

# FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES COMISIÓN EJECUTIVA PORTUARIA AUTÓNOMA CERO DOS - FTHVCPA02

Comité No.: 077/2026

Fecha de Comité: 17 de abril de 2026

Informe con estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2025

Antiguo Cuscatlán – El Salvador

## Equipo de Análisis

Rebeca Bonilla

Adalberto Chávez

(503) 2266-9471

rbonilla@ratingspcr.com

achavez@ratingspcr.com

## Calificación

# AAA

### Significado de la calificación

**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.

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

| Instrumento Calificado    | Calificación actual | Calificación anterior | Fecha de comité     |
|---------------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| Valores de titularización | AAA                 | AAA                   | 17 de abril de 2026 |
| Perspectiva               | Estable             | Estable               |                     |

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 02, con perspectiva "Estable", con información auditada al 31 de diciembre de 2025. La clasificación se sustenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización, respaldada por la generación de ingresos de las operaciones aeroportuarias, que permite al originador atender oportunamente sus obligaciones de cesión. Asimismo, se valoran positivamente los sólidos niveles de solvencia y rentabilidad mostrados por la entidad, así como la adecuada generación de flujo operativo. Adicionalmente, se consideran los mecanismos legales, operativos y financieros incorporados en la estructura, los cuales fortalecen el esquema de garantía y contribuyen a la estabilidad del fondo.

## Resumen Ejecutivo

- El Fondo de Titularización mantiene adecuados respaldos y cumplimiento holgado de covenants.** La emisión dispone de mecanismos como una Cuenta Restringida y una Orden Irrevocable de Pago suscrita con la colecturía de derechos generados en el Aeropuerto Internacional de El Salvador. En el ámbito financiero, el Originador puede comprometer hasta un 97.5 % del 20 % de dichos ingresos para el pago de esta cesión y la correspondiente al FTHVCPA01, porcentaje que a la fecha se ubica en 8.49 %. Adicionalmente, debe mantener una razón de deuda neta a EBITDA inferior a 9.0 veces, la cual se situó en 0.01 veces, evidenciando un cumplimiento adecuado y holgado de los compromisos establecidos.
- Cobertura de cesión se mantiene holgada con reducción interanual.** Los ingresos operativos de CEPA totalizaron USD 181.12 millones, reflejando una contracción interanual de 20.65%, explicada principalmente por un cambio en la composición de sus fuentes de ingreso, en particular por la reducción de los ingresos portuarios tras el traspaso de la operación del Puerto de Acajutla y La Unión a la sociedad Unión Portuaria del Pacífico, así como por la menor contribución de la venta de bienes y servicios. No obstante, la entidad mantiene niveles adecuados de cobertura sobre la cuota de cesión, aunque inferiores a su comparativo interanual. En ese sentido, la cobertura total se ubicó en 23.10 veces (diciembre 2024: 32.98 veces), mientras que la cobertura con ingresos aeroportuarios alcanzó 12.78 veces (diciembre 2024: 16.01 veces), manteniéndose en niveles ampliamente suficientes para el cumplimiento de las obligaciones del Fondo.
- La entidad mantiene adecuados niveles de rentabilidad.** PCR destaca los adecuados niveles de rentabilidad de CEPA, respaldados por los resultados obtenidos en el periodo y la mejora en sus indicadores financieros. Al cierre de 2025, el ROA se ubicó en 10.33 % (diciembre 2024: 8.87 %) y el ROE en 18.57 % (diciembre 2024: 14.51 %), evidenciando un fortalecimiento en la capacidad de generación de utilidades. Asimismo, el EBITDA y sus márgenes se mantuvieron en niveles elevados, lo que favorece la generación de flujo operativo y contribuye al sostenimiento de adecuados niveles de cobertura del Fondo. No obstante, la mejora observada en la rentabilidad se encuentra parcialmente influenciada por la reducción en la estructura de costos asociada a cambios en el alcance operativo de la entidad, por lo que su sostenibilidad estará sujeta a la evolución de los ingresos y a la consolidación de dicha estructura.
- Ajuste a la baja en la posición de liquidez de CEPA.** La liquidez de la entidad mostró una evolución desfavorable al cierre de 2025, reflejada en una menor disponibilidad de recursos líquidos frente a sus obligaciones de corto plazo. El indicador de liquidez se ubicó en 0.98 veces (diciembre 2024: 1.91 veces) y la razón ácida en 0.92 veces (diciembre 2024: 1.80 veces), evidenciando una reducción en la cobertura de pasivos corrientes. En coherencia con lo anterior, el capital de trabajo registró un déficit de USD 3.31 millones (diciembre 2024: USD 95.81 millones), mostrando un menor margen de maniobra para la atención de compromisos operativos.
- Solvencia se mantiene holgada con incremento en apalancamiento.** En línea con su desempeño histórico, los niveles de solvencia de CEPA se mantienen por debajo de 1 vez, reflejando una estructura financiera respaldada mayoritariamente por capital propio y un bajo nivel de endeudamiento. Al cierre de 2025, el apalancamiento patrimonial se ubicó en 0.61 veces (diciembre 2024: 0.49 veces) y la razón de endeudamiento en 0.34 veces (diciembre 2024: 0.30 veces), evidenciando un incremento interanual en línea con el crecimiento de las obligaciones. No obstante, estos indicadores continúan reflejando un bajo volumen de deuda en relación con su patrimonio, lo que le permite mantener una capacidad de pago adecuada.

## Factores Clave

### Los factores que, de forma individual o conjunta, podrían impulsar una mejora en la calificación:

- No aplica, el Fondo de Titularización cuenta con la clasificación más alta.

### Los factores que, de forma individual o conjunta, podrían afectar negativamente la calificación incluyen:

- 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-ANA-MET-NR-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 30 de octubre de 2025. 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 calificación

PCR basó su análisis en los estados financieros auditados del Fondo de Titularización al 31 de diciembre de 2021-2025 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 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 la 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

El panorama económico internacional en 2025 estuvo marcado por tensiones comerciales y geopolíticas que moldearon el crecimiento económico hasta alcanzar un 2.7 %, según datos del Banco Mundial. Este nivel de crecimiento estuvo ligeramente por encima de las estimaciones (2.4 %). Para 2026 se proyecta un crecimiento económico mundial de 2.6 %, similar al reportado en los últimos años, explicado por un panorama mixto entre efectos adversos por políticas arancelarias e incertidumbre geopolítica versus un contexto de condiciones de financiamiento favorables, en línea con la política monetaria más flexible.

Para América Latina, el Banco Mundial estima un crecimiento de 2.3 %, limitado en buena medida por restricciones comerciales aún significativas y con economías con demandas internas aún bajas que pueden llegar a contrarrestar el efecto positivo de una política monetaria más flexible y un acceso a financiamiento favorable. Otro riesgo previsible en el ámbito social es un endurecimiento de las políticas migratorias que frenen el flujo de remesas hacia países con dependencia mediana y alta de estos ingresos, en conjunto con efectos del cambio climático, específicamente el fenómeno de "La niña" que podría provocar sequías y afectar los niveles de producción principalmente en productos agropecuarios.

En el contexto de tasas de interés, tras la aplicación de una política monetaria prudente por parte de la Reserva Federal durante 2025, se prevé que en 2026 continúe una trayectoria moderada a la baja, hasta situarse en un rango de entre 3.0% y 3.25% hacia finales del año, condicionada a la evolución de la inflación en Estados Unidos y al desempeño del mercado laboral.

## Desempeño económico

La economía de El Salvador registró un desempeño favorable en 2025 con un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del 3.9 %, según datos del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR). Desde el enfoque de la producción, la mayoría de las actividades económicas (15/19) registraron un crecimiento anual, sobresaliendo Construcción (24.4 %), Minas y canteras (8.7 %), Transporte (6.1 %) y Actividades financieras y de seguros (4.5 %). El crecimiento se fundamentó en la ejecución de proyectos de construcción, tanto del sector público como privado, aumento de la demanda de servicios de transporte de carga y de pasajeros, la buena dinámica del sistema financiero y del turismo que registró cifras récord que además promovieron la demanda de otros servicios complementarios.

En el panorama del sistema financiero y monetario se evidencia que la liquidez fue favorecida ante el aumento significativo de remesas y de depósitos. Las Reservas Internacionales Netas (RIN) registraron un crecimiento de 28.8 %; mientras que las reservas de liquidez de los bancos se reforzaron al pasar de representar el 11.8 % de los depósitos en noviembre de 2024 a 14.1 % al cierre de noviembre de 2025. Por otra parte, la Inflación se mantuvo en niveles controlados durante 2025, donde la variación en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) reflejó un comportamiento mixto con variaciones negativas durante 5 meses del año y cerrando con un crecimiento moderado de 0.91 % en diciembre como resultado principalmente de los rubros de restaurantes y hoteles, bebidas alcohólicas y tabaco, salud y alimentos y bebidas no alcohólicas. Los niveles inflacionarios se alinearon con las expectativas iniciales del Fondo Monetario Internacional (FMI), entidad que proyecta para 2026 una inflación cercana al 1.8%, consistente con una mayor dinámica de crecimiento económico.

En materia fiscal se materializan algunas mejoras y se mantienen perspectivas optimistas. De acuerdo con el marco de política fiscal acordado entre El Salvador y el FMI se proyecta una trayectoria de consolidación fiscal gradual en el mediano plazo. En este escenario base, el déficit fiscal se ubicaría alrededor de 3.0% del PIB en 2025, se reduciría adicionalmente en 2026 hasta un rango aproximado de 2.5%–2.8% del PIB, y continuaría disminuyendo en 2027 hacia niveles cercanos a 2.0%–2.3%. Esta senda refleja la implementación progresiva de medidas de ajuste fiscal, fortalecimiento de la recaudación y reformas estructurales, orientadas a mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas y colocar la deuda pública en una trayectoria descendente.

En el sector externo el país sigue enfrentando una balanza comercial deficitaria marcada por un crecimiento más acelerado de las importaciones (12.9 %) con respecto a las exportaciones (1.9 %). Por otra parte, las remesas representan un flujo significativo de divisas, dado que en 2025 marcaron un récord al presentar un crecimiento del 17.8 % interanual, favoreciendo el consumo interno y representando aproximadamente el 24 % del PIB.

Por otra parte, al cierre de 2025, el EMBI de El Salvador se ubicó en alrededor de 329 puntos básicos, lo que representó una reducción relevante frente al nivel observado al cierre de 2024, cercano a 388 puntos básicos. Esta disminución refleja una mejora en la percepción de riesgo soberano por parte de los inversionistas, asociada a una mayor estabilidad macroeconómica y a avances en la gestión fiscal y financiera del país. No obstante, pese a la compresión del spread, El Salvador continuó registrando el EMBI más elevado de Centroamérica, evidenciando la persistencia de riesgos estructurales.

## Perfil de la titularizadora

### Reseña y operaciones.

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

### Estructura gerencial y gestión de riesgos.

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

### Resultados financieros

Debido a la naturaleza del negocio, la evaluación del riesgo de liquidez de la titularizadora es prioritaria. Al cierre de diciembre de 2025, el ratio de prueba ácida se mantuvo estable, pasando de 2.88 veces a 2.9 veces. Este indicador confirma una capacidad sostenida para cubrir obligaciones de corto plazo sin variaciones significativas en su estructura de liquidez.

En cuanto al desempeño operativo, la gestión de ingresos y egresos permitió que la utilidad neta alcanzara los USD 3.28 millones, lo que representa un crecimiento interanual del 42.7%. Este incremento impulsó los indicadores de rentabilidad por encima de sus promedios históricos de los últimos 5 periodos: el ROA se situó en 43.5% (promedio: 40.3%) y el ROE en 66.7% (promedio: 60.6%). Estos resultados no solo reflejan una mayor eficiencia operativa, sino que fortalecen la resiliencia financiera de la entidad frente a posibles fluctuaciones del mercado.

El patrimonio de la titularizadora ascendió a USD 4.91 millones, registrando un aumento del 25.6% respecto a diciembre de 2024, impulsado principalmente por los resultados del ejercicio y el fortalecimiento de las reservas de capital. Este crecimiento consolida la solvencia de la institución y asegura un cumplimiento holgado del capital mínimo requerido por la normativa vigente para las sociedades titularizadoras de activos.

## Estructura de la titularización

El fondo se crea para titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros de CEPA, correspondientes a los ingresos mensuales provenientes de la venta de bienes y servicios en sus instalaciones, incluyendo aeropuertos y puertos, así como ingresos por actualizaciones y ajustes, ingresos financieros y otros determinados por leyes y reglamentos. Los fondos que CEPA reciba por la cesión de estos derechos al Fondo de Titularización FTHVCPA CERO DOS serán invertidos en el mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios del Aeropuerto Internacional El Salvador.

### DATOS BÁSICOS DEL FONDO DE INVERSIÓN

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| <b>Denominación del Fondo:</b> | Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Dos - FTHVCPA 02   |
| <b>Originador:</b>             | Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma   |
| <b>Monto de la Emisión</b>     | Hasta USD 69,700,000.00   |
| <b>Plazo de la emisión</b>     | 195 meses   |
| <b>Respaldo de la emisión</b>  | Patrimonio del Fondo de Titularización.   |
| <b>Destino de los fondos:</b>  | Los fondos que la CEPA, reciba en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVCPA CERO DOS, serán invertidos por la CEPA en el mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios que requiere el Aeropuerto Internacional El Salvador  |
| <b>Cuentas bancarias:</b>      | <p><b>Cuenta Restringida:</b> se tiene acumulado un saldo mínimo de una cuota mensual de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores.</p> <p><b>Cuenta Discrecional:</b> será la utilizada para recibir los fondos del originador, pagar a los inversionistas, cubrir gastos, transferir fondos y recibir fondos de la Cuenta Restringida.</p> <p><b>Orden Irrevocable de Pago:</b> 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.</p> |

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

Se abrieron dos cuentas a nombre del Fondo de Titularización: una Cuenta Discrecional y una Cuenta Restringida. La Sociedad Titularizadora realiza todos los pagos desde la Cuenta Discrecional. Esta cuenta recibe fondos del Originador, paga a los inversionistas, cubre gastos, transfiere fondos y recibe fondos de la Cuenta Restringida, que administra los fondos en garantía de la operación. Mensualmente, se transfiere una cantidad determinada de la Cuenta Discrecional para conformar el Depósito Restringido<sup>1</sup>.

## Estructura de la titularización

### Reseña

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 su Ley Orgánica, emitida por la Asamblea Legislativa, y su dirección está a cargo de una Junta Directiva conformada por representantes del sector público y privado, responsables de la supervisión y administración de las operaciones portuarias y aeroportuarias. Adicionalmente, la entidad impulsa proyectos de modernización y esquemas de participación con el sector privado orientados a mejorar la eficiencia operativa y la competitividad del sistema logístico nacional, lo cual resulta relevante desde una perspectiva prospectiva en la sostenibilidad y expansión de sus operaciones.

### 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 su Ley Orgánica, emitida por la Asamblea Legislativa, y su dirección está a cargo de una Junta Directiva conformada por representantes del sector público y privado. En materia de gobierno corporativo, CEPA opera bajo un marco normativo que incorpora la Ley de Acceso a la Información Pública (LAIP) y la Ley de Adquisiciones y Contrataciones de la Administración Pública (LACAP), lo que favorece la transparencia y el cumplimiento normativo. No obstante, su naturaleza estatal implica una vinculación con las políticas públicas, aspecto relevante en la evaluación de su gobernanza.

<sup>1</sup> Para conocer más detalles sobre la emisión, remitirse a: Prospecto FTHVCPA 01.pdf (bolsadevalores.com.sv)

## Análisis financiero

### Resultados

PCR considera que la entidad presentó un desempeño financiero favorable al cierre de 2025, pese a la contracción en los ingresos operativos y los cambios en su estructura de generación. Los resultados evidenciaron una mejora en la rentabilidad y en la generación operativa, apoyada en la reducción de costos y gastos. En este contexto, el EBITDA y sus márgenes se mantuvieron en niveles elevados, con una cobertura sobre gastos financieros holgada. No obstante, la sostenibilidad de estos resultados estará sujeta a la evolución de los ingresos y a la consolidación de la nueva estructura operativa.

Los ingresos operativos de CEPA totalizaron USD 181.12 millones al cierre de 2025, reflejando una contracción interanual de 20.65 %, explicada principalmente por la reducción en la venta de bienes y servicios (-USD 80.67 millones). Si bien este comportamiento fue parcialmente compensado por mayores transferencias de capital (+USD 26.64 millones), asociadas al desarrollo del Aeropuerto del Pacífico, estas presentan un carácter no recurrente, lo que limita su capacidad de sostener la generación de ingresos en el tiempo. La evolución observada durante el ejercicio evidencia un punto de inflexión en la dinámica de ingresos de la entidad, cuya consolidación y efectos sobre la estabilidad de los flujos deberán continuar siendo monitoreados.

En cuanto a su composición, los ingresos aeroportuarios representaron el 57.29 % del total, alcanzando USD 103.76 millones, con una disminución interanual de 10.79 %, derivada principalmente de menores ingresos no aeronáuticos. Esta dinámica sugiere una moderada sensibilidad de los ingresos ante variaciones en la demanda y en las actividades comerciales complementarias. Por su parte, los ingresos del Puerto de Acajutla se redujeron significativamente hasta USD 7.91 millones (-88.96 %), como resultado del traspaso de operaciones a la sociedad Unión Portuaria del Pacífico<sup>2</sup>, configurando un cambio estructural en la generación de ingresos que reduce la diversificación de las fuentes y concentra la dependencia en el segmento aeroportuario.

Desde la perspectiva operativa, el tráfico aeroportuario evidenció variaciones acotadas en sus principales indicadores, con 5.21 millones de pasajeros (-1.74 %), 25,645 aterrizajes (+4.53 %) y un volumen de carga de 39.78 millones de kilogramos (+10.74 %). Estos resultados reflejan continuidad en la operación; no obstante, la contracción en pasajeros es consistente con la reducción observada en ingresos, particularmente en los segmentos no aeronáuticos, lo que refuerza la sensibilidad de estos ingresos a la dinámica de la demanda.

Los costos y gastos de operación totalizaron USD 84.91 millones, registrando una contracción interanual de 36.49 %, explicada principalmente por la reducción en gastos de personal (-USD 27.66 millones), así como por menores transferencias otorgadas (-USD 12.74 millones) y gastos en bienes de consumo y servicios (-USD 5.70 millones). Este comportamiento se encuentra alineado con el traspaso de operaciones portuarias a la sociedad Unión Portuaria del Pacífico, lo que implicó una disminución en la estructura operativa de la entidad. En ese sentido, la reducción del gasto permitió mitigar el impacto de la caída en ingresos, derivando en una utilidad neta de USD 96.21 millones (+42.15 % interanual) y una mejora en el margen neto hasta 53.12 % (diciembre 2024: 29.65 %); no obstante, esta dinámica responde a un ajuste en el alcance operativo más que a mejoras estructurales en eficiencia, por lo que su sostenibilidad deberá continuar siendo evaluada.

En línea con lo anterior, el EBITDA alcanzó USD 125.65 millones, incrementando su margen a 69.37 % (diciembre 2024: 55.7 %). Por su parte, la cobertura del EBITDA sobre gastos financieros se situó en 9.41 veces, mostrando una leve disminución respecto a 9.78 veces en diciembre de 2024; pese a ello, el nivel de cobertura continúa siendo holgado. En términos de rentabilidad, el retorno sobre activos (ROA) y el retorno sobre patrimonio (ROE) se ubicaron en 10.33 % y 18.57 %, respectivamente (diciembre 2024: 8.87 % y 14.51 %). Los resultados observados reflejan una mejora en los indicadores de rentabilidad y generación operativa; no obstante, estos se encuentran influenciados por la reducción en la estructura de costos derivada de cambios en el alcance operativo de la entidad, por lo que su sostenibilidad estará sujeta a la evolución de los ingresos y a la consolidación de la nueva estructura operativa.

### Riesgo de Liquidez

PCR considera que la entidad mantiene una adecuada posición financiera; no obstante, al cierre de 2025 se observa un deterioro en los niveles de liquidez, reflejando un menor nivel de holgura para atender obligaciones de corto plazo. En este sentido, la evolución de la liquidez será un aspecto relevante de seguimiento en los próximos periodos.

Los activos de CEPA totalizaron USD 931.07 millones, con un crecimiento interanual de 22.00 %, explicado principalmente por el aumento en inversiones en proyectos y programas (+143.71 %). Por su parte, las disponibilidades registraron una contracción, reflejando una mayor asignación de recursos hacia inversión. En cuanto a los pasivos, estos sumaron USD 316.72 millones (+38.36 %), impulsados principalmente por el incremento en provisiones por acreedores monetarios (+USD 87.32 millones), lo cual incidió en el crecimiento de las obligaciones de corto plazo, pese a la reducción observada en otros componentes.

En este contexto, los indicadores de liquidez mostraron un deterioro relevante, con una razón corriente de 0.98 veces (diciembre 2024: 1.91 veces) y una prueba ácida de 0.92 veces (diciembre 2024: 1.80 veces), reflejando una menor cobertura de pasivos corrientes con activos líquidos, influenciada principalmente por el aumento en provisiones y la disminución de disponibilidades. En línea con lo anterior, el capital de trabajo se tornó negativo en USD 3.31 millones (diciembre 2024: positivo en USD 95.81 millones), evidenciando un estrechamiento en la posición de liquidez. Si bien estos niveles indican una reducción en la holgura financiera de corto plazo, la evolución de la liquidez estará condicionada por la materialización de dichas provisiones y la capacidad de la entidad para recomponer sus disponibilidades, por lo que su seguimiento será relevante en los próximos periodos.

### Riesgo de Solvencia

PCR considera que la entidad mantiene una sólida posición de solvencia, sustentada en el crecimiento del patrimonio y en la generación de resultados acumulados. Los indicadores de endeudamiento, si bien registran un leve incremento, continúan en niveles bajos, reflejando un adecuado respaldo de los activos con capital propio y una apropiada capacidad para atender sus obligaciones financieras.

El patrimonio de CEPA ascendió a USD 614.34 millones, registrando un crecimiento interanual de 15.00 % (+USD 80.09 millones), impulsado principalmente por el aumento en resultados acumulados (+44.2 %) y por la utilidad del periodo (+42.2 %). Este desempeño, en línea con su historial financiero, mantiene indicadores de solvencia por debajo de 1 vez, reflejando bajos niveles de endeudamiento y un respaldo mayoritario de los activos con capital propio.

En este sentido, el apalancamiento patrimonial se ubicó en 0.61 veces (diciembre 2024: 0.49 veces) y la razón de endeudamiento en 0.34 veces (diciembre 2024: 0.30 veces), evidenciando un incremento interanual en línea con el crecimiento de las obligaciones. No obstante, la entidad continúa presentando una posición de solvencia holgada, la cual le permite mantener capacidad para absorber variaciones en su estructura financiera.

## Análisis del desempeño del fondo de titularización.

El análisis financiero de la titularización refleja un cumplimiento adecuado de las obligaciones y estabilidad en los flujos comprometidos. Las cuentas bancarias han recibido oportunamente los montos pactados, lo que evidencia una gestión ordenada de los recursos. Asimismo, se mantienen coberturas de pago holgadas, mientras que la existencia de mecanismos de garantía, como la Orden Irrevocable de Pago, refuerza la solidez y sostenibilidad del esquema financiero.

### Cumplimiento del covenant financiero.

De acuerdo con el Decreto Legislativo N.º 126, CEPA puede comprometer hasta el 97.5% del límite autorizado, equivalente al 20% de sus ingresos totales, para garantizar el pago de la presente cesión y de la correspondiente al FTHVCPA01. A la fecha de análisis, la entidad había cedido el 8.49 % de dichos ingresos, evidenciando una amplia holgura respecto al límite establecido. Asimismo, la razón de deuda neta a EBITDA de los últimos 12 meses debe mantenerse por debajo de 9.0 veces, ubicándose en 0.01 veces al cierre del periodo, lo que refleja una posición favorable frente a este indicador. En ese sentido, la entidad presenta un cumplimiento adecuado de los covenants establecidos, con niveles que no evidencian presión en el corto plazo.

<sup>2</sup> 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 USD 1,500 millones en los próximos 50 años.

**Cuentas Bancarias**

El análisis de las cuentas bancarias evidencia que la cuenta colectora ha recibido oportunamente las cuotas de cesión, en línea con lo establecido en el contrato de titularización. Asimismo, la cuenta restringida mantiene el equivalente a una cuota de cesión, conforme a lo pactado. En este sentido, la entidad presenta un adecuado cumplimiento de las obligaciones operativas del fondo, cuyo comportamiento continuará siendo objeto de seguimiento.

**Desempeño de Flujos Cedidos y Cobertura del Fondo de Titularización.**

El análisis de los flujos comprometidos con el Fondo evidencia un desempeño favorable en la capacidad de pago de la titularización. La cobertura de cesión se redujo de 32.98 veces a 23.10 veces, como resultado combinado de la leve contracción en los ingresos operativos de CEPA y el incremento en el flujo a ceder conforme al modelo financiero; no obstante, esta se mantiene en niveles ampliamente holgados. Adicionalmente, la estructura cuenta con una Orden Irrevocable de Pago que fortalece la prelación de los flujos. Al considerar los ingresos del Aeropuerto Internacional de El Salvador, la cobertura se ubicó en 12.78 veces (diciembre 2024: 16.01 veces), equivalente al 7.82 % de dichos ingresos, lo que continúa evidenciando una adecuada capacidad de respaldo para el cumplimiento de las obligaciones del Fondo.

| INGRESOS TOTALES REALES Y PROYECTADOS |                 |        |        |                      |        |        |
|---------------------------------------|-----------------|--------|--------|----------------------|--------|--------|
|                                       | INGRESOS REALES |        |        | INGRESOS PROYECTADOS |        |        |
|                                       | dic-24          | dic-25 | 2025P  | 2026P                | 2027P  | 2028P  |
| <b>INGRESOS TOTALES</b>               | 217.58          | 173.24 | 187.43 | 174.03               | 182.11 | 191.72 |
| <b>FLUJO POR CEDER</b>                | 6.60            | 7.50   | 7.50   | 7.50                 | 7.50   | 7.50   |
| <b>% DE INGRESOS CEDIDOS REALES</b>   | 3.0%            | 4.3%   | 4.0%   | 4.3%                 | 4.1%   | 3.9%   |
| <b>COBERTURA</b>                      | 32.98           | 23.10  | 24.99  | 23.20                | 24.28  | 25.56  |

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

Estados financieros no auditados de CEPA.

BALANCE GENERAL (USD MILLONES)

| Componentes                      | dic-21       | dic-22       | dic-23       | dic-24       | dic-25       |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| FONDOS                           | 54.5         | 62.8         | 139.2        | 189.3        | 164.3        |
| INVERSIONES FINANCIERAS          | 13.9         | 17.6         | 9.7          | 9.7          | 7.1          |
| INVERSIONES EN EXISTENCIAS       | 4.8          | 5.7          | 5.9          | 2.9          | 4.7          |
| INVERSIONES EN BIENES DE USO     | 454.3        | 451.6        | 437.5        | 423.0        | 417.9        |
| INVERSIONES EN PROY. Y PROG.     | 68.2         | 72.3         | 91.7         | 138.3        | 336.9        |
| <b>TOTAL DE ACTIVOS</b>          | <b>595.7</b> | <b>609.9</b> | <b>683.9</b> | <b>763.2</b> | <b>931.1</b> |
| DEPÓSITOS DE TERCEROS            | 27.7         | 25.5         | 24.9         | 23.3         | 21.1         |
| ACREEDORES MONETARIOS            |              | -            | 29.2         | 28.0         | 17.2         |
| ENDEUDAMIENTO INTERNO            | 87.5         | 85.6         | 104.1        | 95.6         | 123.8        |
| ENDEUDAMIENTO EXTERNO            | 29.3         | 20.9         | 15.5         | 10.3         | 6.6          |
| ACREEDORES                       | 37.3         | 43.4         | 43.5         | 71.8         | 148.0        |
| <b>TOTAL DE PASIVOS</b>          | <b>181.8</b> | <b>175.4</b> | <b>217.3</b> | <b>228.9</b> | <b>316.7</b> |
| PATRIMONIO                       | 393.3        | 421.6        | 434.6        | 466.6        | 518.1        |
| DETRIMENTO PATRIMONIAL           | (0.0)        | -            | (0.0)        | (0.0)        | -            |
| RESULTADO A LA FECHA             | 20.6         | 13.0         | 32.0         | 67.7         | 96.2         |
| <b>PATRIMONIO TOTAL</b>          | <b>413.9</b> | <b>434.6</b> | <b>466.6</b> | <b>534.3</b> | <b>614.3</b> |
| <b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b> | <b>595.7</b> | <b>609.9</b> | <b>683.8</b> | <b>763.2</b> | <b>931.1</b> |

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (USD MILLONES)

| Componentes                             | dic-21       | dic-22       | dic-23       | dic-24       | dic-25       |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>INGRESOS</b>                         |              |              |              |              |              |
| FINANCIEROS Y OTROS                     | 11.8         | 7.7          | 9.7          | 6.6          | 8.0          |
| POR TRANSFERENCIAS CORRIENTES RECIBIDAS | 0.1          | 0.4          | 0.4          | 0.2          | 5.6          |
| POR TRANSFERENCIAS DE CAPITAL RECIBIDAS | 6.0          | -            | -            | 37.0         | 63.6         |
| VENTA DE BIENES Y SERVICIOS             | 108.5        | 124.4        | 161.1        | 173.0        | 92.4         |
| POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES           | 7.1          | 11.3         | 7.3          | 11.4         | 11.4         |
| <b>INGRESOS TOTALES</b>                 | <b>133.4</b> | <b>143.8</b> | <b>178.5</b> | <b>228.3</b> | <b>181.1</b> |
| <b>GASTOS</b>                           |              |              |              |              |              |
| PERSONAL                                | 52.7         | 56.7         | 56.4         | 52.2         | 24.6         |
| BIENES DE CONSUMO Y SERVICIOS           | 16.7         | 20.7         | 20.9         | 27.5         | 21.8         |
| BIENES CAPITALIZABLES                   | 0.1          | 0.4          | 0.4          | 0.6          | 0.3          |
| GASTOS FINANCIEROS                      | 6.2          | 15.3         | 11.1         | 12.4         | 13.0         |
| POR TRANSFERENCIAS OTORGADAS            | 6.3          | 7.7          | 6.7          | 19.4         | 6.7          |
| COSTOS DE VENTAS Y CARGOS CALCULADOS    | 19.6         | 18.8         | 19.6         | 19.8         | 16.3         |
| POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES           | 0.9          | 3.6          | 3.3          | 1.8          | 2.2          |
| <b>GASTOS TOTALES</b>                   | <b>102.5</b> | <b>123.2</b> | <b>118.5</b> | <b>133.7</b> | <b>84.9</b>  |
| <b>SUPERAVIT (DEFICIT)</b>              | <b>30.9</b>  | <b>20.6</b>  | <b>60.0</b>  | <b>94.6</b>  | <b>96.2</b>  |
| IMPUESTO SOBRE LA RENTA                 | 6.6          | 7.6          | 28.0         | 17.2         | -            |
| RETRIBUCIÓN FISCAL                      | 3.7          | -            | -            | 9.7          | -            |
| <b>UTILIDAD NETA</b>                    | <b>20.6</b>  | <b>13.0</b>  | <b>32.0</b>  | <b>67.7</b>  | <b>96.2</b>  |

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

| Componentes                       | dic-21 | dic-22 | dic-23 | dic-24 | dic-25 |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>RENTABILIDAD</b>               |        |        |        |        |        |
| MARGEN BRUTO                      | 85.32% | 86.92% | 89.03% | 91.34% | 91.00% |
| MARGEN OPERATIVO                  | 27.89% | 25.26% | 40.09% | 47.13% | 60.49% |
| MARGEN NETO                       | 15.44% | 9.02%  | 17.93% | 29.65% | 53.12% |
| MARGEN DE EBITDA                  | 42.40% | 38.34% | 51.04% | 55.77% | 69.37% |
| ROE (ANUALIZADO)                  | 4.98%  | 2.99%  | 7.36%  | 14.51% | 18.57% |
| ROA (ANUALIZADO)                  | 3.46%  | 2.13%  | 4.68%  | 8.87%  | 10.33% |
| EBITDA                            | 56.55  | 55.14  | 91.09  | 127.29 | 125.65 |
| <b>LIQUIDEZ</b>                   |        |        |        |        |        |
| LIQUIDEZ GENERAL                  | 0.40   | 1.04   | 1.90   | 1.91   | 0.98   |
| LIQUIDEZ ÁCIDA                    | 0.30   | 0.77   | 1.72   | 1.80   | 0.92   |
| CAPITAL DE TRABAJO NETO (US\$ MM) | 8.07   | 3.38   | 72.85  | 95.8   | -3.3   |
| ACTIVOS LÍQUIDOS / PASIVO TOTAL   | 0.38   | 0.46   | 0.68   | 0.87   | 0.54   |
| <b>SOLVENCIA</b>                  |        |        |        |        |        |
| RAZON DE ENDEUDAMIENTO            | 0.31   | 0.29   | 0.32   | 0.30   | 0.34   |
| APALANCAMIENTO                    | 0.44   | 0.40   | 0.50   | 0.49   | 0.61   |
| DEUDA FINANCIERA A PATRIMONIO     | 0.28   | 0.25   | 0.28   | 0.23   | 0.25   |
| PATRIMONIO A ACTIVO TOTAL         | 69.5%  | 71.3%  | 63.5%  | 61.1%  | 55.6%  |
| COBERTURA DE INTERESES            | 5.94   | 2.31   | 6.19   | 8.26   | 8.20   |
| DEUDA FINANCIERA A PASIVO         | 64.22% | 60.74% | 55.06% | 46.25% | 41.15% |

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Estados financieros auditados FTHVCPA02.

**BALANCE GENERAL FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEPA 02 (USD MILES)**

| Componentes  | dic-21         | dic-22         | dic-23         | dic-24         | dic-25         |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| BANCOS   | 665            | 1,140          | 1,382          | 1,930          | 2,815          |
| ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN                              | 5,338          | 5,530          | 5,604          | 6,731          | 5,791          |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>                                | <b>6,003</b>   | <b>6,670</b>   | <b>6,986</b>   | <b>8,662</b>   | <b>8,606</b>   |
| ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO                  | 128,649        | 122,697        | 116,745        | 108,600        | 101,678        |
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>                             | <b>128,649</b> | <b>122,697</b> | <b>116,745</b> | <b>108,600</b> | <b>101,678</b> |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                                    | <b>134,652</b> | <b>129,367</b> | <b>123,731</b> | <b>117,262</b> | <b>110,284</b> |
| DOCUMENTOS POR PAGAR                                   | 30,019         | 30,065         | 371            | 490            | 934            |
| COMISIONES POR PAGAR                                   | 2              | 2              | 3              | 3              | 3              |
| HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR                     | 11             | 11             | 11             | 21             | 18             |
| OTRAS CUENTAS POR PAGAR                                | 6              | 8              | 8              | 6              | 5              |
| OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS             | 4,545          | 4,733          | 4,774          | 4,323          | 3,325          |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>                                | <b>34,583</b>  | <b>34,820</b>  | <b>5,166</b>   | <b>4,843</b>   | <b>4,285</b>   |
| OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS             | 39,216         | 39,216         | 69,606         | 69,606         | 69,606         |
| INGRESOS DIFERIDOS                                     | 55,479         | 48,137         | 41,058         | 36,147         | 31,138         |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>                             | <b>94,695</b>  | <b>87,353</b>  | <b>110,664</b> | <b>105,753</b> | <b>100,745</b> |
| RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES                      | 3,386          | 5,374          | 7,193          | 7,901          | 6,666          |
| EXCEDENTES DEL EJERCICIO                               | 1,988          | 1,819          | 708            | (1,235)        | (1,412)        |
| <b>EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN</b> | <b>5,374</b>   | <b>7,193</b>   | <b>7,901</b>   | <b>6,666</b>   | <b>5,254</b>   |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                                    | <b>134,652</b> | <b>129,367</b> | <b>123,731</b> | <b>117,262</b> | <b>110,284</b> |

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

**ESTADO DE RESULTADOS DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEPA 02 (USD MILES)**

| Componentes                            | dic-21       | dic-22       | dic-23       | dic-24         | dic-25         |
|--|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN | 4,999        | 4,970        | 4,710        | 4,591          | 4,525          |
| INGRESOS POR INVERSIONES               | -            | 3            | -            | -              | 0              |
| OTROS INGRESOS                         | -            | 0            | 1            | -              | -              |
| <b>TOTAL INGRESOS</b>                  | <b>4,999</b> | <b>4,973</b> | <b>4,711</b> | <b>4,591</b>   | <b>4,525</b>   |
| POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA          | 208          | 208          | 275          | 13             | 13             |
| POR TITULARIZADORA DE ACTIVOS          | -            | -            | -            | 348            | 348            |
| POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO            | 25           | 25           | 25           | 24             | 24             |
| POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL         | 1            | 1            | 1            | 1              | 1              |
| POR PAGO DE SERVICIO DE LA DEUDA       | -            | -            | -            | -              | -              |
| POR SERVICIO DE VALUACIÓN              | -            | -            | 304          | -              | -              |
| POR HONORARIOS PROFESIONALES           | 12           | 12           | 12           | 12             | 12             |
| <b>GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN</b>    | <b>246</b>   | <b>246</b>   | <b>617</b>   | <b>398</b>     | <b>398</b>     |
| INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN       | 2,762        | 2,905        | 3,356        | 5,428          | 5,492          |
| <b>GASTOS FINANCIEROS</b>              | <b>2,762</b> | <b>2,905</b> | <b>3,356</b> | <b>5,428</b>   | <b>5,492</b>   |
| OTROS GASTOS                           | 3            | 3            | 30           | -              | 47             |
| <b>TOTAL GASTO</b>                     | <b>3,011</b> | <b>3,154</b> | <b>4,003</b> | <b>5,826</b>   | <b>5,937</b>   |
| <b>EXCEDENTE DEL EJERCICIO</b>         | <b>1,988</b> | <b>1,819</b> | <b>708</b>   | <b>(1,235)</b> | <b>(1,412)</b> |

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

**FLUJOS POR CEDER REESTRUCTURADOS POR CEPA AL FTHVCPA02**

| CUOTA   | CESIÓN    |
|---------|-----------|
| 1-24    | 455,000   |
| 25-28   | 496,000   |
| 29-49   | 40,800    |
| 50-52   | 443,000   |
| 53-79   | 496,000   |
| 80-132  | 625,000   |
| 133-172 | 1,290,000 |
| 173-195 | 1,500,000 |

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 esta le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

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