilibrar la posición de liquidez. Entre 2019 y 2025, la entidad ha registrado niveles de caja suficientes para atender sus compromisos inmediatos, cerrando 2025 con disponibilidades por USD 18.7 millones. Esta posición refleja una gestión de liquidez razonable, sostenida en la recurrencia de ingresos y en la capacidad de generación de flujo operativo; sin embargo, el mantenimiento de este equilibrio dependerá de la eficiencia en el manejo del gasto y del balance entre servicio de deuda e ingresos operativos. Adicionalmente, de persistir la actual estructura de egresos, especialmente la carga financiera, podría surgir la necesidad de recurrir a financiamiento externo para preservar la sostenibilidad de la liquidez en el mediano plazo.

En cuanto a la estructura de la deuda, ANDA mantiene una composición adecuada, con el 7.6 % de sus obligaciones a corto plazo y el 92.4 % restante a largo plazo. La deuda interna constituye el componente predominante del pasivo total de la entidad autónoma, representando el 70.5 %, mientras que la deuda externa representa únicamente el 4.7 %. Por su parte, las obligaciones con acreedores financieros alcanzan el 17.3 %, y el 7.6 % restante corresponde, en conjunto, a acreedores monetarios y depósitos de terceros.

En términos de liquidez, los activos líquidos disponibles para cubrir obligaciones de corto plazo registraron un indicador de 0.5 veces al cierre de diciembre de 2025, en línea con el nivel de diciembre de 2024 (0.6 veces). Este nivel representa una mejora significativa frente al promedio de los últimos cinco años (0.3 veces), evidenciando un fortalecimiento de la posición de liquidez. No obstante, al situarse por debajo del umbral de 1.0x, la cobertura de pasivos de corto plazo sigue siendo parcial. En opinión de PCR, considerando el marco institucional y la naturaleza autónoma de la entidad, los niveles actuales de liquidez son razonables; sin embargo, deberán mantenerse bajo monitoreo para garantizar la sostenibilidad financiera en el corto plazo.

Solvencia

En opinión de PCR, los indicadores de endeudamiento y solvencia de ANDA se mantienen en niveles adecuados a la naturaleza de la entidad. Al cierre de diciembre de 2025, el apalancamiento patrimonial se ubicó en 2.3 veces, levemente superior al registrado en diciembre de 2024 (2.2 veces) y por debajo del promedio de los últimos cinco años (3.9 veces), lo que refleja una estructura de capital estable. De manera similar, el nivel de endeudamiento se situó en 70.1 %, mostrando un incremento marginal respecto al 68.3 % de 2024 y permaneciendo inferior al promedio histórico de 76.4 %. Estos ligeros aumentos en los indicadores se explican principalmente por la disminución del patrimonio y de los activos totales, sin comprometer la sostenibilidad financiera de la entidad.

La estructura de deuda de ANDA refleja un nivel adecuado de solvencia, respaldado por la significativa participación de aval soberano en sus pasivos a largo plazo. Al cierre de 2025, aproximadamente el 70 % de la deuda interna y la totalidad de la deuda externa cuentan con respaldo estatal, lo que reduce el riesgo crediticio de estos compromisos y refuerza la capacidad de la entidad para cumplir con sus obligaciones financieras. Este respaldo soberano fortalece la estabilidad de la estructura de deuda y mejora las condiciones de acceso a financiamiento, consolidando la resiliencia financiera de ANDA en el mediano plazo.

Desempeño del fondo

Al cierre de diciembre de 2025, se registraron 60 cuotas pagadas, con una cesión acumulada de USD 31.62 millones. En opinión de PCR, las coberturas del resultado operacional de ANDA en relación con la cesión se han mantenido en niveles adecuados, en línea con las proyecciones financieras. Asimismo, se estima que dichas coberturas conservarán su estabilidad en el corto y mediano plazo.

COMPONENTE	REAL		PROYECCIÓN (USD MILLONES)				
	dic-24	dic-25	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Resultado Operacional ANDA	41.1	44.9	44.4	47.3	50.5	53.8	57.2
Cuotas crédito	8.8	8.8	8.8	8.8	8.7	8.7	9.0
Cobertura crédito (veces)	4.7	5.1	5.1	5.4	5.8	6.2	6.4

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

Resguardos financieros

Durante 2025, ANDA ha cumplido adecuadamente con los *covenants* financieros establecidos en la Cláusula XI, literal h, del Contrato de Apertura de Crédito, verificados semestralmente, a continuación, se detallan:

- 1) **Porcentaje de recaudación de ingresos**¹. Dicho indicador será evaluado semestralmente, en los meses de junio y diciembre, durante la vigencia del Contrato de Apertura de Crédito, y no deberá ser inferior a 0.70 veces. De acuerdo con la información proporcionada por la Titularizadora, a diciembre 2025, el indicador registra un valor de 0.88 veces cumpliendo así con el requerimiento establecido por el Fondo.
- 2) **Índice de cobertura de costos de operación y mantenimiento con ingresos propios**². Este indicador será evaluado durante la vigencia del contrato en el mes de diciembre y no deberá ser inferior a 1.0 veces. Conforme a la información proporcionada por la Titularizadora, a diciembre 2025, el indicador se ubicó en 1.52 veces, cumpliendo con el umbral establecido.

La cuenta restringida, constituida conforme al Contrato de Apertura de Crédito por un monto no inferior a dos cuotas mensuales máximas, tiene como finalidad cubrir pagos de capital, intereses, comisiones y otros cargos; a diciembre de 2025, su saldo ascendía a USD 1.5 millones, en cumplimiento de los requisitos establecidos. Adicionalmente, durante 2025, la cuenta discrecional bancaria del fondo recibió las cuotas mensuales correspondientes según lo establecido en el modelo financiero.

¹ Porcentaje de recaudación de ingresos es resultado de restar a uno, el cociente entre Deudores Monetarios por Venta de Bienes y Servicios y los Ingresos por Venta de Bienes y Servicios

² Índice de cobertura de costos de operación y mantenimiento con ingresos propios es el cociente entre los Ingresos por Venta de Bienes y Servicios y la suma de Gastos de Personal, Servicios Básicos, Productos Químicos, Combustibles y Lubricantes más Mantenimiento y Reparación.

Estados financieros no auditados de ANDA

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (EXPRESADO EN MILLONES DE USD)						
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
FONDOS	56.92	76.36	55.78	53.32	56.34	59.54
INVERSIONES FINANCIERAS	62.54	57.58	89.14	66.21	58.69	49.02
INVERSIONES EN EXISTENCIAS	15.52	14.10	13.87	14.62	17.70	22.82
INVERSIONES EN BIENES DE USO	694.05	677.33	659.93	713.73	698.69	672.80
INVERSIONES EN PROYECTOS Y PROGRAMAS	84.15	123.27	128.93	63.29	69.04	85.24
ACTIVO TOTAL	913.18	948.64	947.66	911.16	900.47	889.42
DEUDA CORRIENTE	57.91	60.28	56.26	27.73	50.26	47.16
FINANCIAMIENTO DE TERCEROS	689.67	783.75	629.73	613.86	565.00	576.26
PASIVO TOTAL	747.58	844.03	685.99	641.58	615.26	623.42
PATRIMONIO	237.63	171.98	283.22	319.05	301.88	277.10
RESULTADO DEL EJERCICIO A LA FECHA	- 65.86	- 61.20	- 21.24	- 48.92	- 16.24	- 11.02
DETRIMENTO PATRIMONIAL	- 6.17	- 6.17	- 0.32	- 0.55	- 0.42	- 0.08
TOTAL PATRIMONIO ESTATAL	165.60	104.61	261.67	269.58	285.21	266.00
TOTAL PASIVOS + PATRIMONIO ESTATAL	913.18	948.64	947.66	911.16	900.47	889.42

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

ESTADO DE RENDIMIENTO ECONÓMICO (EXPRESADO EN MILLONES DE USD)						
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
INGRESOS OPERACIONALES	163.01	171.95	252.76	201.38	234.14	237.88
GASTOS DE OPERACIÓN	157.05	166.95	186.56	173.91	193.00	192.95
RESULTADO DE OPERACIÓN	5.96	5.00	66.19	27.46	41.14	44.93
GASTOS FINANCIEROS NETOS	34.34	40.55	60.10	38.53	41.04	37.53
INGRESOS NO OPERACIONALES NETOS	10.92	26.32	21.42	15.55	21.38	34.95
GASTOS NO OPERACIONALES NETOS	48.41	51.97	48.76	53.40	37.72	53.36
RESULTADO (PÉRDIDA) NETA DEL EJERCICIO	- 65.86	- 61.20	- 21.24	- 48.92	- 16.24	- 11.02

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

INDICADORES FINANCIEROS (EXPRESADOS EN VECES Y %)						
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
ROA	-6.7%	-6.3%	-2.2%	-5.3%	-1.8%	-1.2%
ROE	-33.7%	-45.3%	-11.6%	-18.4%	-5.9%	-4.0%
ÍNDICE DE LIQUIDEZ	3.82	2.46	2.82	4.84	2.64	2.79
PASIVO TOTAL/ACTIVO TOTAL	81.9%	89.0%	72.4%	70.4%	68.3%	70.1%
APALANCAMIENTO PATRIMONIAL	4.5	8.1	2.6	2.4	2.2	2.3
LIQUIDEZ ÁCIDA	0.1	0.1	0.1	0.5	0.6	0.5
EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA	-	- 1.2	2.1	1.0	1.2	2.9
PATRIMONIO / ACTIVOS	18.1%	11.0%	27.6%	29.6%	31.7%	29.9%

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

Estados financieros auditados del fondo de titularización

BALANCE GENERAL (MILES DE USD)					
	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
BANCOS	2,043	1,975	1,884	1,933	2,970
IMPUESTOS	3	5	5	5	5
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	224	329	3,060	3,378	3,733
ACTIVO CORRIENTE	2,271	2,309	4,949	5,316	6,708
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	34,000	51,640	48,909	45,840	42,397
ACTIVO NO CORRIENTE	34,000	51,640	48,909	45,840	42,397
TOTAL ACTIVO	36,271	53,949	53,858	51,156	49,104
DOCUMENTOS POR PAGAR	63	65	63	63	63
COMISIONES POR PAGAR	1	1	1	1	1
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	64	83	16	17	16
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	2	4	3	3	3
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	122	167	167	3,288	3,652
IMPUESTOS Y RETENCIONES POR PAGAR	44	66	66	63	59
PASIVO CORRIENTE	295	386	316	3,434	3,795
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	34,000	51,640	51,640	45,712	42,202
INGRESOS DIFERIDOS	1,381	355	-	-	-
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	-	594	599	832	2,010
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	594	974	1,304	1,178	1,099
PASIVO NO CORRIENTE	35,976	53,563	53,542	47,722	45,310
TOTAL PASIVO	36,271	53,949	53,858	51,156	49,104

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

ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE USD)					
	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	3,924	4,655	6,285	6,032	5,683
TOTAL INGRESOS	3,924	4,655	6,285	6,032	5,683
POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	465	363	272	265	250
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	90	47	22	23	22
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	3	3	3	3	3
POR SERVICIO DE VALUACIÓN	15	-	-	-	-
POR HONORARIOS PROFESIONALES	25	12	13	12	12
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	598	425	310	303	287
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	2,629	3,233	4,670	4,551	4,297
GASTOS FINANCIEROS	2,629	3,233	4,670	4,551	4,297
OTROS GASTOS	102	24	1	-	-
TOTAL GASTO	3,329	3,681	4,981	4,854	4,584
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	594	974	1,304	1,178	1,099

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.