

FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES COMISIÓN EJECUTIVA PORTUARIA AUTÓNOMA CERO UNO FTHVCPA01

Comité No. 266/2025	Fecha de comité: 28 de octubre de 2025.
Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2025.	Originador perteneciente al sector de instituciones autónomas
Periodicidad de actualización: Semestral	San Salvador, El Salvador

Equipo de Análisis

Rebeca Bonilla rbonilla@ratingspcr.com	Adalberto Chávez achavez@ratingspcr.com	(503) 2266-9471
--	--	-----------------

Fecha de información	jun-23	dic-23	jun-24	dic-24	jun-25
Fecha de comité	27/09/2023	09/04/2024	28/10/2024	25/04/2025	28/10/2025
Valores de Titularización Hencorp Valores CEPA 01					
Tramo 2 al 7 por USD 73,800,000	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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

Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" indica un nivel mayor de riesgo.

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

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

Racionalidad

En comité de clasificación de riesgo, Pacific Credit Rating (PCR) decidió mantener la clasificación de **"AAA"** a todos los tramos de los Valores de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01, con perspectiva **"Estable"**, con información no auditada al 30 de junio de 2025.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización, respaldada por ingresos estables derivados de las operaciones aeroportuarias, que permiten al Originador atender oportunamente sus obligaciones. Asimismo, se valoran positivamente los sólidos niveles de solvencia, liquidez y rentabilidad. Adicionalmente, se consideran los mecanismos legales, operativos y financieros que respaldan la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

El Fondo de Titularización cuenta con adecuados respaldos legales y operativos. La emisión cuenta con respaldos legales y operativos, como una Cuenta Restringida y una Orden Irrevocable de Pago suscrita con la colecturía de derechos generados por el uso, operación y ocupación de aerolíneas en el Aeropuerto Internacional de El Salvador. A nivel financiero, el Originador no debe de ceder más del 20 % de sus ingresos totales; en ese sentido, a la fecha de análisis, CEPA ha cedido el 4.68 % de sus ingresos, menor a lo reportado en junio de 2024 (10.61 %) cumpliendo satisfactoriamente con los compromisos contraídos y mostrando una mejora en la capacidad de cumplimiento.

Los niveles de cobertura sobre la cuota de cesión presentan mejoras. Los ingresos reportados por CEPA totalizaron USD 90.27 millones, reflejando una contracción del 11.06 %, principalmente por la menor generación en venta de bienes y servicios, derivada de cambios en la operación portuaria que redujeron temporalmente la participación directa de CEPA en ciertos puertos, así como por menores ingresos financieros. Los ingresos aeroportuarios representaron el 54.82 % del total, alcanzando USD 49.49 millones, con una caída interanual del 21.54 %, explicada por factores coyunturales en la recaudación de derechos aeroportuarios. Pese a la reducción en ingresos, la entidad mantiene elevados niveles de cobertura sobre la cuota de cesión, dado que el flujo a ceder también disminuyó, permitiendo sostener la cobertura en niveles adecuados de 21.39 veces (x) (junio 2024: 19.01x). Asimismo, la cobertura de los ingresos aeroportuarios se ubicó en 11.73x (junio 2024: 11.81x), en línea con el rango proyectado.

La entidad muestra mejoras en sus ratios de rentabilidad. PCR destaca los adecuados niveles de rentabilidad de CEPA, respaldados por su sólido desempeño histórico. Al cierre de junio 2025, el ROAA se ubicó en 10.33 % (junio 2024: 9.31 %) y el ROEA en 15.04 % (junio 2024: 12.70 %), reflejando una mejora en la eficiencia y resultados de la entidad. Esta tendencia positiva contribuye a fortalecer la solidez financiera del fondo, al incrementar su capacidad para generar recursos propios y mantener niveles de cobertura adecuados. Si bien los indicadores se mantienen en línea con la estabilidad histórica del sector, la sostenibilidad futura dependerá del comportamiento económico general y de la capacidad de CEPA para mantener sus ingresos frente a factores coyunturales que puedan afectar la recaudación aeroportuaria y portuaria.

Evolución favorable de la liquidez de CEPA. La liquidez de la entidad se fortaleció por el incremento en recursos disponibles e inversiones temporales, mejorando su capacidad para atender obligaciones de corto plazo. El indicador de liquidez se ubicó en 3.16x (junio 2024: 2.19x) y la razón ácida en 2.83x (junio 2024: 1.99x). En línea con ello, el capital de trabajo creció 52.03 % interanual, totalizando USD 129.22 millones, reflejando un margen de maniobra financiera adecuado para la ejecución de proyectos y el cumplimiento de compromisos. No obstante, este fortalecimiento se debe principalmente a flujos recibidos destinados a la administración del aeropuerto del Pacífico, por lo que podría no ser completamente recurrente. La liquidez podría verse afectada por variaciones en los ingresos o nuevas obligaciones, lo que requiere un monitoreo continuo para asegurar la disponibilidad de recursos a corto plazo.

Posición de solvencia holgada. De acuerdo con su desempeño histórico, los niveles de solvencia de CEPA se mantienen por debajo de 1x, reflejando una política eficiente de operación con respaldo de activos propios y bajo endeudamiento. En este contexto, el apalancamiento patrimonial se ubicó en 0.35x (junio 2024: 0.38x) y la razón de endeudamiento en 0.24x (junio 2024: 0.26x). Estos niveles indican que el fondo mantiene un bajo nivel de obligaciones en relación con su capital, lo que asegura una capacidad de pago holgada incluso frente a escenarios más ajustados y respalda la sostenibilidad de su posición financiera.

Factores Clave

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación. No aplica, el Fondo de Titularización cuenta con la clasificación más alta.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación. Deterioro de la calidad crediticia del Originador a partir de una disminución en los ingresos percibidos por actividades portuarias y aeroportuarias que ajusten las coberturas de cesión, así como el incumplimiento de resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 6 de noviembre 2023. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Información utilizada para la clasificación

PCR basó su análisis en los estados financieros no auditados del Fondo de Titularización al 30 de junio de 2025 y en los estados financieros preliminares de CEPA a la misma fecha. Asimismo, utilizó información proporcionada por Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, incluyendo contratos, prospectos de emisión, modelo financiero, entre otros documentos relevantes.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: A la fecha de análisis, no se han encontrado elementos que se consideren como limitantes.

Limitaciones potenciales: Factores exógenos como crisis ambientales, sociales o sanitarias; cambios regulatorios o políticos; choques macroeconómicos; conflictos geopolíticos y riesgos tecnológicos podrían afectar las operaciones portuarias y aeroportuarias de CEPA, impactando el desempeño del Fondo.

Hechos Relevantes

- El 26 de febrero de 2025 inició la construcción del “Aeropuerto Internacional del Pacífico”, con una inversión de USD 386.4 millones financiada por el CAF, el Gobierno de España y una contrapartida de CEPA. El proyecto busca impulsar el desarrollo económico en la zona oriental mediante inversión, empleo e infraestructura. El inicio de sus operaciones se proyecta para el segundo semestre de 2027.
- El 1 de abril de 2025 se inauguró la nueva área de check-in en el Aeropuerto Internacional de El Salvador, con una inversión de USD 11.4 millones. Con la obra se totalizan 122 puntos de atención, lo que representó un incremento del 48 % en la capacidad de chequeo y una mayor agilidad en el flujo de pasajeros.

Panorama Internacional

La economía mundial ha enfrentado desafíos importantes al primer semestre de 2025, marcados principalmente por tensiones comerciales y nuevos conflictos geopolíticos. La incertidumbre por la aplicación de aranceles de parte de la mayor economía mundial hacia sus socios comerciales, conflictos bélicos y geopolíticos en diversas regiones del mundo y condiciones climáticas más extremas han generado una desaceleración sobre las expectativas del crecimiento mundial. De acuerdo con las perspectivas económicas del Banco Mundial, el crecimiento económico global se moderará en 2025 al pasar de una previsión inicial de 2.7 % a 2.3 %; mientras que, para 2026 la revisión a la baja es desde 2.7 % a 2.4 %.

Según el Banco Mundial, para la mayoría de las regiones del mundo se pronostica una reducción en las proyecciones de crecimiento económico, tanto en economías emergentes como en desarrollo. Para América Latina y el Caribe se prevé que el crecimiento se modere hasta un 2.3 % desde la proyección inicial de 2.5 %; mientras que, en Centroamérica se situará en 3.5 % en 2025 y 3.6 % en 2026. El pronóstico de crecimiento mundial incorpora los riesgos potenciales derivados de la coyuntura geopolítica y comercial; sin embargo, estos podrían exacerbarse si las principales economías mundiales como Estados Unidos o China no logran consensos significativos en términos comerciales o enfrentan una desaceleración más pronunciada de lo previsto.

Otros factores que serán cruciales sobre el desempeño económico de la región y del mundo son los cambios en las políticas monetarias. Se prevé que la Reserva Federal de Estados Unidos realice solamente una revisión a las tasas de referencia a la baja en 2025 para situarse en un rango entre 4.0 % y 4.25 % debido a señales mixtas del mercado laboral estadounidense y los efectos aún inciertos del impacto de los aranceles en la economía norteamericana. Otros aspectos incluyen los efectos de eventos climáticos aún más extremos y situaciones económicas domésticas de los países en diferentes regiones. El panorama internacional, en conclusión, tiene una alta dependencia de acuerdos y consensos que puedan alcanzarse entre los principales actores económicos y políticos del mundo, y su impacto sobre las otras economías emergentes y en desarrollo.

Desempeño económico

Al primer semestre de 2025 El Salvador refleja un panorama macroeconómico relativamente estable respecto a los últimos años, marcado por un crecimiento y actividad económica modestos; mientras que se mantiene una inflación controlada y se denota una mejora en el perfil de liquidez del sistema financiero y monetario impulsado por un incremento significativo en el flujo de remesas y turismo. Adicionalmente, y derivado del acuerdo sobre el Servicio Ampliado con el Fondo Monetario Internacional (FMI), se percibe una situación fiscal más controlada, lo que ha contribuido a mejorar el riesgo país; aunque aún se mantienen niveles de endeudamiento elevados.

Al cierre de 2024 el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) resultó en 2.6 %, por debajo de la proyección inicial del Banco Central de Reserva (BCR) que lo situaba en un rango de 3.0 % y 3.5 %; mientras que el PIB trimestral a marzo de 2025 es de 2.3 %; en línea con lo que también se refleja en el Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE) a mayo de 2025 de 2.7 %. Ambos indicadores coinciden en que los sectores que están dinamizando el crecimiento son construcción, actividades financieras y de seguros, y transporte. La perspectiva de crecimiento para 2025 se sitúa en 2.2 %, según datos proyectados del Banco Mundial.

La liquidez del sistema financiero y monetario presenta una mejora como resultado de un aumento interanual significativo en el flujo de remesas y un aumento moderado de exportaciones y financiamiento externo. En ese sentido, se observa una base monetaria mayor, un crecimiento de depósitos en el sistema financiero que además presenta métricas de liquidez mayores y un aumento en las reservas internacionales netas. Por otra parte, la inflación se mantiene controlada, con un Índice de Precios al Consumidor (IPC) que presenta aumentos modestos en el primer trimestre y una variación a la baja en el trimestre dos como resultado de reducciones principalmente en los precios de transporte y alimentos, y bebidas no alcohólicas, principalmente. La perspectiva al cierre de 2025 es que se mantenga en niveles cercanos al 1 %, según el FMI.

La balanza comercial continúa presentando un déficit importante; sin embargo, se destaca el crecimiento tanto en importaciones como en exportaciones en el periodo, que reflejan una dinámica buena del comercio internacional; a pesar de la coyuntura arancelaria global. Por otra parte, el país ha registrado un aumento significativo de remesas en el primer semestre que representan un crecimiento de 17.9 %, como resultado de políticas migratorias más restrictivas

que incentivaron el envío de fondos como medida precautoria y de la expectativa de aplicación de un impuesto al envío de remesas del 1 % en Estados Unidos, de donde proviene el mayor flujo.

En el sector fiscal, el panorama presenta una evolución favorable producto de la mejora en el perfil de deuda a raíz del compromiso técnico con el Fondo Monetario Internacional sobre un Acuerdo de Financiamiento Ampliado que libera la presión sobre las finanzas públicas y devuelve al país a la senda de financiamiento externo. A la fecha, el país ya ha recibido los primeros desembolsos derivado de este acuerdo, el cual se encuentra condicionado al cumplimiento de los requisitos establecidos. Aunque a junio de 2025, los datos del BCR sobre el Sector Público No Financiero (SPNF) muestran un mayor déficit, la expectativa es que a partir del financiamiento del FMI y otras multilaterales, el país logre una sostenibilidad fiscal y mejore los niveles de endeudamiento en el mediano plazo.

Los desafíos económicos globales, el crecimiento económico modesto y limitaciones económicas estructurales son desafíos para el país; que, sin embargo, tiene oportunidades en un ambiente de seguridad local, una dinámica positiva en turismo y flujo favorable de remesas que impulsan el consumo privado. Mantener un perfil macroeconómico, político y social estable también podría favorecer a la inversión extranjera directa que impulse la creación de empleos y dinamice la oferta laboral.

Perfil de la Titularizadora

Reseña y operaciones.

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, fue constituida en el año 2008 con la finalidad de constituir, integrar y administrar los procesos de titularización en El Salvador. Perteneció al Grupo Hencorp, un conglomerado con presencia en América Latina y Estados Unidos. Opera bajo el marco regulatorio del mercado de valores salvadoreño y cumple con los estándares normativos establecidos por las autoridades financieras. La titularizadora es líder en el mercado salvadoreño, con amplia experiencia y solidez, gestionando el 40.6 % del patrimonio total de las titularizaciones activas.

Estructura gerencial y gestión de riesgos.

La agencia considera adecuada la estructura accionaria y el liderazgo de la titularizadora, destacando un sólido gobierno corporativo respaldado por su Junta Directiva conformada por profesionales con experiencia en el sector. Además, cuenta con manuales, comités y principios éticos que apoyan a la toma de decisiones estratégicas en favor de la entidad y sus accionistas. Para cumplir con las Normas Técnicas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades de los Mercados Bursátiles (NPR-11) y mitigar riesgos, Hencorp Valores implementó un Manual de Gestión de Riesgos y cuenta con auditoría externa regulada, asegurando una gestión conforme a los estándares normativos.

Resultados financieros

Debido a la naturaleza del negocio, resulta fundamental evaluar el riesgo de liquidez que enfrenta la titularizadora. En ese contexto, a junio de 2025, el ratio de liquidez corriente se mantuvo sin variaciones respecto a su periodo comparativo (3.6x). Estos datos reflejan que la entidad continúa demostrando una sostenida capacidad para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

En cuanto a sus ingresos y egresos, estos fluctuaron de manera positiva, permitiendo que la utilidad neta fuera de USD 1,553.7 (+18.0 % respecto a junio de 2024: USD 1,316.5 miles). Debido a este incremento, los indicadores de rentabilidad se vieron favorecidos, registrando un ROAA de 70.4 % (junio 2024: 66.4 %). Asimismo, el ROEA se ubicó en 97.5 % (junio 2024: 92.1 %), cifras muy por encima del promedio de los últimos cuatro años (2021 – 2024: ROA: 39.5 % y ROE: 59.1 %). Estos resultados reflejan no solo una mayor eficiencia operativa, sino también la capacidad del fondo para generar rendimientos superiores de manera consistente, consolidando su estabilidad financiera y fortaleciendo su resiliencia frente a posibles fluctuaciones futuras.

El patrimonio de la titularizadora se ubicó en USD 3,188.1 miles, un aumento del 11.5 % respecto a junio de 2024 (USD 2,859.3 miles), impulsado principalmente por los resultados del ejercicio a junio de 2025, que crecieron USD 199.2 miles respecto al mismo periodo del año anterior, y por el incremento del capital social, de USD 1,254.0 a USD 1,362.0¹. Este ajuste de capital responde al cumplimiento del capital mínimo requerido para las sociedades titularizadoras de activos, cuyo nivel fue modificado durante 2024. El crecimiento del patrimonio refleja la solidez financiera de la titularizadora y su capacidad para cumplir con los requerimientos regulatorios.

Estructura de la Titularización

El Fondo se constituye para titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros de CEPA, correspondientes a los primeros ingresos mensuales derivados de la venta de bienes y servicios en aeropuertos y puertos, así como de actualizaciones, ajustes, ingresos financieros y otros establecidos por la normativa aplicable. Los recursos obtenidos por CEPA a través de la cesión de estos derechos al Fondo de Titularización FTHVCPA CERO UNO se destinarán al mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios del Aeropuerto Internacional de El Salvador.

¹Modificado por el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero, de conformidad con lo establecido en el artículo 19 de la Ley de Titularización de Activos y el artículo 98 de la Ley del Mercado de Valores, el cual pasó de USD 1,253,700.00 a USD 1,361,948.00

Datos básicos de la Emisión	
Denominación del Fondo:	Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Uno - FTHVCPA 01
Originador:	Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma
Monto de la Emisión	Hasta USD 77,700,000.00
Plazo de la emisión	190 meses
Respaldo de la emisión	El patrimonio del Fondo de Titularización.
Destino de los fondos:	Los fondos que se obtuvieron por la negociación de la presente emisión son invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos de cada mes de la CEPA según se establece en los artículos dos, cuatro y dieciséis de la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma
Cuentas bancarias:	Cuenta Restringida: se tiene acumulado un saldo mínimo de una cuota mensual de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores. Cuenta Discrecional: será la utilizada para recibir los fondos del originador, pagar a los inversionistas, cubrir gastos, transferir fondos y recibir fondos de la Cuenta Restringida. Orden Irrevocable de Pago: por medio de un contrato se compromete a que al agente colector (de igual manera al de respaldo) a transferir los flujos al Fondo de Titularización.
Fuente: Hencorp Valores, Ltda. Titularizadora / Elaboración: PCR	

El Fondo de Titularización mantiene dos cuentas: una discrecional y una restringida. La Sociedad Titularizadora efectúa todos los pagos a través de la cuenta discrecional, la cual recibe los fondos del Originador, atiende las obligaciones con inversionistas, cubre gastos y realiza transferencias, incluyendo los recursos provenientes de la cuenta restringida. Esta última administra los fondos en garantía de la operación. De forma mensual, se transfiere desde la cuenta discrecional el monto establecido para conformar el depósito restringido².

Análisis del Originador

Reseña

La Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA) opera bajo un marco legal que regula sus funciones y asegura el cumplimiento de estándares nacionales e internacionales en la gestión de infraestructura portuaria y aeroportuaria. Su administración de activos estratégicos, como el Puerto de Acajutla y el Aeropuerto Internacional de El Salvador, resulta clave para el desarrollo económico al facilitar el comercio exterior. Asimismo, impulsa proyectos de modernización y alianzas con el sector privado orientados a fortalecer la competitividad y eficiencia del sistema logístico del país.

Gobierno corporativo del Originador

La Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA) es una entidad autónoma del Estado salvadoreño, cuyo patrimonio pertenece en su totalidad al Estado, sin participación de accionistas privados. Se rige por la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma, emitida y regulada por la Asamblea Legislativa, y su dirección recae en una Junta Directiva integrada por representantes de instituciones gubernamentales y del sector privado, responsables de la administración y supervisión de las operaciones portuarias y aeroportuarias. Asimismo, en su carácter de órgano estatal, CEPA se encuentra sujeta a la Ley de Acceso a la Información Pública (LAIP) y a la Ley de Adquisiciones y Contrataciones de la Administración Pública (LACAP), garantizando transparencia y cumplimiento normativo en sus operaciones.

Análisis Financiero

Resultados

PCR considera que el fondo mantiene un adecuado desempeño financiero, pese a la contracción temporal de los ingresos operativos, vinculada a ajustes administrativos y cambios en la gestión de algunos servicios portuarios y aeroportuarios. El control de gastos se mantuvo dentro de niveles históricos, permitiendo sostener la rentabilidad y la eficiencia operativa, evidenciada en el EBITDA y su margen. A futuro, el desempeño podría verse afectado por factores internos, como la evolución de gastos, y externos, incluyendo la actividad aeroportuaria y portuaria y condiciones económicas nacionales.

Los ingresos operativos de CEPA totalizaron USD 90.27 millones, reflejando una contracción del 11.06 %, asociada a la reducción en la venta de bienes y servicios (-USD 46.70 millones). No obstante, este efecto fue parcialmente compensado por un incremento de USD 33.64 millones en transferencias de capital recibidas, destinadas a proyectos vinculados con el Aeropuerto del Pacífico, consideradas de carácter temporal a medida el proyecto se ejecute. A futuro, los ingresos podrían verse influenciados por factores internos, como la gestión de servicios, y por factores externos, incluyendo la actividad aeroportuaria y portuaria y el entorno económico.

Los ingresos aeroportuarios representaron el 54.82 % del total de ingresos de la entidad, totalizando USD 49.49 millones y registrando una disminución del 21.54 % interanual. Esta contracción se explicó principalmente por la caída en ingresos no aeronáuticos (39.63 %), seguida de menores ingresos por derechos de embarque (6.57 %) e ingresos aeronáuticos (4.44 %). Por su parte, los ingresos del Puerto de Acajutla totalizaron USD 4.56 millones, lo que representa una disminución del 86.84 % respecto a junio de 2024 (USD 30.11 millones). Esta caída se atribuye principalmente a menores ingresos por servicios de contenedores (-99.50 %), carga a granel sólida (-99.70 %) y carga general (-99.68 %), como resultado del traspaso de operaciones a la sociedad Unión Portuaria del Pacífico³. Estas

² Para conocer más detalles sobre la emisión, remitirse a: [PROSPECTO FTHVCPA01](#)

³ La Unión Portuaria del Pacífico SEM de C.V. es una empresa de economía mixta que opera los puertos de Acajutla y La Unión en El Salvador, resultado de una alianza entre CEPA y Yilport Holding. Su misión es modernizar la infraestructura portuaria, mejorar la eficiencia logística y posicionar al país como un centro regional de comercio marítimo. La iniciativa incluye inversiones en tecnología, sostenibilidad y desarrollo local, con una proyección de \$1,500 millones en los próximos 50 años.

caídas podrían afectar temporalmente la liquidez del fondo, mientras la recuperación de los ingresos esté vinculada a la futura operación del nuevo aeropuerto.

Para efectos de análisis operativo, se monitoreó el desempeño del tráfico aeroportuario. El número de pasajeros mostró una contracción interanual de 4.26 %, alcanzando un total de 2.51 millones, lo que podría reflejar ligeras variaciones en la demanda de servicios aeroportuarios. Los aterrizajes, en cambio, registraron un crecimiento de 4.57 %, con un total de 12,760 operaciones, evidenciando estabilidad en la actividad aérea. Finalmente, el volumen de carga presentó un incremento de 29.10 %, alcanzando 19.74 millones de kilogramos.

Los costos y gastos de operación totalizaron USD 39.98 millones, registrando una contracción interanual de 31.99 %, principalmente por la reducción en gastos de personal (-USD 16.19 millones), seguida de menores costos de bienes de consumo y servicios (-USD 3.32 millones) y de venta y cargos calculados (-USD 1.76 millones). Esta disminución, que podría estar parcialmente vinculada a la cesión de operaciones, permitió compensar la caída en ingresos, generando una utilidad neta de USD 50.29 millones, superior a los USD 42.71 millones de junio de 2024, lo que representó un incremento del 17.75 % y llevó a que el margen neto mejorara de 42.08 % a 55.71 %. A mediano plazo, los ingresos y el margen podrían verse influenciados por la operación de servicios y factores externos de la actividad aeroportuaria y portuaria, aunque la fortaleza histórica de la entidad respalda su capacidad de mantener resultados sólidos.

A pesar de la contracción en los ingresos, el desempeño histórico de la entidad permitió que el EBITDA anualizado mantuviera un comportamiento favorable, con un crecimiento del 15.1 % hasta USD 17.59 millones, lo que mejoró el margen EBITDA a 72.9 % (junio 2024: 57.7 %). Esta tendencia refleja una adecuada eficiencia operativa y, de sostenerse, fortalecerá la capacidad de generación de flujo operativo. No obstante, la cobertura del EBITDA sobre gastos financieros se ubicó en 8.6x, mostrando una ligera disminución interanual frente a 9.3x en junio de 2024, debido al incremento del 21 % en dichos gastos; pese a ello, la entidad mantiene adecuados niveles de solvencia. En cuanto a la rentabilidad, los indicadores reflejaron un desempeño positivo: el ROAA pasó de 9.31 % a 10.33 %, mientras que el ROEA aumentó de 12.70 % a 15.04 %, impulsados por los resultados obtenidos en los últimos periodos. Hacia adelante, el EBITDA y la rentabilidad del fondo dependerán de la estabilidad en los ingresos operativos de CEPA y del control de los gastos operativos, mientras que los gastos financieros podrían variar según la evolución de las tasas de interés y el nivel de apalancamiento.

Riesgo de Liquidez

La entidad reflejó un adecuado comportamiento financiero, sustentado en el crecimiento de activos, mayores niveles de liquidez y un incremento en las inversiones destinadas a proyectos y programas. Si bien los pasivos registraron un aumento, la estructura financiera se mantiene equilibrada, con suficiente solidez para atender sus obligaciones y asegurar la continuidad operativa.

Los activos de CEPA totalizaron USD 770.18 millones, con un crecimiento interanual de 12.21 %, explicado por el aumento en inversiones en proyectos y programas (60.87 %), disponibilidades (19.46 %) e inversiones financieras (51.22 %). Los pasivos sumaron USD 185.63 millones, con un alza de 4.82 %, impulsada por el endeudamiento interno en 2.12 % (-USD 22.10 millones). No obstante, este efecto fue parcialmente compensado por la reducción en acreedores financieros (24.57 %), endeudamiento externo (23.03 %) y acreedores monetarios (21.60 %).

El comportamiento de activos y pasivos resultó en un indicador de liquidez de 3.16x (junio 2024: 2.19x), mientras que la liquidez ácida se ubicó en 2.83x (junio 2024: 1.99x). Ambos indicadores se ubican por encima de los promedios históricos reportados por la entidad y reflejan una mejora interanual que evidencia la capacidad de la entidad para atender sus obligaciones con activos de alta liquidez. En concordancia, el capital de trabajo registró un incremento del 52.03 %, totalizando USD 129.22 millones (junio 2024: USD 84.99 millones). Estos niveles de liquidez se consideran adecuados para el cumplimiento de obligaciones financieras, fortalecen la posición operativa frente a requerimientos de corto plazo y proporcionan un margen suficiente para que el fondo mantenga su operación sin recurrir a endeudamiento adicional.

Riesgo de Solvencia

El patrimonio de CEPA mostró un crecimiento significativo, impulsado por los resultados de ejercicios anteriores y la utilidad del periodo, lo que refleja un fortalecimiento sostenible derivado de la capacidad continua del fondo para generar y retener resultados, más que un efecto coyuntural. Los indicadores de solvencia se mantuvieron estables, evidenciando bajos niveles de endeudamiento y un respaldo sólido de activos propios, lo que asegura una adecuada capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras.

El patrimonio de CEPA ascendió a USD 584.54 millones, registrando un crecimiento interanual de 14.8 % (+USD 75.25 millones), impulsado por el aumento en resultados de ejercicios anteriores en 44.2 % (+USD 67.68 millones) y por la utilidad del presente periodo en 17.7 % (+USD 7.58 millones). Este desempeño, en línea con su historial financiero, mantiene los indicadores de solvencia por debajo de 1 vez, lo que refleja bajos niveles de endeudamiento y un respaldo mayoritario de activos con capital propio. El apalancamiento patrimonial se ubicó en 0.35x (junio 2024: 0.38x) y la razón de endeudamiento en 0.24x (junio 2024: 0.26x). Dichos indicadores reflejan un balance adecuado entre el crecimiento de las obligaciones y la capacidad de atenderlas, lo que asegura una posición de solvencia holgada.

Análisis del desempeño del fondo de titularización.

El análisis financiero de la titularización confirma un cumplimiento adecuado de las obligaciones, respaldado por una mejora en la capacidad de pago y estabilidad en los flujos comprometidos. Las cuentas bancarias registran los montos estipulados, reflejando una gestión ordenada de los recursos. La reducción en el flujo a ceder permitió mejorar la cobertura de pago, mientras que la existencia de mecanismos de garantía, como la Orden Irrevocable de Pago, refuerza la sostenibilidad y solidez del esquema financiero.

Cumplimiento del covenant financiero.

De acuerdo lo estipulado en el Decreto Legislativo N° 126, la entidad no puede ceder más del 20% de sus ingresos en un proceso de titularización. A junio 2025, con base en la información proporcionada por la Sociedad Titularizadora y considerando la reestructuración de la emisión, CEPA ha destinado el 4.68% de sus ingresos al cumplimiento de sus obligaciones con el FTHVCPA01. Este porcentaje es inferior al 10.61% registrado en junio de 2024, reflejando una mejora en su capacidad de cumplimiento, manteniéndose dentro del límite normativo y honrando satisfactoriamente sus compromisos.

Cuentas Bancarias

El análisis de las cuentas bancarias confirma que la cuenta colectora ha recibido oportunamente las cuotas de cesión, en cumplimiento de lo estipulado en el contrato de titularización. Asimismo, la cuenta restringida mantiene el equivalente a una cuota de cesión, conforme a lo pactado contractualmente, reflejando un adecuado cumplimiento de las obligaciones con el fondo. PCR dará seguimiento continuo a estos flujos, verificando que tanto las cuentas discrecionales como las restringidas mantengan los montos establecidos en el contrato de titularización.

Desempeño de Flujos Cedidos y Cobertura del Fondo de Titularización.

El análisis de los flujos comprometidos con el fondo y la capacidad de pago frente a las cuotas de cesión refleja un desempeño adecuado para la titularización. Aunque los ingresos operativos de CEPA mostraron una leve contracción interanual, se observa una reducción en el flujo a ceder respecto a junio de 2024, lo que permitió una mejora en la cobertura, pasando de 19.01x a 21.39x.

Adicionalmente, el fondo cuenta con una Orden Irrevocable de Pago y, al considerar los ingresos recaudados por el Aeropuerto Internacional de El Salvador, estos proporcionan una cobertura de 11.73x (junio 2024: 11.81x), representando el 8.53 % de dichos ingresos. El comportamiento de las coberturas se mantiene alineado con lo proyectado en el modelo del fondo de titularización.

INGRESOS TOTALES REALES Y PROYECTADOS							
	INGRESOS REALES			INGRESOS PROYECTADOS			
	dic-24	jun-24	jun-25	2025P	2026P	2027P	2028P
INGRESOS TOTALES	228.26	101.49	90.27	195.31	181.35	189.43	199.04
FLUJO POR CEDER	10.68	5.34	4.22	7.88	7.32	7.32	7.32
% DE INGRESOS CEDIDOS REALES	4.68%	5.26%	4.68%	4.0%	4.0%	3.9%	3.7%
COBERTURA	21.37	19.01	21.39	24.8	24.8	25.9	27.2

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

Resumen de Estados Financieros no Auditados CEPA

BALANCE GENERAL (USD MILLONES)						
Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
FONDOS	54.5	62.8	130.0	189.3	141.7	169.3
INVERSIONES FINANCIERAS	13.9	17.6	18.8	9.7	12.4	18.8
INVERSIONES EN EXISTENCIAS	4.8	5.7	5.9	2.9	5.6	3.4
INVERSIONES EN BIENES DE USO	454.3	451.6	437.5	423.0	430.0	423.2
INVERSIONES EN PROJ. Y PROG.	68.2	72.3	91.7	138.3	96.7	155.5
TOTAL DE ACTIVOS	595.7	609.9	683.9	763.2	686.4	770.2
DEPÓSITOS DE TERCEROS	27.7	25.5	24.9	23.3	21.9	21.6
ACREEDORES MONETARIOS	-	-	-	28.0	5.7	4.5
ENDEUDAMIENTO INTERNO	87.5	85.6	104.1	95.6	99.9	122.0
ENDEUDAMIENTO EXTERNO	29.3	20.9	15.5	10.3	11.9	9.1
ACREEDORES	37.3	43.4	72.7	71.8	37.7	28.4
TOTAL DE PASIVOS	181.8	175.4	217.3	228.9	177.1	185.6
PATRIMONIO	393.3	421.6	434.6	466.6	466.6	534.3
DETRIMENTO PATRIMONIAL	(0.0)	-	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
RESULTADO A LA FECHA	20.6	13.0	32.0	67.7	42.7	50.3
PATRIMONIO TOTAL	413.9	434.6	466.6	534.3	509.3	584.5
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	595.7	609.9	683.8	763.2	686.4	770.2

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (USD MILLONES)						
Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
INGRESOS						
FINANCIEROS Y OTROS	11.8	7.7	9.7	6.6	4.0	3.5
POR TRANSFERENCIAS CORRIENTES RECIBIDAS	0.1	0.4	0.4	0.2	0.0	2.3
POR TRANSFERENCIAS DE CAPITAL RECIBIDAS	6.0	-	-	37.0	-	33.6
VENTA DE BIENES Y SERVICIOS	108.5	124.4	161.1	173.0	91.9	45.2
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	7.1	11.3	7.3	11.4	5.6	5.6
INGRESOS TOTALES	133.4	143.8	178.5	228.3	101.5	90.3
GASTOS						
PERSONAL	52.7	56.7	56.4	52.2	28.8	12.6
BIENES DE CONSUMO Y SERVICIOS	16.7	20.7	20.9	27.5	10.8	7.5
BIENES CAPITALIZABLES	0.1	0.4	0.4	0.6	0.3	0.1
GASTOS FINANCIEROS	6.2	15.3	11.1	12.4	6.0	7.5
POR TRANSFERENCIAS OTORGADAS	6.4	7.7	6.7	19.4	3.0	2.8
COSTOS DE VENTAS Y CARGOS CALCULADOS	19.6	18.8	19.6	19.8	9.9	8.1
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	0.9	3.6	3.3	1.8	0.0	1.4
GASTOS TOTALES	102.5	123.2	118.5	133.7	58.8	40.0
SUPERAVIT (DEFICIT)	30.9	20.6	60.0	94.6	42.7	50.3
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	6.6	7.6	28.0	17.2	-	-
RETRIBUCIÓN FISCAL	3.7	-	-	9.7	-	-
UTILIDAD NETA	20.6	13.0	32.0	67.7	42.7	50.3

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS						
Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
RENTABILIDAD						
MARGEN BRUTO	85.32%	86.92%	89.03%	91.34%	90.29%	91.03%
MARGEN OPERATIVO	27.89%	25.26%	40.09%	47.13%	48.29%	64.15%
MARGEN NETO	15.44%	9.02%	17.93%	29.65%	42.08%	55.71%
MARGEN DE EBITDA	42.40%	38.34%	51.04%	55.77%	57.74%	72.88%
ROE (ANUALIZADO)	7.48%	4.74%	12.86%	14.51%	12.70%	15.04%
ROA (ANUALIZADO)	3.46%	2.13%	4.68%	8.87%	9.31%	10.33%
EBITDA	56.55	55.14	91.09	127.29	58.60	65.79
LIQUIDEZ						
LIQUIDEZ GENERAL	0.40	1.04	1.40	1.91	2.19	3.16
LIQUIDEZ ÁCIDA	0.30	0.77	1.18	1.80	1.99	2.83
CAPITAL DE TRABAJO NETO (US\$ MM)	8.07	3.4	43.6	95.8	85.0	129.2
ACTIVOS LÍQUIDOS / PASIVO TOTAL	0.38	0.46	0.68	0.87	0.87	1.01
SOLVENCIA						
RAZON DE ENDEUDAMIENTO	0.31	0.29	0.32	0.30	0.26	0.24
APALANCAMIENTO	0.44	0.40	0.47	0.49	0.38	0.35
DEUDA FINANCIERA A PATRIMONIO	0.28	0.46	0.49	0.23	0.24	0.25
PATRIMONIO A ACTIVO TOTAL	69.5%	71.3%	68.2%	61.1%	68.0%	69.4%
COBERTURA DE INTERESES	5.94	2.31	6.19	8.26	7.78	7.60
DEUDA FINANCIERA A PASIVO	64.22%	113.98%	104.31%	46.25%	63.10%	70.63%

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Estados Financieros Auditados FTHVCPA01

BALANCE GENERAL						
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEPA 01 (USD MILES)						
COMPONENTES	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
BANCOS	1,101	1,795	2,194	1,823	1,811	1,253
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	-	-	-	-	-	-
IMPUESTOS	-	-	-	-	-	-
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	8,711	10,529	9,835	7,088	8,768	6,710
ACTIVO CORRIENTE	9,812	12,324	12,029	8,911	10,579	7,963
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	51,823	40,520	29,840	21,960	25,620	18,300
GASTOS DE COLOCACIÓN	-	-	-	-	-	-
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	-	-	-	-	-	-
ACTIVO NO CORRIENTE	51,823	40,520	29,840	21,960	25,620	18,300
TOTAL ACTIVO	61,635	52,844	41,869	30,871	36,199	26,263
DOCUMENTOS POR PAGAR	391	215	558	166	203	31
COMISIONES POR PAGAR	1	1	1	1	1	1
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	28	28	27	27	16	17
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	4	7	9	10	9	10
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3,417	8,826	8,577	6,507	7,969	5,865
PASIVO CORRIENTE	3,842	9,077	9,173	6,711	8,198	5,923
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	45,115	34,490	25,992	19,541	22,396	16,581
INGRESOS DIFERIDOS	19,923	16,613	13,304	9,994	11,649	8,340
PASIVO NO CORRIENTE	65,037	51,103	39,295	29,535	34,045	24,921
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	(7,674)	(7,245)	(7,337)	(6,599)	(6,599)	(5,376)
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	429	(92)	738	1,224	555	794
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	(7,245)	(7,337)	(6,599)	(5,376)	(6,044)	(4,581)
TOTAL PASIVO	61,635	52,844	41,869	30,871	36,199	26,263

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

ESTADO DE RESULTADOS						
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEPA 01 (USD MILES)						
COMPONENTES	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	3,319	3,309	3,309	3,309	1,655	1,655
INGRESOS POR INVERSIONES	-	5	-	-	-	-
OTROS INGRESOS	-	0	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS	3,319	3,315	3,309	3,309	1,655	1,655
POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	235	235	235	9	5	5
POR TITULARIZADORA DE ACTIVOS	-	-	194	152	81	60
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	26	26	26	26	13	13
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	4	4	4	4	2	2
POR PAGO DE SERVICIO DE LA DEUDA	-	-	-	-	-	-
POR SERVICIO DE VALUACIÓN	-	-	-	-	-	-
POR SEGUROS	-	-	-	-	-	-
POR HONORARIOS PROFESIONALES	12	12	12	12	6	6
GASTOS POR ACTIVOS INMUEBLES TITULARIZADOS	-	-	-	-	-	-
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	276	276	245	202	106	85
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	2,611	3,128	2,325	1,883	994	775
GASTOS OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES BANCARIAS	-	-	-	-	-	-
GASTOS FINANCIEROS	2611	3128	2325	1883	994	775
OTROS GASTOS	3	3	2	-	-	-
TOTAL GASTO	2,890	3,407	2,572	2,086	1,100	860
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	429	(92)	738	1,224	555	794

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

FLUJOS POR CEDER REESTRUCTURADOS POR CEPA AL FTHVCPA01 (US\$ MILES)

Cuota	Cesión
1-32	304,000
33-35	520,000
36-86	979,000
87-95	28,000
96-107	120,000
108-110	253,000
111-124	979,000
125-144	890,000
145-190	610,000

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

Nota sobre información empleada para el análisis

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de la misma le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

Con este antecedente y acorde a lo dispuesto en la normativa vigente, PCR es responsable de la opinión emitida en su calificación de riesgo, considerando que en dicha opinión PCR se pronuncia sobre la información utilizada para el análisis, indicando si esta es suficiente o no para emitir una opinión de riesgo, así como también, en el caso de evidenciarse cualquier acción que contradiga las leyes y regulaciones en donde PCR cuenta con mecanismos para pronunciarse al respecto. PCR, sigue y cumple en todos los casos, con procesos internos de debida diligencia para la revisión de la información recibida.