MOODY'S LOCAL

El Salvador

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Sesión Ordinaria: n.º 6612025

Fecha: 29 de abril de 2025

CLASIFICACIÓN PÚBLICA

Informe de revisión completo

Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Tres

CALIFICACIONES ACTUALES (*)

	Clasificación	Perspectiva
VTHVCPA03	AA-.sv (sf)	Estable

(*) La nomenclatura 'sv' refleja riesgos solo comparables en El Salvador.
Para mayor detalle sobre las clasificaciones asignadas ver la sección de información complementaria, al final de este reporte.

RESUMEN

Moody's Local ES S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo (en adelante, Moody's Local El Salvador) afirma la categoría AA-.sv (sf) a la emisión con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Tres (en adelante FTHVCPA03 o el Fondo). La perspectiva es Estable.

La clasificación se fundamenta en los derechos del Fondo sobre una porción de los flujos financieros futuros de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA), que también podrá identificarse como el Originador.

Los ingresos a percibir provienen de la venta de servicios aeroportuarios, portuarios o ferroviarios, incluyendo derechos de embarque, uso de instalaciones por líneas aéreas para pasajeros y carga (pistas, espacios comerciales, terminales y áreas de mantenimiento), y cualquier otro ingreso que CEPA esté legal o contractualmente facultada a recibir.

Como garantía operativa de la emisión, CEPA se ha comprometido mediante un contrato de cesión de flujos futuros a realizar las trasferencias de los pagos utilizando Órdenes Irrevocables de Pago (OIP). Inicialmente, el recaudo provendrá los derechos de embarque y pagos por uso y ocupación de servicios de las aerolíneas que operan en el Aeropuerto Internacional El Salvador (AIES).

La clasificación se favorece por la posición monopolística de CEPA como único operador de aeropuertos y puertos en El Salvador. El riesgo de negocios es bajo debido a su esquema comercial que incorpora altas barreras de entrada. Cabe destacar que en 2024, CEPA firmó un acuerdo de economía mixta con YILPORT, una empresa internacional de gestión de puertos, para administrar y operar los puertos de la Unión y Acajutla. El acuerdo tiene un plazo de 50 años y establece que el uso de la infraestructura portuaria queda a explotación y administración de YILPOTY. Sin embargo, los activos continuarán en el balance del Originador.

CEPA es una unidad institucional clave para el Gobierno central, creada por mandato de Ley, para la gestión eficaz de activos estratégicos de gran importancia para el desarrollo del país, y complementar los planes de crecimiento económico.

La robusta fortaleza patrimonial favorece la calidad de los indicadores de apalancamiento. Además, de poseer adecuados niveles de endeudamiento y una controlada volatilidad en la generación de flujo operativo. El Originador registra exceso de flujos operativos generados por las actividades aeroportuarias y portuarias.

Cabe señalar, que CEPA tiene flexibilidad para modificar tarifas en caso este lo necesite, y no puede comprometer más del 20.0% de sus ingresos con deuda

CONTACTOS

Fátima Flores +503.2243.7419
Associate Credit Analyst
Fatima.flores@moodys.com

Marco Orantes *+503.2243.7419*
Associate Director Credit Analyst
Marco.Orantes@moodys.com

Jaime Tarazona *+511.616.0417*
Ratings Manager
Jaime.tarazona@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Costa Rica
+506.4102.9400

El Salvador
+503.2243.7419

financiera. La estabilidad del flujo operativo de CEPA permite cubrir sus fuertes inversiones en CAPEX y compromisos financieros. Al cierre de 2024, el EBITDA cubre a los gastos financieros en 6.7x.

Se señala como factor de riesgo, la sensibilidad del Originador a las fases bajas del ciclo económico, una desaceleración económica globa y en la economía doméstica podría generar riesgos en el entorno operativo de CEPA. Asimismo, existe un riesgo estratégico y político derivado de eventuales cambios en las autoridades gubernamentales. Lo cual, generaría incertidumbre en la continuidad de los planes estratégicos del Originador.

Fortalezas crediticias

- → Robusta estructura legal del Fondo, favorecida por el contrato de cesión y Ordenes Irrevocables de Pago (OIP).
- → Cuenta restringida que cubre el próximo pago mensual de capital e intereses de los valores emitidos.
- → El exceso de flujo operativo del Cedente, favorece la cobertura del servicio de la deuda con el Fondo, incluso después de cubiertos los compromisos con el FTHVCPA01 y FTHVCPA02[1].
- → Dominio monopólico del Originador en la gestión de aeropuertos y puertos en El Salvador.
- → Alto perfil crediticio del Originador.
- → Sólida posición patrimonial.
- → Entidad estratégica para el Gobierno central.

Debilidades crediticias

- → La liquidez del fondo dependen estrictamente del Originador.
- → Originador es sensible a las fases bajas del ciclo económico
- → Los ingresos del Fondo están subordinados al pago de los compromisos con el FTHVCPA01 y FTHVCPA02.
- → Riesgo estratégico por a ajustes regulatorios y cambio índole política.

Factores que pueden generar una mejora de la clasificación

- → Mejora del perfil crediticio del Originador.
- → Incremento sostenido de los flujos operativos.

Factores que pueden generar un deterioro de la clasificación

- → Una baja del nivel de coberturas de cesión.
- → Cambios en las condiciones de los flujos proyectados.
- → Incumplimientos en las obligaciones por insuficiencia de flujos.
- → Debilitamiento en el perfil crediticio del Originador.
- → Modificaciones en la regulación entorno a las Titularizaciones

Principales aspectos crediticios del Originador

Estructura del balance estable, concentrada en su infraestructura clave y un patrimonio robusto.

En línea con su naturaleza estatal, CEPA concentra en la cuenta inversiones en bienes de uso, los inmuebles que administra (aeropuertos y puertos), por consiguiente, ejercen un dominio dentro de la estructura de balance, al representar el 55.4% de los activos totales. En menor medida, la partida de fondos disponibles (24.8%) e inversiones en proyectos y programas (18.1%). Favorecidos por una estable base de activos estratégicos, CEPA acumuló activos totales por USD763.2 millones, mostrando una expansión interanual de 11.6%, determinado por el crecimiento de las

[1] Fondo de Titularización Hencorp Valores Cepa01 y Cepa02

disponibilidades y las inversiones en proyectos y programas, derivado de la construcción, mejoras y ampliaciones al puerto de Acajutla y al Aeropuerto Internacional de El Salvador.

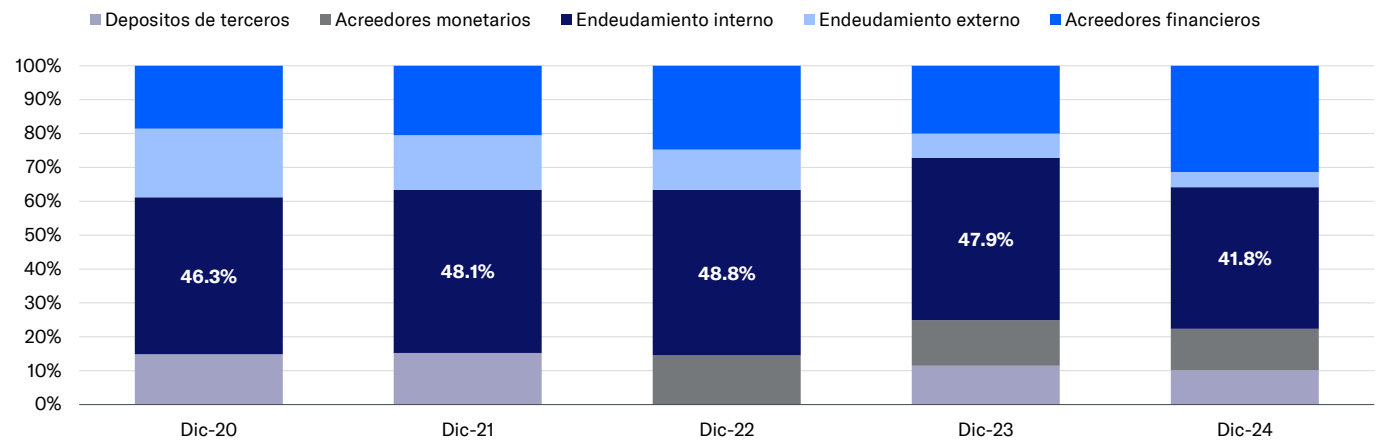
Con una expansión interanual de 14.5%, y una participación del 70.0% del activo total, CEPA mantiene un patrimonio robusto (diciembre 2024: USD534.3 millones); lo cual le permite solidez para reducir sus exposiciones en balance; y muestran la capacidad de sus activos para crecer orgánicamente. Los recursos propios se han favorecido del aumento significativo de los resultados del ejercicio (+USD35.7millones); derivado del incremento de los ingresos, principalmente los aeroportuarios.

Deuda financiera concentrada en titularizaciones y con baja participación en relación al patrimonio

Históricamente, CEPA ha mantenido niveles de endeudamiento bajos en relación con su balance, reflejo del modelo de negocios que le permite generar ingresos suficientes para desarrollar con recursos propio la mayoría de proyectos. A diciembre de 2024, la relación deuda/patrimonio se ubicó en 0.4x (diciembre 2023: 0.5x). El requerimiento de financiamiento ha estado en función de la realización de proyectos estratégicos de inversión, adquisición de activos inmobiliarios, construcción, ampliación y mantenimiento de infraestructura de las instituciones en administración de la Comisión.

A diciembre de 2024, la deuda financiera totalizó en USD105.9 millones, concentrada en deuda interna de largo plazo (90.3% del pasivo financiero), compuesta por dos fondos de titularización de flujos futuros (FTHVCPA01 y FTHVCPA02) y en menor medida por financiamiento externo obtenido con Japan Bank International. Cabe señalar que en marzo de 2025, se colocó el primer tramo del fondo FTHVCPA03, el destino de estos recursos es para la inversión del proyecto del Aeropuerto Internacional del Pacifico.

GRÁFICO 1. Evolución de la deuda total- CEPA



Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: Moody's Local El Salvador

De acuerdo con el Decreto Legislativo N°126, CEPA no puede comprometer más del 20.0% de sus ingresos. Esto permite mantener una estructura de deuda controlada de recursos provenientes de titularizaciones. A diciembre de 2024, considerando los dos fondos de titularización activos a la fecha de análisis, el Originador ha cedido el 7.6% del total de ingresos percibidos.

Liquidez favorecida por flujos operativos crecientes y bajos niveles de deuda de corto plazo

Al cierre de diciembre de 2024, los activos líquidos totalizaron en USD199.0 millones y cubrieron en 86.9% la deuda total, mejorando respecto a 2023 (68.5%), explicado por el crecimiento de las disponibilidades. Dicha cuenta registró USD131.9 millones y representó el 17.3% de los activos totales. Esto permitió a CEPA cubrir en 2.6x la deuda corriente.

El Originador registró una cobertura de activos corrientes frente a pasivos circulante de 3.9x (diciembre 2023: 2.7x). De acuerdo a nuestro análisis, CEPA exhibe niveles de liquidez adecuados para hacer frente a sus obligaciones en el corto

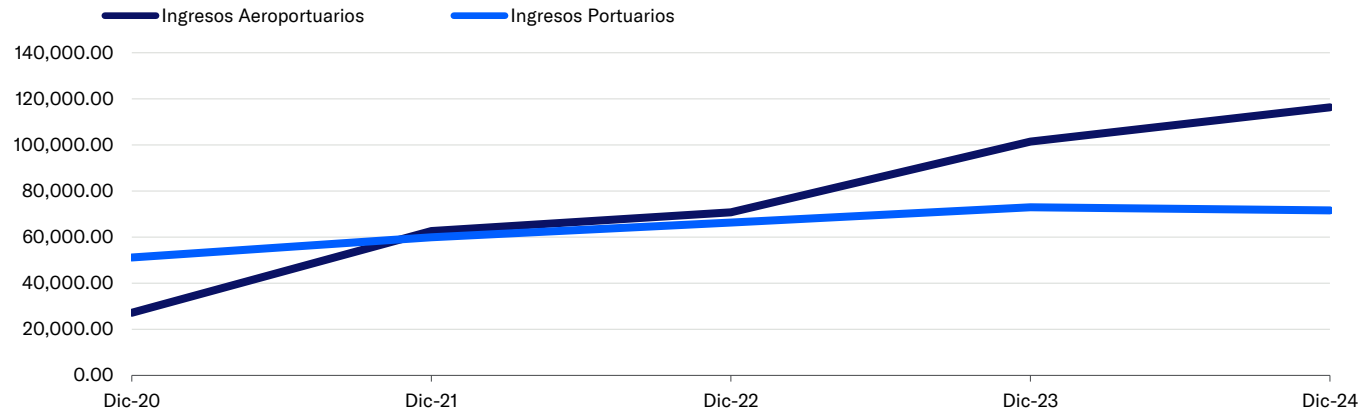
plazo; su estructura de deuda concentrada en el largo plazo; le proporciona una mayor flexibilidad financiera para honrar el pago del servicio de la deuda. En el último año, los niveles de liquidez se han fortalecido debido al crecimiento de los ingresos, principalmente los relacionados a los servicios aeroportuarios.

Sólida base de ingresos permite una rentabilidad adecuada y capacidad robusta de generación interna de capital

A diciembre de 2024, los ingresos totales acumularon USD228.3 millones, creciendo en 27.9% respecto a 2023. De acuerdo a su participación, los provenientes de la venta de bienes y servicios son los más representativos (75.8%), seguido de transferencias de capital recibidas (16.2%), ingreso por actualizaciones y ajustes (5.0%), financieros (2.9%) y transferencias corrientes recibidas (0.09%). Los ingresos fueron favorecidos por el reconocimiento de ingresos por transferencia de capital por parte del Ministerio de Obras Públicas para la ejecución del proyecto del Aeropuerto Internacional del Pacifico, por un monto de USD37.0 millones.

Históricamente, la principal fuente de ingresos del Originador fueron los relacionados a la venta de bienes y servicios portuarios. Sin embargo, en el último año los ingresos aeroportuarios han ganado participación dentro del conjunto de ingresos derivado de las inversiones en la modernización de la infraestructura, planes de seguridad e impulso al turismo implementados por el Gobierno central, lo cual ha generado un mayor tráfico de pasajeros y nuevas aerolíneas operando en el país.

GRÁFICO 2.Evolución de los ingresos



Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: Moody´s Local El Salvador

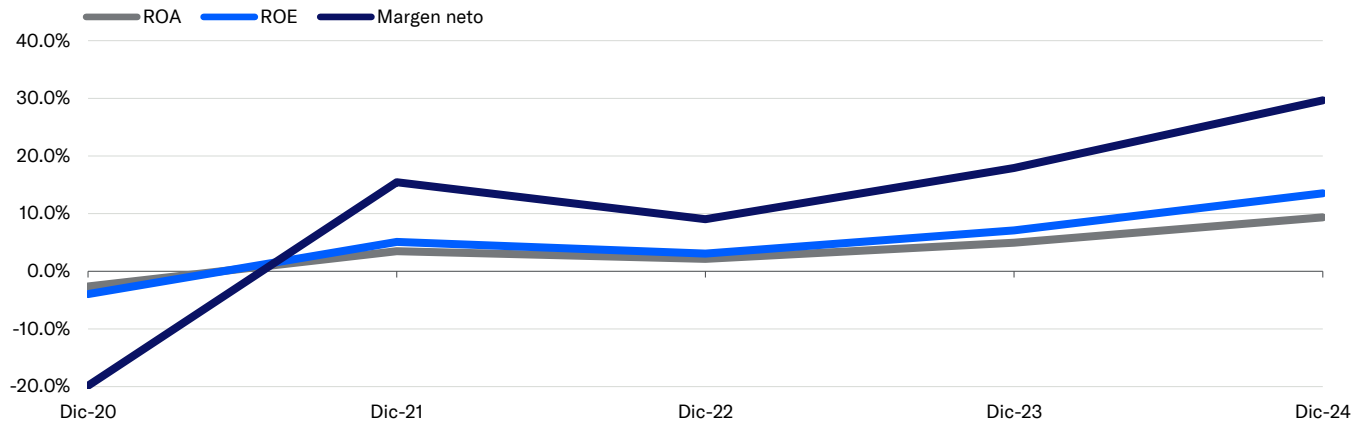
Los ingresos aeroportuarios totalizaron USD116.3 millones, aumentando en 14.6% respecto a 2023. De acuerdo a la composición, los ingresos no aeronáuticos (arrendamientos y almacenaje) son los de mayor participación, al concentrar el 52.0% del total, seguido de derecho de embarque (35.8%) y en menor medida aterrizaje (7.1%), otros (4.0%) y estacionamiento (1.2%). A cierre del año 2024, el aeropuerto registró 5.3 millones de pasajeros, incluyendo entradas, salidas, tránsito y transbordos. En el último año el aeropuerto ha experimentado un crecimiento significativo en la oferta de vuelos a través de las 14 aerolíneas que operan en el país, favorecido por las remodelaciones y ampliaciones efectuadas.

Los ingresos portuarios provienen principalmente del puerto de Acajutla, los cuales totalizaron en USD71.6 millones al cierre del año 2024. La principal fuente de ingresos del puerto corresponde a servicios brindados a contenedores (43.5% del total), seguido de carga a granel sólida (18.5%), carga general (15.0%), servicios a naves (11.7%), otros ingresos no operacionales (5.5%), arrendamiento de bienes (3.1%), otros ingresos (1.5%) y carga a granel liquida (1.2%). Cabe señalar que a partir del año 2025, los ingresos del Originador disminuirán producto del acuerdo de concesión firmado con YILPORT, aunque también lo harán los gastos operativos destinado a la administración de los puertos. CEPA únicamente registrará un ingreso marginal de arrendamientos de áreas extraportuarias que aún quedan en

administración del Originador. Moody's Local El Salvador, dará seguimiento a estos cambios para medir de manera oportuna el impacto en el perfil crediticio del Originador y su correlación con el vehículo de propósito especial.

El crecimiento de los ingresos ha permitido al Originador alcanzar mejores retornos, evidenciado en el retorno sobre el patrimonio (ROE) el cual registró 13.5%, mientras el retorno sobre el activo (ROA) se ubicó en 9.4% (diciembre 2023: 7.1% y 4.9% respectivamente). CEPA exhibe márgenes adecuados para soportar sus operaciones, y honrar sus obligaciones con terceros. El crecimiento del turismo, la implementación de los programas de seguridad pública y la modernización de la infraestructura logística portuaria y aeroportuaria favorecen los ingresos del Originador. El rol de CEPA es reinvertir las utilidades generadas en el mantenimiento y expansión de la infraestructura que administra, presionados por la misma demanda.

GRÁFICO 3. Evolución de la rentabilidad



Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: Moody´s Local El Salvador

Estabilidad del flujo operativo favorecen tener amplias coberturas EBITDA sobre el servicio de la deuda.

La estabilidad del flujo operativo de CEPA, parte de su posición monopolística como único operador de puertos y aeropuertos del país. La generación de flujo es apropiado y estable para cumplir con los compromisos financieros, al tiempo que le permite cubrir sus fuertes inversiones en CAPEX destinadas a mantenimiento y crecimiento a largo plazo. En este sentido, el Originador reportó un EBITDA de USD83.5 millones, luego de una expansión anual del 3.0%. El EBITDA cubre a los gastos financieros en 6.7x, mientras que el indicador de deuda financiera a EBITDA se ubicó en 1.3x (diciembre 2023: 1.5x), favorecido por el bajo nivel de endeudamiento y el dinamismo del flujo operativo.

Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Tres

El Fondo se crea con el fin de titularizar los derechos sobre una porción de los flujos financieros futuros de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA). Dichos flujos serán trasladados al Fondo; una vez se cumplan las obligaciones con los fondos existentes: i) Fondo de Titularización Hencorp Valores CEPA01 (FTHVCPA01) y ii) el Fondo de titularización Hencorp Valores CEPA02 (FTHVCPA02).

Dichos ingresos definidos en contrato de titularización corresponden a los descritos en los artículos dos, cuatro y dieciséis de la Ley Orgánica de CEPA. Tales como: a) ingresos por venta de bienes y servicios, sean estos aeroportuarios, portuarios o ferroviarios, entre los que se comprenden: los derechos de embarque por el uso de las instalaciones de la terminal de pasajeros, los derechos que pagan las líneas aéreas por el uso de las facilidades de embarque y desembarque de pasajeros y carga, incluyendo: pistas de despegue y aterrizaje de aeronaves, espacios comerciales y de oficina, terminal de pasajeros, terminal de carga, áreas de mantenimiento, y otros. Así también, se adicionan los ingresos portuarios, como por ejemplo y sin estar limitado a: almacenaje de carga, atraque y desatraque, descarga de carga en muelle y patio, estiba y desestiba; muellaje; b) Ingresos por actualizaciones y ajustes; c) Ingresos financieros y otros; y d) Cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos, hasta completar un monto de USD139,284,000.00.

Como respaldo operativo de la emisión, CEPA por medio de Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros se compromete a transferir la cesión de pagos a través de girar una o más Órdenes Irrevocables de Pago (OIP) de los ingresos aeroportuarios y no aeroportuarios provenientes de las líneas aéreas con las que la CEPA tenga relación comercial, por ejemplo y sin estar limitados aerolíneas tales como: **Taca Internacional Airlines, S.A.,** Aerovías del Continente Americano, S.A., Sucursal El Salvador, **American Airlines**, Inc. Sucursal El Salvador, **Líneas Aéreas Costarricenses, S.A., United Airlines**, Inc. Sucursal El Salvador, que abarca operaciones comerciales de United Airlines y Continental Airlines, **Delta Airlines, Inc. y Compañía Panameña de Aviación, S.A.**

Cabe señalar, que se deberán suscribir tantas OIP's como sean necesarias para mantener una cobertura mínima de uno punto veinticinco veces el monto de cesión mensual. Dichas OIP's estarán vigentes mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión del FTHVCPA03. Una vez se haya cumplido con dicha obligación, los fondos remanentes serán trasladados a la cuenta operativa del Originador.

Los ingresos que se destinarán al Fondo serán trasladados a través de 180 cuotas mensuales sucesivas. Dichas cesiones, consideran incrementos escalonados a lo largo de la emisión. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan ser aplicados, correspondiendo a CEPA el pago a la administración tributaria o a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso aplicaren.

TABLA 1: Características de la emisión

Características de los Valores de Titularización Hencorp CEPA Cero Tres	
Monto	USD73,090,000.00
Tramos	Un tramo como mínimo.
Plazo	180 meses
Monto de cesión mensual	USD524,000 del mes 1 al 26; USD566,000 del mes 27 al 36 USD805,000 del mes 37 al 72; USD750,000 del mes 73 al 112 USD540,000 del mes 113 al 135; USD1,080,000 del mes 136 al 180
Colocado a la fecha	USD30.0 millones

Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: Moody´s Local El Salvador

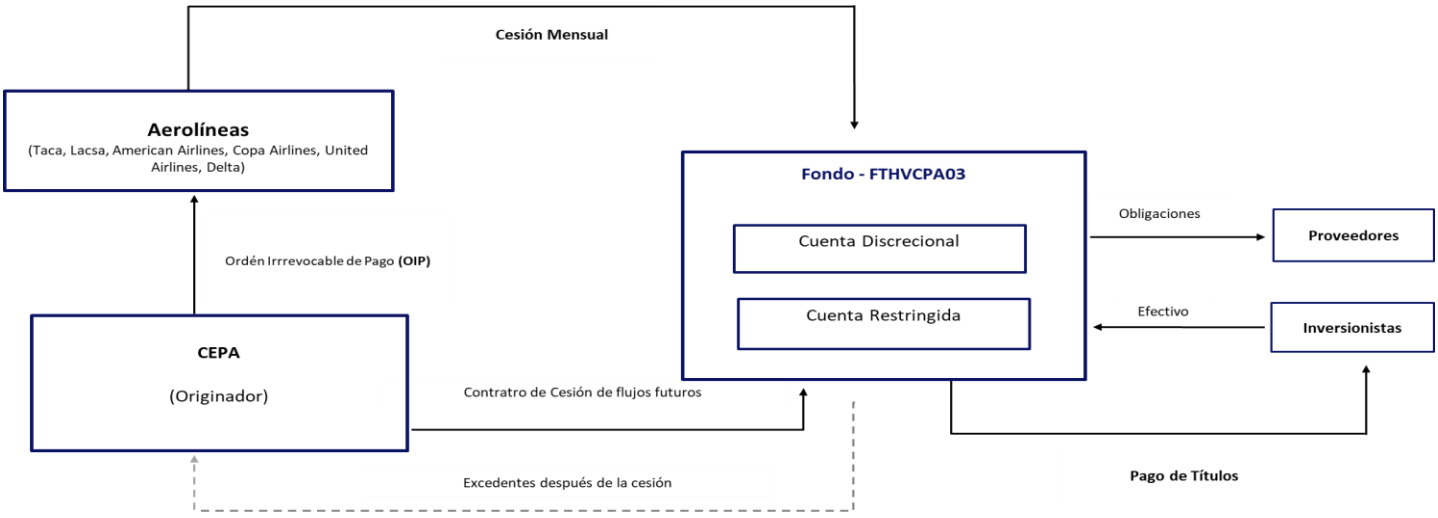
Descripción de la titularización

Mediante contrato de cesión y administración de flujos futuros, CEPA cederá los primeros flujos financieros futuros una vez cumplidas o canceladas las obligaciones con los fondos FTHVCPA01 y FTHVCPA02. Dichos ingresos provienen de una porción ingresos mensuales de CEPA, los cuales son descritos en los artículos dos, cuatro y dieciséis de la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma.

Tales como: a) ingresos por venta de bienes y servicios, sean estos aeroportuarios, portuarios o ferroviarios, que le correspondan, entre los que se comprenden: los derechos de embarque por el uso de las instalaciones de la terminal de pasajeros, los derechos que pagan las líneas aéreas por el uso de las facilidades de embarque y desembarque de pasajeros y carga, incluyendo: pistas de despegue y aterrizaje de aeronaves, espacios comerciales y de oficina, terminal de pasajeros, terminal de carga, áreas de mantenimiento, y otros; e ingresos portuarios, como por ejemplo y sin estar limitado a: almacenaje de carga, atraque y desatraque, descarga de carga en muelle y patio, estiba y desestiba; muellaje; b) Ingresos por actualizaciones y ajustes; c) Ingresos financieros y otros; y d) Cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos

Una vez conformado, el Fondo emitirá Valores de Titularización (USD73.1millones); por medio de la Bolsa de Valores de El Salvador, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta. Los recursos captados de la emisión y entregados al Originador se destinarán para las inversiones en adquisición de activos inmobiliarios, proyectos de reasentamientos, construcción, ampliación y mantenimiento de infraestructura, adquisición y mantenimiento de equipo y servicios que estime convenientes para las empresas existentes de la Comisión y proyectos futuros.

Figura 1: Estructura operativa del fondo de titularización



Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: Moody´s Local El Salvador

Cumplimiento de ratios financieros

El Originador se encuentra sujeto a cumplir con los siguientes ratios financieros:

1. CEPA podrá comprometer hasta el 97.5% del límite establecido por el Decreto Legislativo N°126 (20.0%), en cuanto a la proporción de flujos financieros para garantizar en su totalidad el pago de la presente Cesión y de la Cesión de Flujos al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Uno y Cero Dos. Si el indicador es superior al máximo permitido por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero.

2. Deuda Neta dividida entre EBITDA de los últimos doce meses. Este ratio no podrá ser mayor a 9x. Si el indicador es superior al máximo permitido por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero. Los ratios financieros se calcularán con estados financieros al cierre de los meses de junio y diciembre de cada año, mientras existan obligaciones vigentes a favor de los Tenedores de Valores del FTHVCPA03.

Prelación de pagos

Todo pago se hará por la Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada cuenta discrecional, en el siguiente orden:

1. Se abona la cuenta bancaria denominada cuenta restringida, con un saldo mínimo de los próximos dos montos de cesión mensual de flujos financieros futuros.
2. Obligaciones a favor de los Tenedores de Valores.
3. Comisiones a la Titularizadora.
4. Saldo de costos y gastos adeudados a terceros.
5. Cualquier remanente se devolverá mensualmente al Originador.

Procedimiento en caso de mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la cuenta discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un 100.0% el valor de la cuota de intereses y capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la cuenta restringida del Fondo, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización.

De darse la situación que los fondos depositados en la cuenta restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión, habrá lugar a una situación de mora. No se considerará una situación de mora el pago diferido de los intereses acumulados en el primer periodo de excepción. Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

Procedimiento en caso de liquidación

En un escenario de proceso de liquidación del Fondo de Titularización, se deberá seguir el orden de prelación de pagos detallado en el Art. 70 de la Ley de Titularización de Activos, como sigue:

1. Deuda Tributaria.
2. Obligaciones a favor de tenedores de valores.
3. Otros saldos adeudados a terceros.
4. Comisiones por gestión a favor de la Titularizadora.

Mecanismo de Asignación de Flujos

Con la finalidad de contar con una adecuada gestión y cobertura sobre el pago de intereses y principal, la estructura de la Titularización considera las siguientes cuentas del fondo para atender el pago de las obligaciones señaladas: a) cuenta discrecional y b) una cuenta restringida la cual no deberá ser menor a las próximas dos cuotas de cesión mensual

Riesgo legal

El Fondo fue creado para financiar las emisiones de valores de oferta pública, adquiriendo activos del Originador de forma onerosa. Según el dictamen jurídico, los contratos establecen bien la estructura sin omisiones significativas de riesgo, inherentes al negocio y al activo subyacente. Aunque la titularización es legalmente sólida, no logra desvincular completamente los riesgos de la titularización de los asociados al cedente. El perfil crediticio del Fondo depende directamente del éxito continuo del negocio del Originador. Estrictamente legal, en transacciones de titularización los riesgos emergen de posibles modificaciones contractuales que puedan debilitar la estructura y del incumplimiento de la normativa del mercado de valores. Estos riesgos operativos se originan en la complejidad de la transacción, pero se minimizan por la experiencia y solidez de las partes involucradas.

Descripción y análisis del originador y titularizadora

El Originador- Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA)

CEPA es una institución de derecho público con carácter autónomo y personalidad jurídica que depende del Órgano Ejecutivo a través del Ramo de Obras Públicas. Su Ley Orgánica le establece que tendrá a su cargo la construcción, mantenimiento, administración, explotación, dirección y ejecución de operaciones portuarias, aeroportuarias y ferroviarias en el país; así como, la coordinación de la construcción, mantenimiento, administración, explotación, dirección y ejecución de dichas operaciones y obras anexas a éstas por parte de terceros privados mediante contratos de concesiones, asocios público privado o a través de la participación societaria con privados para la administración y explotación de un servicio público.

Actualmente CEPA opera el Aeropuerto Internacional de El Salvador, San Óscar Arnulfo Romero y Galdámez (AIES-SOARG), Aeropuerto Internacional de Ilopango (AILO), Puerto de Acajutla y Puerto de La Unión, brindando toda la infraestructura y facilidades para las operaciones de comercio exterior y movilización de pasajeros aéreos y de cruceros.

En los últimos años, el Gobierno ha realizado importantes inversiones en infraestructura aeroportuaria, posicionado a El Salvador como un aeropuerto más moderno y seguro en la región centroamericana. Las diversas estrategias en

materia de seguridad y turismo, le han permitido a la terminal aérea un crecimiento en la atención de pasajeros. Durante el año 2023, el Aeropuerto Internacional, atendió a 4,554,185 viajeros de entrada, salida y conexión, lo que representa un incremento del 32.0% respecto al año 2022.

En agosto de 2024, CEPA firmó un acuerdo de economía mixta con YILPORT, una empresa internacional de gestión de puertos, para administrar y operar los puertos de la Unión y Acajutla. YILPORT tendrá una participación en la sociedad del 80.0% y CEPA un 20.0%. El objetivo principal de este acuerdo es mejorar la eficiencia y capacidad de los puertos del país atrayendo inversiones extranjeras y modernizando las infraestructuras portuarias. La junta directiva de la nueva sociedad estará conformada por un presidente designado por YILPORT, un vicepresidente nombrado por CEPA, y un director secretario que será seleccionado por las dos partes.

Titularizadora-Hencorp Valores LTDA
La Titularizadora se estableció en el año 2008 como la primera sociedad titularizadora en El Salvador. Su finalidad especial es constituir, integrar y administrar Fondos de Titularización de conformidad con las leyes salvadoreñas. Pertenece al Grupo Hencorp, un conglomerado salvadoreño que opera desde 1985, con sede ubicada en Estados Unidos. Actualmente, extiende sus operaciones a siete países. En consideración de las estrategias adoptadas por la administración, el crecimiento de la sociedad ha sido relevante, gestionando a la fecha varias estructuras colocadas en el mercado de valores local.

El equipo directivo cuenta, en promedio, con más de 20 años de experiencia en los mercados financieros locales y regionales. Su estructura organizacional es relativamente liviana; los ejecutivos de mayor experiencia ocupan posiciones gerenciales que demandan capacidad de estructuración financiera y ejecución, debido a lo especializado de los productos que ofrece. Hencorp Valores, LTDA., como titularizadora, cuenta con un esquema de gestión integral de riesgo encargado de monitorear y supervisar el proceso a lo largo de la vigencia de las titularizaciones que administra

Anexo

Contexto Económico

El Banco Central de Reserva (BCR) estimó en un 2.6% el crecimiento de la economía salvadoreña para 2024, desacelerando desde el 3.5% observado en el año 2023. Las actividades financieras y de seguros (+8.4%), y las relacionadas al alojamiento y servicios de comida (+6.4%) mostraron los mayores incrementos anuales. Por otra parte, la inflación se desaceleró, reflejado en la variación del IPC interanual del 0.6%, inferior al 1.2% observado en diciembre de 2023. Para el año 2025, Moody's Ratings proyecta el crecimiento económico de El Salvador en un 2.2%.

El 26 de noviembre de 2024, Moody's Ratings mejoró las calificaciones de emisor en moneda extranjera a largo plazo y de deuda senior no garantizada del Gobierno de El Salvador a B3 desde Caa1, con una perspectiva Estable. Esta mejora se fundamenta en las recientes operaciones de gestión de deuda que han reducido significativamente las amortizaciones externas, disminuyendo el riesgo de repago y aliviando las presiones de liquidez. Además, para Moody's Ratings las medidas de consolidación fiscal podrían contribuir a respaldar la sostenibilidad de la deuda, fortaleciendo el perfil crediticio.

Por otra parte, en febrero de 2025, el Fondo Monetario Internacional (FMI) anunció la aprobación del acuerdo técnico para un nuevo programa de financiamiento por USD1,400 millones, destinado a fomentar la sostenibilidad fiscal y externa. Según la opinión de Moody's Local El Salvador, este acuerdo podría influir en el sistema financiero salvadoreño, especialmente debido a los efectos del incremento gradual de la reserva de liquidez como parte del mismo. Cabe recalcar, que dicho proceso inició en febrero de 2025, con el cual se espera alcanzar el 15% sobre los depósitos para junio de 2026.

Sector de transporte aéreo y portuario

El sector portuario, está conformado por las operaciones que realizan los puertos de Acajutla y La Unión. El Puerto de Acajutla es el principal puerto marítimo de El Salvador y desempeña un papel crucial en el comercio exterior del país. Al cierre de diciembre de 2024, este puerto registró un total de ingresos por USD71.6 millones, 1.8% menos que lo generado en 2023. El sector portuario presenta desafíos derivado del congestionamiento presentado en el principal puerto, por la falta de personal, reparación de sus muelles y la actualización y reparación de equipos. Asimismo, desde

diciembre de 2024, los puertos de Acajutla y La Unión están bajo la administración de Unión Portuaria del Pacífico, conformada en un 80% por la empresa turca Yilport y en un 20 % por CEPA.

Durante el año 2024, el Aeropuerto Internacional de El Salvador, atendió a 5,298,491 pasajeros de entrada, salida, transbordo y tránsito. Asimismo recibido 35,926,813 kg de carga y aterrizaron 24,533 unidades. Dentro de los proyectos estratégicos destaca el inicio de la construcción del Aeropuerto Internacional del Pacifico (ADP), el cual busca incentivar el desarrollo económico en el oriente del país. Este aeropuerto será construido en tres fases, inicialmente la pista tendrá 2,400 metros y dos puertas de embarque.

TABLA 2: Cuentas principales

USD dólares	Dic-24	Dic-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20
Activos	763,171,911.0	683,855,156.0	609,939,697.8	595,686,927.9	582,084,785.1
Pasivos	228,921,577.0	217,279,247.6	175,354,143.4	181,769,259.9	188,888,743.4
Patrimonio	534,250,333.0	466,576,803.8	434,585,554.5	413,917,668.1	393,196,041.6
Ingresos operativos	228,258,309.1	178,456,906.1	143,838,861.6	133,395,480.9	79,831,183.6
Deuda financiera	105,875,607.0	119,637,043.1	106,515,437.5	116,738,894.2	125,758,241.3
Utilidad neta	67,679,194.9	31,991,558.0	12,978,329.3	20,594,174.7	-15,844,632.8

Fuente: CEPA./ Elaboración: Moody´s Local El Salvador

TABLA 3: Indicadores financieros del Originador

Indicadores financieros	Dic-24	Dic-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20
Deuda financiera /EBITDA	1.3x	1.5x	2.3x	3.0x	19.0x
EBIT / Gasto de Intereses	7.5x	7.5x	3.1x	6.3x	1.7x
RCF/ Deuda neta	68.4%	60.0%	33.6%	23.2%	3.9%
Razón circulante	3.9x	2.7x	3.2x	2.5x	1.5x
Apalancamiento	1.4x	1.5x	1.4x	1.4x	1.5x
Razón de deuda	30.0%	31.8%	28.7%	30.5%	32.5%
Endeudamiento	0.4x	0.5x	0.4x	0.4x	0.5x
EBITDA/Gastos financieros	6.7x	7.3x	3.1x	6.3x	0.9x
Margen Operativo	40.9%	52.0%	37.8%	36.0%	17.0%
Margen EBITDA	36.6%	45.4%	32.7%	29.2%	8.3%
Margen neto	29.7%	17.9%	9.0%	15.4%	-19.8%
ROA	9.4%	4.9%	2.2%	3.5%	-2.6%
ROE	13.5%	7.1%	3.1%	5.1%	-4.0%

Fuente: CEPA./ Elaboración: Moody´s Local El Salvador

Información Complementaria

Tipo de clasificación / Instrumento	Clasificación actual	Perspectiva actual	Clasificación anterior	Perspectiva anterior
Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Tres				
VTHVCPA03	AA-.sv (sf)	Estable	AA-.sv (sf)	Estable

Moody's Local ES S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, da servicio de clasificación de riesgo a este emisor en El Salvador desde marzo de 2023.

Información considerada para la clasificación.

La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados a diciembre de 2020, 2021, 2022 2023, mientras que para 2024 son preliminares para el Originador, así como proyecciones proporcionadas por la titularizadora. Para el Fondo auditados a diciembre de 2024. Moody´s Local El Salvador comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody´s Local El Salvador no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Moody´s Local El Salvador considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.

Definición de las clasificaciones asignadas

- **AA :** 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.
- **Perspectiva estable:** se percibe una baja probabilidad de que la clasificación varíe en el mediano plazo.
- El **"sv"** refleja solo riesgos comparables para El Salvador.
- **(sf):** señala que, de otro modo, los instrumentos de financiamiento estructurado y fundamentales con calificación similar podrían tener diferentes características de riesgo.

Moody´s Local El Salvador agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de clasificación genérica que va de AA a CCC, El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de clasificación genérica, ningún modificador indica una clasificación media, y el modificador "-" indica una clasificación en el extremo inferior de la categoría de clasificación genérica

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.

Metodología Utilizada.

→ La Metodología de clasificación de financiamiento estructurado - (23/Oct/2024) utilizada, se encuentra disponible en https://moodyslocal.com.sv/ .

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objeto de clasificación.

© 2025 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS AFILIADAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S, INCLUYENDO LAS DE SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO CENTROAMERICANA S.A., SCRIESGO S.A., SCRIESGO S.A. DE CV "CLASIFICADORA DE RIESGO", SCRIESGO, SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO S.R.L. (CONJUNTAMENTE "SCR"), CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR SCR (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. SCR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE SCR PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE SCR NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE SCR PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE SCR NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. SCR EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE SCR AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (*COPYRIGHT*), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE SCR. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE SCR NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por SCR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. SCR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que SCR considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, SCR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por SCR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

SCR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y todas las entidades de MCO que emiten calificaciones bajo la marca "Moodys Ratings" ("Moodys Ratings"), también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Ratings. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en ir.moodys.com , bajo el capítulo de "*Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy*" ["Relaciones con Inversores - Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V, I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en ingles) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY's, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte y las evaluaciones de cero emisiones netas (según se definen en los Símbolos y Definiciones de Calificaciones de Moody'sRatings): Por favor notar que ni una Opinión de Segunda Parte ("OSP") ni una Evaluación de Cero Emisiones Netas ("NZA") son "calificaciones crediticias" . La emisión de OSP y NZAno es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSP y NZAse clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.