

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Sesión Ordinaria: n.º 61332025

Fecha de informe: 27 de octubre de 2025

CLASIFICACIÓN PÚBLICA

Informe de revisión completo

CALIFICACIONES ACTUALES (*)

	Clasificación	Perspectiva
VTHVCPA03	AA+(sf)	Estable

Para mayor detalle sobre las clasificaciones asignadas ver la sección de información complementaria, al final de este reporte.

CONTACTOS

Fátima Flores
Associate Credit Analyst
Fatima.flores@moody.com

Marco Orantes
Associate Director Credit Analyst
Marco.orantes@moody.com

René Medrano
Ratings Manager
Rene.medrano@moody.com

SERVICIO AL CLIENTE

Costa Rica
+506.4102.9400

El Salvador
+503.2243.7419

Panamá
+507.214.3790

Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Tres

RESUMEN

Moody's Local El Salvador sube la categoría a AA+(sf) desde AA-(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

El cambio en la calificación refleja el sólido perfil crediticio del Originador y las expectativas que sus métricas mejoren en el mediano plazo debido al desarrollo de proyectos estratégicos vinculados al fortalecimiento de las operaciones aeroportuarias. La clasificación recoge la posición competitiva dominante favorecida por su condición de monopolio estatal en la prestación de servicios aeroportuarios. Su fortaleza y estabilidad se ven reforzadas por el vínculo directo con el Gobierno, al ser una Entidad estratégica para el desarrollo económico del país.

El sólido perfil crediticio está determinado por su robusta fortaleza patrimonial, buenos indicadores de apalancamiento, adecuadas coberturas EBITDA, una fuerte generación de ingresos y una alta predictibilidad de Flujo de Caja Operativo (FCO).

Adicionalmente, la clasificación recoge la fuerte estructura legal del Fondo, favorecida por los derechos del Fondo sobre una porción de los flujos financieros futuros de CEPA. El Originador se ha comprometido mediante un contrato de cesión de flujos futuros a realizar las transferencias de los pagos utilizando Órdenes Irrevocables de Pago (OIP). Inicialmente, el recaudo provendrá de los derechos de embarque y pagos por uso y ocupación de servicios de las aerolíneas que operan en el Aeropuerto Internacional El Salvador (AIES).

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.

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.

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

financiera. La estabilidad del flujo operativo de CEPA permite cubrir sus fuertes inversiones en CAPEX y compromisos financieros. A junio de 2025, el EBITDA cubre a los gastos financieros en 4.0x.

Fortalezas crediticias

- Estructura legal del Fondo favorecida por el contrato de cesión y Ordenes Irrevocables de Pago (OIP).
- Alto perfil crediticio del Originador favorecido por un dominio monopólico del Originador en la gestión de aeropuertos.

Debilidades crediticias

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

Factores que pueden generar una mejora de la clasificación

- Una mejora en el entorno operativo que fortalezca la calidad crediticia de las entidades del sector público respecto a otros emisores domésticos.

Factores que pueden generar un deterioro de la clasificación

- Una baja del nivel de coberturas de cesión.
- Debilitamiento en el perfil crediticio del Originador.

Principales aspectos crediticios**Perfil de la Entidad:****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, socios 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) y el Aeropuerto Internacional de Ilopango (AILO). 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 primer semestre de 2025, el Aeropuerto Internacional, atendió a 2,512,419 pasajeros entre salidas, llegadas, transbordo.

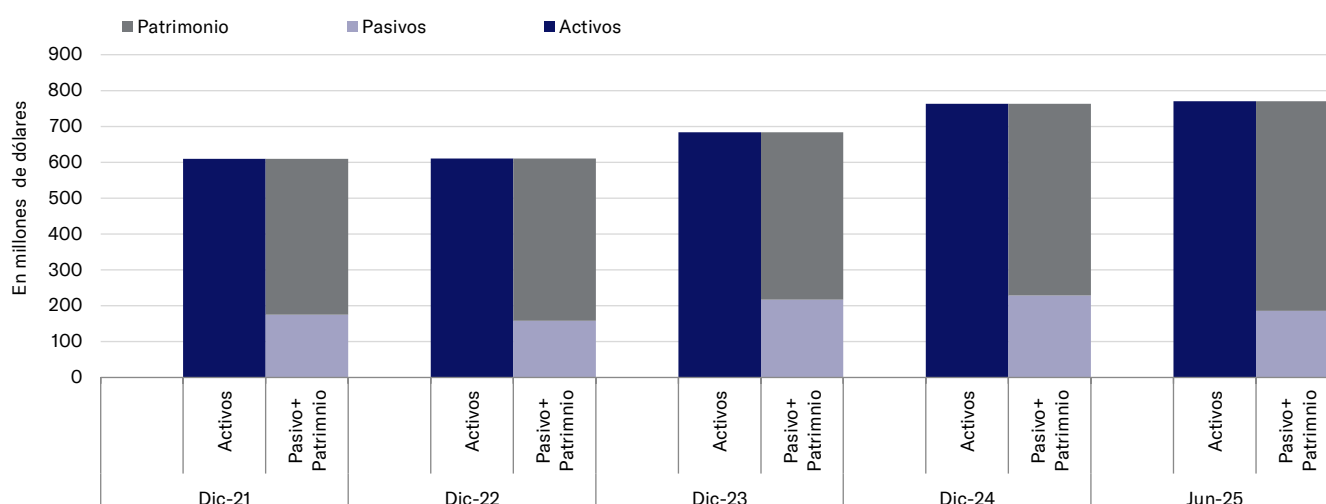
Cabe destacar que en agosto de 2024, CEPA firmó un acuerdo de economía mixta con YILPORT, una empresa internacional de gestión de puertos, para administrar y operar los puertos de la Unión y Acajutla. YILPORT tendrá una participación en la sociedad del 80.0% y CEPA un 20.0%. El objetivo principal de este acuerdo es mejorar la eficiencia y capacidad de los puertos del país atrayendo inversiones extranjeras y modernizando las infraestructuras portuarias. El acuerdo tiene un plazo de 50 años con opción de renovación. Este acuerdo surge como parte del plan de despegue económico del Gobierno. En la fase III, se contempla la reactivación y modernización de los puertos.

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

Favorecidos por una estable base de activos estratégicos, CEPA acumuló activos totales por USD770.2 millones, mostrando una expansión interanual de 12.2%, determinado por el crecimiento de las inversiones en proyectos y programas, derivado de la construcción, mejoras y ampliaciones en el Aeropuerto Internacional de El Salvador. Asimismo, destaca el crecimiento de las inversiones temporales por USD11.2 millones correspondientes a inversiones en moneda digital.

En línea con su giro de negocio, 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 54.9% de los activos totales. En menor medida, la partida de fondos disponibles (22.0%) e inversiones en proyectos y programas (20.2%). Cabe destacar que con el acuerdo de YILPORT, el uso de la infraestructura portuaria queda a explotación y administración de dicha Entidad, sin embargo los activos continúan en los balances de CEPA.

GRÁFICO 1. Estructura financiera de CEPA



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

Al cierre de junio de 2025, los activos líquidos totalizaron en USD188.1 millones y cubrieron en 101.0% la deuda total, explicado por el crecimiento de las inversiones temporales. En este sentido, el Originador registró una cobertura de activos corrientes frente a pasivos circulante de 7.2x (junio 2024: 5.6x). De acuerdo a nuestro análisis, CEPA exhibe niveles holgados de liquidez 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.

El Originador mantiene un patrimonio robusto de USD584.5 millones; lo cual le permite solidez para reducir sus exposiciones en balance; y muestra la capacidad de sus activos para crecer orgánicamente. Los recursos propios se han favorecido del aumento significativo de los resultados del ejercicio y la capitalización de resultados anteriores.

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. La deuda financiera totalizó en USD131.1 millones, concentrada en deuda interna de largo plazo (88.6% del pasivo financiero), compuesta por tres fondos de titularización de flujos futuros (FTHVCPA01, FTHVCPA02 y FTHVCPA03) y en menor medida por financiamiento externo obtenido con Japan Bank International. 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.

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 junio de 2025,

considerando los tres fondos de titularización activos, el Originador ha cedido el 9.6% del total de ingresos percibidos, manteniéndose en cumplimiento de la regulación.

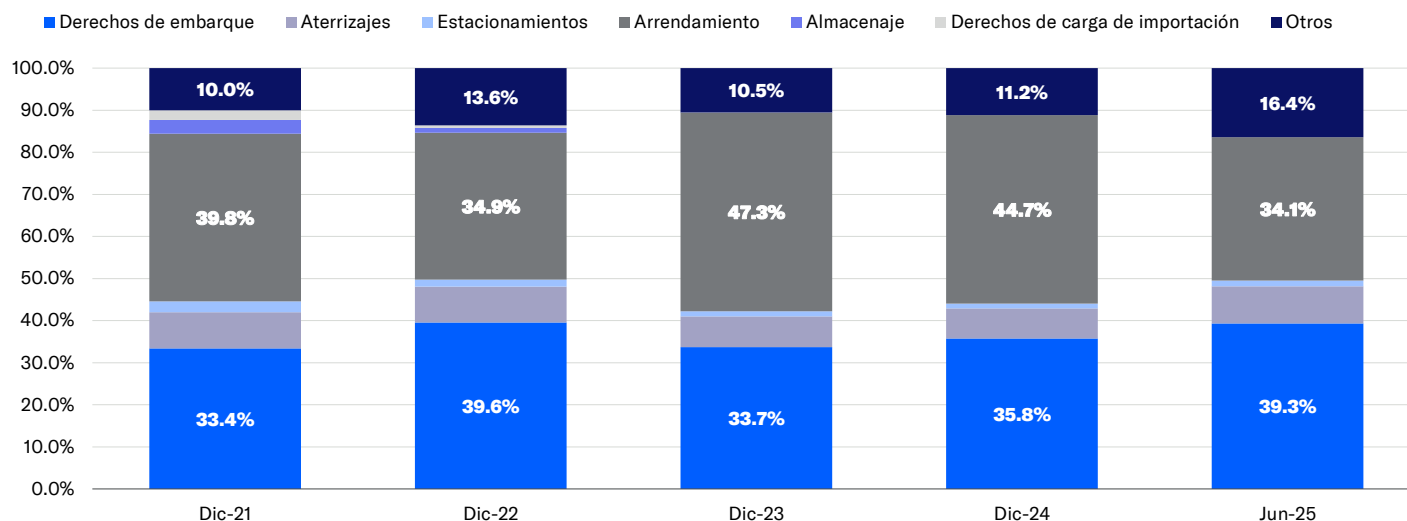
Sólida base de ingresos permite una rentabilidad adecuada y capacidad robusta de generación interna de capital

Históricamente, la principal fuente de ingresos del Originador fueron los relacionados a la venta de bienes y servicios portuarios. Sin embargo, en los últimos dos años 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.

A junio de 2025, los ingresos totales acumularon USD90.3 millones, 11.1% menos que lo registrado en 2024, derivado principalmente por la disminución en los ingresos por venta de bienes y servicios (-50.8%), explicado por el acuerdo de concesión firmado con YILPORT, empresa que comenzó a operar los puertos de Acajutla y puerto de la Unión en diciembre de 2024. CEPA únicamente registra un ingresos portuarios por arrendamientos de áreas extraportuarias que aún quedan en administración del Originador.

Los ingresos aeroportuarios totalizaron USD49.5 millones, disminuyendo en 21.5% respecto a 2024. De acuerdo a la composición, los ingresos aeronáuticos (derechos de embarque, aterrizajes y estacionamiento) son los de mayor participación, al concentrar el 49.5% del total, seguido ingresos no aeronáutico con 42.5% (arrendamiento, almacenaje, derechos de importación) y otros (8.0%). De acuerdo a la administración, el tránsito de pasajeros fue afectado por las regulaciones de migrantes y TPS, alineado a que el principal país de procedencia es Estados Unidos.

GRÁFICO 2. Evolución de los ingresos Aeroportuarios



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

El gasto de gestión registró una contracción interanual del 32.0% explicado por menores gastos de personal y gastos de bienes de consumo, alineado al traspaso de las operaciones portuarias a la empresa Unión Portuaria del Pacífico. En este sentido, la utilidad neta totalizó en USD50.3 millones, generando un margen neto del 55.7%. (junio 2024: 42.1%).

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 favorecen los ingresos y la rentabilidad 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.

Dentro de los proyectos estratégicos en ejecución se encuentran una nueva fase de modernización y ampliación de la terminal de pasajeros. El proyecto implica una inversión de USD245.0 millones para los próximos cuatro años. De

acuerdo a la administración, se financiará con fondos propios y con apoyo financiero del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). La ampliación del aeropuerto incluirá la construcción de seis salas de espera para pasajeros con sus respectivas plataformas y puentes de abordaje, más posiciones remotas para aeronaves, nuevas calles de rodaje y la renovación de la antigua fachada de la terminal de pasajeros, entre otros proyectos. El primer proyecto a ejecutar de esta fase es la instalación de siete nuevas bandas para equipaje, para un total de 11 bandas, y la ampliación de las áreas de migración y de aduanas. Se proyecta terminar este primer proyecto en el primer trimestre de 2026.

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

La estabilidad del flujo operativo de CEPA, parte de su posición monopolística como 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 USD26.5 millones, registrando un margen de 29.4%. En este sentido, la generación EBITDA cubre a los gastos financieros en 4.0x, mientras que el indicador de deuda financiera a EBITDA se ubicó en 2.4x, favorecido por el bajo nivel de endeudamiento y el dinamismo del flujo operativo.

TABLA 1: Indicadores principales

Indicadores principales	Jun-25	Dic-24	Dic-23	Dic-22	Dic-21
Ingresos	217,035,895.8	228,258,309.1	178,456,906.1	143,838,861.6	133,395,480.9
Deuda financiera /EBITDA	2.4x	1.3x	1.5x	2.3x	3.0x
EBIT / Gasto de Intereses	4.8x	7.5x	7.5x	3.1x	6.3x
RCF/ Deuda neta	141.3%	68.4%	60.0%	33.6%	23.2%

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

Otras Consideraciones

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.

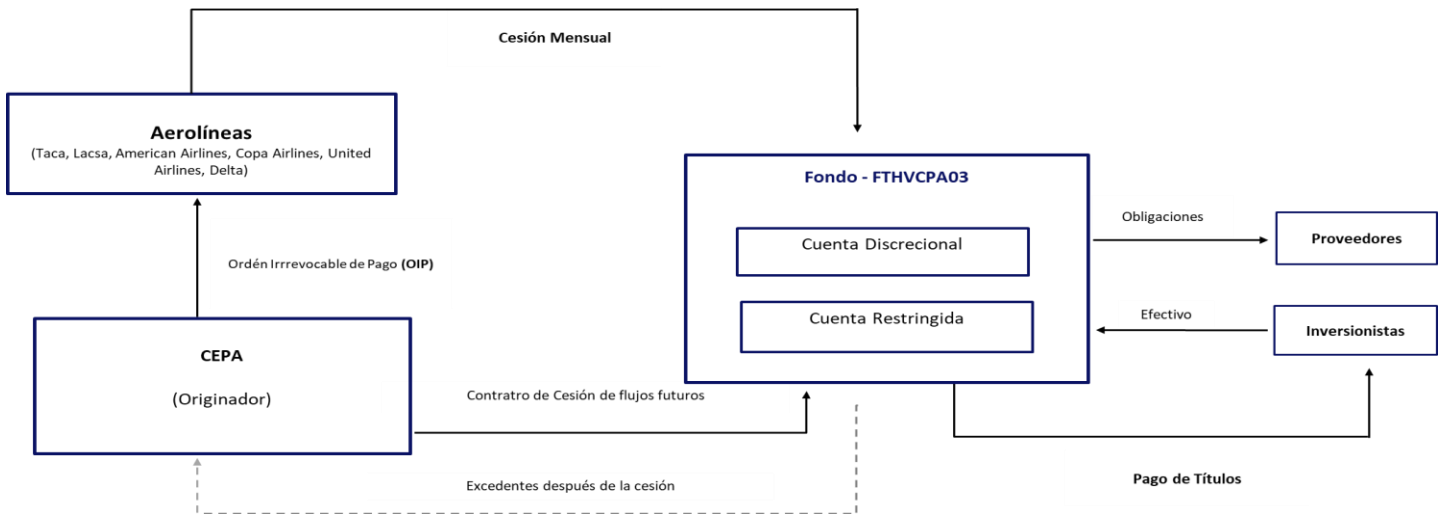
Los ingresos que se destinarán al Fondo serán trasladados a través de 180 cuotas mensuales sucesivas. Dichas cesiones, consideran incrementos escalonados a lo largo de la emisión. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan ser aplicados, correspondiendo a CEPA 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.

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.

Los fondos percibidos mensualmente por la entrada de flujos cedidos, son depositados en una cuenta bancaria a nombre del fondo, la cual es administrada por la titularizadora, abierta en un banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia, denominada cuenta discrecional. Cabe señalar que la estructura mantiene esquemas de protección que a nuestro criterio mitigan en gran medida posibles escenarios de iliquidez del Fondo. La estructura cuenta con una cuenta restringida la cual no deberá ser menor a las próximas dos cuotas de cesión mensual. Al cierre de junio de 2025, el Fondo registró coberturas de ingresos aerolíneas a cesión de 15.4x. Mientras que los ingresos totales cubren a la cesión en 130.8x.

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. A junio de 2025 el indicador fue de 9.6%

2. Deuda Neta dividida entre EBITDA de los últimos doce meses. Este ratio no podrá ser mayor a 9.0x. 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. A junio de 2025 el indicador fue de -0.3x.

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.

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. Perteneció 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

Clasificación de Deuda

El Fondo emitió Valores de Titularización 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 destinaron 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.

Programa	Tipo de Instrumento	Moneda	Monto Autorizado	Monto colocado vigente	Plazo	Garantía	Tramos o series
VTHVCPA03	Valores de titularización	Dólares	USD79.1 millones	USD35.0 millones	180 meses	Sin garantía	2 Tramos vigentes

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

Anexo

Contexto Económico

Moody's Ratings proyecta que El Salvador cerrará 2025 con un crecimiento económico de entre 2.5% y 3%. Este crecimiento refleja el dinamismo de la inversión, el consumo privado y las exportaciones que contrarresta una menor inversión pública y los efectos del ajuste fiscal. El sector financiero, mantiene su ritmo de expansión, en un entorno donde la construcción también muestra dinamismo. Por su parte, la agricultura sigue siendo relevante por su aporte a las exportaciones, aunque continúa vulnerable a factores climáticos y a la volatilidad de los precios internacionales. El turismo ha sido importante en la generación de divisas y en la creación de empleo local, mientras que las remesas, que han alcanzado valores récord en varios meses de 2025, han sostenido el consumo interno y la solvencia de los hogares.

En noviembre de 2024, [Moody's Ratings](#) mejoró la calificación crediticia del país a *B3* desde *Caa1*, con perspectiva estable. Esta mejora se fundamentó en el fortalecimiento de la seguridad, avances en la liquidez del gobierno y una política económica más técnica. No obstante, en ese momento persistían limitaciones en la capacidad de pago de la

deuda, así como desafíos institucionales y de gobernanza. La aprobación del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en febrero de 2025 ha contribuido a mejorar las perspectivas económicas a mediano plazo. Esto se ha traducido en una reducción del perfil de riesgo del país, mejores condiciones crediticias y una percepción reforzada de estabilidad macroeconómica y solvencia, apoyada por el incremento gradual de la reserva de liquidez.

Sector de transporte aéreo

El sector aeroportuario es un componente crucial para el desarrollo económico del país, debido a que facilita el comercio internacional, el turismo y las conexiones globales. El Aeropuerto Internacional de El Salvador "Monseñor Óscar Arnulfo Romero" es el principal aeropuerto del país. En términos de infraestructura, el aeropuerto ha experimentado en los últimos años, diversas fases de expansión para mejorar su capacidad y servicios. Estas expansiones buscan incrementar el número de vuelos y pasajeros que el aeropuerto puede manejar, lo cual es fundamental para atraer más aerolíneas y destinos internacionales. Además, se han implementado mejoras tecnológicas y de seguridad para cumplir con los estándares internacionales. Asimismo, el sector aeroportuario está influenciado por políticas gubernamentales orientadas a fomentar el turismo y la inversión extranjera. Esto incluye iniciativas para mejorar la infraestructura de apoyo, como carreteras y servicios públicos, y asegurar un entorno operativo eficiente y seguro.

El aeropuerto sirve como hub para varias aerolíneas, especialmente Avianca, que es una de las principales en la región. El tráfico de pasajeros y carga es significativo, reflejando el papel del aeropuerto en la economía nacional y regional. En los últimos años, se ha puesto un énfasis en mejorar las conexiones con otros aeropuertos de la región para facilitar el transbordo y el comercio. Al cierre de junio de 2025, el Aeropuerto Internacional de El Salvador, atendió a 2,512,419 pasajeros entre entrada, salida, transbordo y tránsito. Asimismo recibido 19,736,508 kgs de carga. Dentro de los proyectos estratégicos destaca el inicio de la construcción del Aeropuerto Internacional del Pacífico (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. Se estima que inicie operaciones en el primer semestre de 2027.

Información Complementaria

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

"sv" refleja solo riesgos comparables para El Salvador.

Moody's Local El Salvador, 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 2021, 2022 2023, 2024 y adicionales no auditados a junio de 2025 para el Originador, así como proyecciones proporcionadas por la titularizadora. Para el Fondo no auditados a junio de 2025. 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.

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.
- **(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 ES S.A. de C.V. Clasificadora 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/>.

Divulgaciones Regulatorias

- Nombres de los analistas que participaron en la elaboración de los análisis de la clasificación de riesgo . Fátima Flores Martinez, María Fernanda Goitia
- Fecha de la reunión del Consejo de Clasificación que dio origen al acuerdo. 22 de octubre de 2025

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, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS 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, COMERCIALIZABILIDAD 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 "Moody's Ratings" ("Moody's 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.moody's.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 Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) 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's Ratings): 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 NZA no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSP y NZA se 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.