

# FONDO DE INVERSIÓN CERRADO INMOBILIARIO HENCORP BLUE WHALE

Comité No.: 132-2026

Fecha de Comité: 29 de abril de 2026

Informe con Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2025

Antiguo Cuscatlán – El Salvador

## Equipo de Análisis

Jennifer Veliz

Adrian Perez

(503) 2266-9471

jveliz@ratingspcr.com

aperez@ratingspcr.com

## Clasificación Riesgo Fundamental

# A<sub>f</sub>

### Significado de la clasificación

**Perfil del Fondo M:** Estos fondos de inversión están dirigidos a los inversionistas que tienen un perfil de inversión caracterizado por asumir un riesgo moderado, obteniendo una rentabilidad mayor con una probabilidad baja de pérdidas inesperadas o con bajos niveles de severidad.

**Riesgo Integral 2:** Dentro de su perfil, corresponde a fondos de inversión con una moderada vulnerabilidad a sufrir pérdidas en el valor

**Riesgo Fundamental A:** Los factores de protección, que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio son buenos. Los Fondos de inversión agrupados en este nivel poseen carteras balanceadas cuyas emisiones y/o calidad de activos fluctúan entre niveles de calidad crediticia sobresalientes hasta satisfactorias, con el objeto de tratar de aprovechar oportunidades de rendimientos mayores.

**Riesgo de Mercado 2:** Dentro de su perfil, corresponde a fondos de inversión con una moderada volatilidad ante cambios en las condiciones de mercado.

**Riesgo Fiduciario AA:** La administración del fondo cuenta con capacidad para llevar a cabo una muy buena gestión de los recursos a su cargo. El riesgo fiduciario es considerablemente bajo como resultado de al menos la concurrencia de la capacidad profesional de los administradores, el muy buen diseño organizacional y de procesos, la efectiva ejecución de dichos procesos, así como por el uso de sistemas de información de muy alta calidad.

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
Riesgo Integral	sv2f	sv2f	29 de abril de 2026
Riesgo Fundamental	svAf	svAf	29 de abril de 2026
Riesgo de Mercado	sv2	sv2	29 de abril de 2026
Riesgo Fiduciario	svAAf	svAAf	29 de abril de 2026
Perspectiva	Estable	Estable	29 de abril de 2026

*"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos PACIFIC CREDIT RATING S. A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y, la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio."*

## Racionalidad

En comité de Clasificación de Riesgo, Pacific Credit Rating (PCR) decidió mantener las clasificaciones sv2f al Riesgo Integral, svAf al Riesgo Fundamental, sv2 al Riesgo de Mercado y svAAf al Riesgo Fiduciario del Fondo de Inversión Cerrado Inmobiliario Hencorp Blue Whale con perspectiva "Estable", con cifras auditadas al 31 de diciembre de 2025.

La clasificación se sustenta en el perfil de riesgo adecuado del Fondo, el cual orienta sus inversiones principalmente a inmuebles en zonas estratégicas de El Salvador y a instrumentos financieros de alta calidad crediticia. Asimismo se considera su sólida posición financiera inicial, caracterizada por un bajo nivel de apalancamiento y márgenes operativos favorables. Finalmente, se considera la experiencia de la Gestora en la administración de activos inmobiliarios y los controles implementados para la mitigación de los riesgos de liquidez y mercado.

## Resumen Ejecutivo

- **Perfil de riesgo adecuado a su etapa inicial.** El Fondo de Inversión Cerrado Inmobiliario Hencorp Blue Whale se orienta principalmente a la inversión en activos inmobiliarios en El Salvador, con un horizonte de mediano a largo plazo (25 años) y un enfoque en la generación de rentabilidad para sus partícipes. Dada su reciente puesta en marcha en septiembre de 2025, el análisis de riesgo se sustenta en su política de inversión, la experiencia de su administración y una gestión complementaria mediante instrumentos financieros de alta calidad crediticia (AAA).
- **Posición financiera favorable y bajo apalancamiento.** Al cierre de diciembre de 2025, el Fondo presenta una situación financiera sólida y coherente con su fase de maduración temprana. Los ingresos reportados ascendieron a USD 95.7 miles, con un margen neto del 65.5%, impulsado por la progresiva incorporación de activos. La estructura de balance refleja una predominancia de activos no corrientes (95.9% en propiedades de inversión) y un nivel de apalancamiento patrimonial muy bajo (0.9%), lo que favorece la flexibilidad operativa. No obstante, se mantiene como factor de seguimiento la alta concentración en su principal partícipe (99.3%).
- **Portafolio inmobiliario en fase de consolidación.** El portafolio inmobiliario mostró una composición orientada exclusivamente al sector servicios (100%) y una presencia geográfica en los departamentos de La Libertad y San Miguel. Si bien la estructura se mantiene dentro de los límites normativos, existe una alta concentración en sus dos principales activos, los cuales representan el 81.9% del portafolio y el 85.1% de los ingresos mensuales. PCR considera relevante fortalecer la diversificación del portafolio para reducir la sensibilidad ante ajustes en la valoración de activos o cambios en el entorno económico.
- **Riesgo de mercado bajo y gestión conservadora.** PCR considera que el riesgo de mercado del Fondo es bajo, respaldado por la naturaleza de largo plazo de sus activos y una orientación conservadora en sus inversiones financieras. A diciembre de 2025, registró un rendimiento promedio de 4.9% con una volatilidad consistente con su etapa de inicio. La gestión de liquidez prioriza la seguridad mediante depósitos en instituciones de alta calificación, manteniendo un enfoque prudente del efectivo. Finalmente, al operar íntegramente en dólares estadounidenses, el Fondo mitiga el riesgo cambiario, brindando mayor estabilidad a sus flujos financieros.
- **Eficaz estructura de gobierno corporativo.** La agencia considera que Hencorp Gestora de Fondos de Inversión cuenta con una estructura de gobierno corporativo sólida, respaldada por profesionales con experiencia relevante que aseguran la eficiencia en la gestión de los fondos. La gestora forma parte de Hencorp G Holding, S. de R.L., tenedora de acciones con sede en Panamá. A diciembre de 2025, administra el 46.1% del patrimonio de fondos salvadoreños, posicionándose como la primera en gestión total y segunda en fondos inmobiliarios, con una participación de mercado de 39.3%.

## Factores clave

### Factores que, de forma individual o conjunta, podrían impulsar una mejora en la clasificación:

- Un crecimiento sostenido en el valor de mercado del portafolio, que fortalezca su posicionamiento, junto a una mayor diversificación del portafolio inmobiliario, tanto por tipo de activo como por ubicación, y del financiero con instrumentos de alta calidad crediticia, y una menor concentración.
- Estabilidad en los indicadores de duración del fondo de inversión.

### Factores que, de forma individual o conjunta, podrían afectar negativamente la clasificación:

- Un ajuste significativo en el valor de mercado del portafolio, un deterioro en la calidad crediticia de los instrumentos, así como un aumento en la concentración y cambios regulatorios o macroeconómicos que impacten la demanda de alquiler de espacios productivos o la estabilidad del sector financiero.

## Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología de Calificación de Riesgo de Fondos de Inversión (PCR-SV-ANA-MET-NR-080, El Salvador), vigente desde el 30 de octubre de 2025. Normalizada bajo los lineamientos del Art.8 y 9 de la "Normas técnicas sobre obligaciones de las sociedades clasificadoras de riesgo" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

## Información utilizada para la clasificación

Pacific Credit Rating usó los estados financieros auditados de diciembre 2025. Adicionalmente, se usó información provista directamente por la gestora de la cual se toman para el análisis las políticas, manuales y demás documentos relacionados al gobierno corporativo y gestión de riesgos del fondo.

## Limitaciones para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:** Durante la revisión del Fondo, no se presentaron limitaciones en la entrega de la información que pudieran afectar el nivel de análisis.
- **Limitaciones potenciales:** PCR dará seguimiento al comportamiento que presenta el sector inmobiliario, con posibles riesgos de liquidez y presión sobre su rentabilidad derivados de la sobreoferta, así como la limitada capacidad financiera de la demanda para asumir compromisos de arrendamiento en condiciones de mercado, lo que podría derivar en mayores niveles de apalancamiento y un deterioro progresivo en la calidad de los activos, afectando potencialmente la capacidad de crecimiento de los fondos de inversión inmobiliarios.

## Hechos Relevantes del Emisor

No se reportan hechos o eventos significativos adicionales a los señalados en el informe de auditoría que sean relevantes para la clasificación de riesgo.

## 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.

## Análisis del Sector Inmobiliario

El sector inmobiliario comprende el desarrollo, financiamiento, gestión y comercialización de bienes inmuebles, incluyendo vivienda, oficinas, comercios, infraestructura industrial y proyectos turísticos. Por su parte, el sector construcción se encarga de la generación de la oferta física de estos activos. En conjunto, ambos sectores mantienen una relación complementaria, donde la construcción habilita los proyectos y el sector inmobiliario define su estructuración financiera, administración de riesgos y colocación en el mercado, incidiendo directamente en la liquidez y sostenibilidad de los proyectos.

De manera conjunta, ambos sectores constituyen un componente relevante de la economía nacional, al dinamizar la inversión y el empleo. Según el Banco Central de Reserva de El Salvador, a diciembre de 2025 el PIB del sector construcción alcanzó USD 2,185.87 millones, con un crecimiento interanual de 29.8 %, posicionándose

como uno de los principales impulsores del crecimiento económico. Por su parte, las actividades inmobiliarias totalizaron USD 1,754.34 millones, con un incremento de 5.65 %, reflejando un desempeño estable. En este contexto, el sector muestra un comportamiento favorable, evidenciado en la expansión de la actividad y en condiciones que respaldan la generación de flujos y la estabilidad operativa de los proyectos, elementos clave para el cumplimiento de sus obligaciones financieras.

En el marco del crecimiento económico y del sector registrado en el país durante 2025, los fondos de titularización inmobiliarios se han posicionado como una alternativa relevante de financiamiento para proyectos del sector, al canalizar recursos del mercado de valores hacia desarrollos alineados con la expansión urbana y la inversión productiva. Según la Superintendencia del Sistema Financiero, a noviembre de 2025 se encontraban registrados 55 proyectos de titularización, de los cuales 51 se mantenían activos, mientras que las emisiones alcanzaron aproximadamente USD 296 millones durante el año. Este desempeño refleja una mayor utilización de esquemas de financiamiento estructurado en un entorno económico favorable, respaldado por el interés creciente de los desarrolladores inmobiliarios y el dinamismo de la actividad de construcción, lo que sustenta una perspectiva de continuidad en la tendencia al alza de este tipo de fondos.

El crecimiento del sector construcción durante 2025 propició un mayor dinamismo en el mercado inmobiliario salvadoreño, generando un entorno favorable para el desarrollo y profundización de instrumentos financieros vinculados a activos inmobiliarios. En este contexto, los fondos de inversión inmobiliarios mostraron una mayor dinamización en el mercado de valores, con un crecimiento promedio del patrimonio administrado de 34.69% en los últimos tres periodos. Estos fondos se orientan a la gestión de inmuebles en operación y a la generación de flujos recurrentes, respaldados por la estabilidad de los activos y condiciones favorables de demanda. Actualmente operan cuatro fondos en este segmento, de los cuales dos iniciaron actividades en 2025, evidenciando una etapa de expansión del mercado. Este proceso de consolidación del sector, a su vez, ha abierto espacio para la incorporación de esquemas innovadores como la tokenización de activos inmobiliarios, que emerge como una alternativa complementaria para canalizar inversión y ampliar el acceso a capital mediante la representación digital de derechos sobre bienes raíces, dentro de un marco regulatorio en desarrollo.

El buen desempeño del sector también fue apoyado por la mejora en las condiciones de seguridad, el aumento del consumo y una mayor demanda asociada a la diáspora, en un contexto de crecimiento económico que ha facilitado el uso de esquemas alternativos de financiamiento, como los fondos de titularización inmobiliarios. No obstante, hacia adelante, el sector podría experimentar una moderación en su ritmo de crecimiento, en la medida que se normalicen las tasas de expansión observadas recientemente y persistan presiones al alza en los precios de mercado. En este sentido, el incremento en los precios podría generar un desfase entre la oferta y la capacidad adquisitiva de determinados segmentos, afectando la accesibilidad a la vivienda en zonas urbanas de alta demanda. Adicionalmente, la concentración de proyectos en el Área Metropolitana y la dependencia de condiciones financieras favorables plantean retos para la capacidad de absorción del mercado y la sostenibilidad del sector, aspectos que deberán ser monitoreados en la evaluación de su perfil de riesgo.

### Sector Fondos de Inversión

Al cierre de 2025, el sector de fondos de inversión en El Salvador registró un crecimiento interanual del patrimonio administrado de 32.96 %, evidenciando una fase de expansión relevante dentro de un mercado aún en proceso de consolidación. Este dinamismo refleja una mayor utilización de estos vehículos como alternativa de inversión dentro del sistema financiero local; no obstante, la magnitud del crecimiento observado también exige evaluar su sostenibilidad en función de los flujos efectivos, la concentración del mercado y el entorno macrofinanciero.

La estructura del sector continúa caracterizándose por un nivel relevante de concentración por gestora. Hencorp concentra el 46.12 % del patrimonio administrado y Atlántida el 36.63 %, mientras que Banagrícola y SGB participan con 10.49 % y 6.76 %, respectivamente. En conjunto, las dos principales gestoras representan el 82.75 % del mercado, lo que refleja una etapa de desarrollo en la que el crecimiento ha sido liderado por actores con mayor escala. Si bien esta configuración es consistente con mercados en proceso de consolidación, también implica que la dinámica del sector está estrechamente vinculada al desempeño de un número reducido de administradoras, constituyendo un elemento a monitorear en términos de diversificación y profundidad competitiva.

En cuanto a la composición por tipo de fondo, aproximadamente el 70.83 % del patrimonio administrado corresponde a fondos cerrados, mientras que los fondos abiertos representan el 29.17 %. El predominio de fondos cerrados sugiere una orientación hacia horizontes de inversión de mediano y largo plazo, lo que mitiga parcialmente el riesgo de retiros masivos en escenarios de estrés de liquidez. No obstante, el crecimiento reciente se reflejó principalmente en los fondos abiertos, lo cual introduce mayor sensibilidad a cambios en tasas de interés y condiciones de liquidez del sistema financiero, especialmente si esta tendencia se mantiene en el tiempo.

Por categoría de activos, los fondos inmobiliarios representan el 6.35 % del patrimonio total, evidenciando una diversificación aún moderada hacia vehículos especializados. Desde la perspectiva del destino económico, se observa una concentración en servicios del gobierno (34.90 %) y en el sector bancario (20.43 %), seguidos por telecomunicaciones (14.43 %) y el sector financiero (14.17 %), mientras que el sector inmobiliario mantiene una participación de 5.71 %. Esta composición refleja una exposición relevante a emisores vinculados al sector público y al sistema financiero, lo que concentra el riesgo en dichos segmentos y condiciona el desempeño del portafolio ante cambios en las condiciones macrofinancieras y en la calidad crediticia de estos emisores, limitando a su vez el grado de diversificación efectiva del sector.

El crecimiento interanual de 32.96 % constituye una tasa elevada para el tamaño actual del mercado; no obstante, su sostenibilidad dependerá de factores como la estabilidad de aportes netos, la evolución del entorno macroeconómico y la trayectoria de las tasas de interés. En un escenario de normalización o reducción de tasas, podrían observarse presiones sobre los rendimientos de los fondos de renta fija y, consecuentemente, ajustes en el apetito de los inversionistas. Asimismo, si parte del crecimiento responde a condiciones coyunturales de liquidez en el sistema financiero, el ritmo de expansión podría moderarse en periodos posteriores.

En síntesis, el sector de fondos de inversión en El Salvador presenta una dinámica de crecimiento significativa y señales de mayor consolidación; sin embargo, mantiene desafíos estructurales asociados a su elevada concentración y sensibilidad al entorno macrofinanciero. El fortalecimiento sostenible del sector requerirá una mayor diversificación de gestoras y productos, ampliación de la base de inversionistas y una expansión menos dependiente de factores transitorios de liquidez.

### Riesgo Fiduciario

#### Reseña de la Gestora

En opinión de la calificadora, la administradora evidencia una sólida capacidad técnica para la gestión eficiente de los recursos bajo su administración. Hencorp Gestora de Fondos de Inversión, S.A., constituida en 2020 y respaldada por la estructura regional de Hencorp G Holding (Panamá), opera bajo un régimen de capital fijo y plazo indefinido, lo que garantiza la continuidad institucional en la administración de fondos abiertos y cerrados.

La entidad consolida una posición de liderazgo sistémico en el mercado salvadoreño, ostentando la mayor cuota de participación con un 46.1% del patrimonio total gestionado. Asimismo, su posicionamiento como el segundo actor más relevante en el segmento inmobiliario (39.3%) fortalece su especialización sectorial y diversifica su base de activos administrados. La robusta estructura de gobierno corporativo y la trayectoria de su equipo directivo minimizan el riesgo de gestión, asegurando una ejecución técnica alineada con los objetivos de largo plazo de la sociedad.

#### Situación financiera de la administradora.

El desempeño de la Administradora confirma una adecuada capacidad de generación interna de capital, fortaleciendo la solvencia y la resiliencia del patrimonio. La estructura de balance, orientada hacia posiciones líquidas, garantiza flexibilidad operativa frente a las obligaciones del giro. Pese al incremento en los costos administrativos, los márgenes de rentabilidad mitigan el riesgo de ejecución y aseguran la sostenibilidad del modelo de negocio. Estos resultados consolidan su posición competitiva y respaldan la estabilidad operativa en el horizonte de la calificación.

A diciembre de 2025, los activos totales de la gestora alcanzaron los USD 4.8 millones, un crecimiento del 49.4%, impulsados por el aumento en inversiones financieras (USD 3.6 millones), las cuales representan el 82.3% del balance. Este crecimiento en la posición de activos líquidos fortalece la solvencia de la entidad. Los pasivos ascendieron a USD 1.6 millones, concentrados en un 54.2% en otras cuentas por pagar. Por su parte, el patrimonio neto se ubicó en USD 2.8 millones (+42.3%), resultado del fortalecimiento de la capacidad de generación interna de capital.

La utilidad neta del periodo fue de USD 2.0 millones (+7%), sustentada en la expansión de los ingresos operativos y financieros. A pesar del incremento del 46.9% en los gastos administrativos, la gestora mantuvo una adecuada absorción de costos operativos, reflejada en un margen bruto del 165%.

En términos de rentabilidad, la gestora conservó indicadores robustos con un ROA del 46.2% y un ROE del 72.3%, superando los niveles de diciembre de 2024. Estos resultados mitigan el riesgo de descapitalización y aseguran una gestión financiera sostenible. La tendencia histórica y el crecimiento de los ingresos operativos permiten prever que los indicadores de rentabilidad se mantendrán en niveles altos en el horizonte de la calificación, asegurando el respaldo patrimonial ante el crecimiento del negocio.

### Reseña y descripción del Fondo

El Fondo de Inversión Cerrado Inmobiliario Hencorp Blue Whale, administrado por Hencorp Gestora de Fondos de Inversión S.A., inició operaciones el 19 de septiembre de 2025. En virtud de su reciente puesta en marcha, a la fecha de análisis el fondo se encuentra en una etapa inicial de ejecución, por lo que el análisis de riesgo se sustenta principalmente en su política de inversión, política de liquidez, la capacidad y experiencia de la plana que administra el Fondo, así como en otra información cualitativa disponible.

De acuerdo con sus políticas de inversión, el Fondo tiene como objeto invertir prioritariamente en inmuebles ubicados en El Salvador que cumplan con las condiciones mínimas establecidas en su Reglamento Interno, con el objetivo de generar rentabilidad para los partícipes. Adicionalmente, podrá invertir en títulos valores del mercado de valores de El Salvador, debidamente autorizados por la Superintendencia del Sistema Financiero, tanto del sector público como privado, así como en productos bancarios. Conforme a lo establecido en su política de inversión, el Fondo se define como un vehículo de inversión de mediano a largo plazo.

CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL FONDO	
<b>Tipo de fondo</b>	Fondo de inversión cerrado
<b>Denominación del fondo</b>	Fondo de Inversión Cerrado Inmobiliario Hencorp Blue Whale
<b>Denominación de la emisión</b>	FIMHBW
<b>Sociedad Administradora</b>	Hencorp Gestora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Plazo de duración</b>	25 años
<b>Monto de la emisión</b>	La emisión total del fondo cuenta con USD 50,000,000.00 de monto, distribuido en 50,000 cuotas con valor nominal inicial de USD 1,000 por cada cuota.
<b>Moneda</b>	Dólares Estadounidenses (USD)
<b>Principales políticas<sup>1</sup></b>	Política de inversión en activos inmobiliarios Política de distribución de beneficios Política de aumento y disminución de capital Política de valuación de las inversiones del fondo Política de liquidez Política de endeudamiento
<b>Custodio</b>	Central de Depósitos de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL)

*Fuente: Hencorp Gestora de Fondos de Inversión, S.A / Elaboración: PCR*

### Situación Financiera del Fondo

PCR considera que el Fondo mantiene una posición financiera favorable, consistente con su etapa inicial de operación y maduración temprana, el fondo inició operaciones el 19 de septiembre de 2025; en consecuencia, el análisis financiero se circunscribe a los primeros meses de operación, período en el cual el portafolio aún se encuentra en fase de conformación. Si bien el fondo presenta una estructura operativa adecuada concentración para su nivel de activos, mantiene una exposición inherente al ciclo del mercado inmobiliario particularmente ante posibles ajustes en la valoración de los activos, y una elevada concentración en su base de partícipes.

A diciembre de 2025, los ingresos reportados ascendieron a USD 95.7 miles, provenientes principalmente por propiedades de inversión y en menor medida por inversiones financieras. Por su parte, los gastos operativos totalizaron USD 33.0 miles, concentrados en gastos por gestión, gastos por instrumentos financieros y gastos de administración. Como resultado, el Fondo registró una utilidad de USD 62.7 miles, explicada por la expansión del portafolio y la progresiva generación de ingresos a través de los activos incorporados. El margen neto se ubicó en 65.5 % evidenciando que a pesar de su etapa inicial muestra una tendencia apropiada que podría sostenerse conforme el Fondo avance en su curva de maduración.

Los estados financieros reflejan una estructura de activos predominantemente integrada por activos no corrientes, atribuido principalmente por la incorporación de propiedades de inversión (95.9 % del total), las cuales alcanzaron USD 4,760.1 miles. Este comportamiento se alinea con la estrategia del Fondo de adquirir y gestionar activos inmobiliarios y refleja el proceso de consolidación operativa. Adicionalmente, se espera que la evolución de los activos continúe determinada por la capacidad de generación de nuevas inversiones y estabilización de los inmuebles adquiridos, manteniendo una alta concentración en este tipo de activos como pilar de su estrategia de largo plazo.

En cuanto a los pasivos, si bien se observa un incremento respecto a septiembre 2025, estos se mantienen concentrados en cuentas e impuestos por pagar, en niveles consistentes con el tamaño y perfil del Fondo. En este sentido, el apalancamiento continúa siendo bajo, favoreciendo la flexibilidad financiera durante su etapa de inicio de operaciones. Por su parte, el Fondo muestra una evolución positiva, impulsada por mayores cuotas de participación y patrimonio restringido, lo que refuerza la capacidad del Fondo para atender sus obligaciones operativas sin comprometer su estabilidad lo cual es coherente la etapa actual. El índice de apalancamiento patrimonial se situó en 0.9 %, nivel que la agencia considera que se mantendrá estable en el corto plazo.

Respecto a la base de partícipes, el Fondo cuenta con 13 inversionistas, uno de ellos persona jurídica, la cual presenta una participación altamente concentrada (99.3 %). En este contexto, se prevé que la diversificación de la base de inversionistas será un aspecto relevante a medida que el Fondo avance en su desarrollo.

### Evaluación de Riesgo Fundamental del Fondo

En opinión de PCR, el Fondo presenta un perfil de riesgo adecuado coherente con su etapa inicial, sustentado en el crecimiento del portafolio y niveles de diversificación moderado, aunque todavía limitados por concentraciones en determinados activos y sectores. En ese sentido, se considera necesario continuar fortaleciendo la diversificación del portafolio para reducir la sensibilidad ante cambios en el entorno económico y de mercado. Asimismo, la gestión de liquidez mantiene un enfoque conservador, priorizando la seguridad y disponibilidad de los recursos, con posibles implicaciones en rentabilidad.

Al cierre de 2025, el portafolio inmobiliario ascendió a USD 4,760.1 miles, la composición del portafolio muestra una mayor participación de propiedades ubicadas en el país, con presencia en distintos departamentos, incluyendo La Libertad y San Miguel. En términos de participación por activos, el principal inmueble representó el 43.1 %, mientras que los dos principales concentraron el 81.9 % del total. Esta estructura se mantiene dentro de los límites establecidos en la política de inversión.

En relación con la distribución por sector económico, se observa una total participación de inmuebles orientados al sector servicios (100 %). Respecto a la generación de ingresos, el principal inmueble aportó el 44.4 % del ingreso mensual, mientras que los dos principales contribuyeron con el 85.1 %.

Finalmente, el portafolio financiero del fondo se encuentra concentrado en instrumentos de depósito en cuenta corriente mantenido en un banco y un fondo de inversión abierto, ambos autorizados en El Salvador con calificación AAA.

<sup>1</sup> Ver prospecto: [Fondo de Inversión Cerrado Inmobiliario Hencorp Blue Whale – Hencorp](#)

**Riesgo de Mercado**

En opinión de PCR, el riesgo de mercado del fondo se mantiene en niveles bajos, sustentado en la orientación conservadora de su portafolio y la naturaleza de largo plazo de sus activos inmobiliarios. En este contexto, no se anticipan variaciones significativas en el corto o mediano plazo; no obstante, resulta relevante considerar la evolución de las condiciones del entorno financiero. La gestora dispone de políticas internas que contemplan medidas específicas orientadas a mitigar riesgos derivados de cambios en dichas condiciones.

A diciembre de 2025, el fondo registra una rentabilidad relativamente estable, con un rendimiento promedio de 4.9 % y una desviación estándar de 6.8 %. Por su parte, el coeficiente de variación se ubicó en 139.9 %, los datos son consistentes con la naturaleza del Fondo en su etapa de maduración. Será importante monitorear si esta tendencia persiste en el mediano plazo, así como determinar si responde a factores propios de su inicio de operación, coyunturales o cambios estructurales en la composición del portafolio.

El fondo presenta una medición de VaR del 0.00001 % para las inversiones en títulos valores al periodo de análisis. Por su parte, los activos líquidos representaron el 3.1 % del total del fondo; aunque no se establece un requerimiento mínimo de liquidez por tratarse de un fondo cerrado, la gestora contempla la posibilidad de mantener disponibilidades en cuentas corrientes y de ahorro, según sus necesidades operativas. Finalmente, todas las operaciones del fondo se encuentran denominadas en dólares estadounidenses, lo que mitiga el riesgo cambiario.

**Estados Financieros Auditados Fondo de Inversión Cerrado Inmobiliario Blue Whale**

<b>BALANCE GENERAL (USD MILES)</b>	
<b>COMPONENTES</b>	<b>dic-25</b>
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFFECTIVO	156
DEPÓSITOS A PLAZO	1
INVERSIONES FINANCIERAS	38
CUENTAS POR COBRAR NETAS	0
OTROS ACTIVOS	12
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>206</b>
PROPIEDADES DE INVERSIÓN	4,760
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>4,760</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4,966</b>
CUENTAS POR PAGAR	41
IMPUESTO POR PAGAR	3
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>44</b>
PARTICIPACIONES	4,860
PATRIMONIO RESTRINGIDO	63
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>4,922</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>4,966</b>

Fuente: HENCORP GESTORA FONDOS DE INVERSIÓN, S.A. / Elaboración: PCR

<b>ESTADO DE RESULTADOS (USD MILES)</b>	
<b>COMPONENTES</b>	<b>dic-25</b>
INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS	9
INGRESOS POR PROPIEDADES DE INVERSIÓN	87
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>96</b>
GASTOS FINANCIEROS POR OPERACIONES EN INSTRUMENTOS FINANCIEROS	5
GASTOS POR GESTIÓN	25
GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN Y COMITÉS	3
<b>GASTOS DE OPERACIÓN</b>	<b>33</b>
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	-
OTROS INGRESOS	-
<b>GANANCIA DEL EJERCICIO</b>	<b>63</b>

Fuente: HENCORP GESTORA FONDOS DE INVERSIÓN, S.A. / 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.