

## Valores de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01 Valores de Titularización VTHVCPA01

<b>Comité No. 112/2019</b>	
<b>Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2019</b>	<b>Fecha de comité: 18 de septiembre de 2019</b>
Periodicidad de actualización: Semestral	Originador perteneciente al sector de instituciones autónomas San Salvador, El Salvador

<b>Equipo de Análisis</b>		
Fernando Vásquez <a href="mailto:fvasquez@ratingspcr.com">fvasquez@ratingspcr.com</a>	Isaura Merino <a href="mailto:imerino@ratingspcr.com">imerino@ratingspcr.com</a>	(503) 2266-9471

<b>HISTORIAL DE CLASIFICACIONES</b>						
Fecha de información	Jun-13	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Jun-19
Fecha de comité	23/10/2013	22/4/2016	31/3/2018	27/4/2018	16/4/2018	18/9/2019
Valores de Titularización CEPA01						
Tramo 2 al 7	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectivas	Estable	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 Ordinario de clasificación de riesgo, PCR ratifica la clasificación de "AAA", perspectiva "Estable" a todos los tramos de los Valores de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01.

La clasificación se fundamenta en el constante crecimiento de los ingresos que genera CEPA, esto le permite aumentar el nivel de sus utilidades, contribuyendo también a mantener adecuados niveles de cesión de flujos del fondo, siendo un originador con alta capacidad de pago. Además la institución mantiene sus niveles de endeudamiento estables, así como un buen desempeño en el cumplimiento de los resguardos financieros que minimizan el riesgo de impago junto a los respaldos legales de la emisión.

### Perspectiva

Estable.

### Resumen Ejecutivo

- **Constante aumento de los beneficios y mejora en la rentabilidad.** Al 30 de junio de 2019, CEPA tuvo un incremento interanual del 31.2% de sus beneficios, resultado de la dinámica favorable que presentan el Aeropuerto Internacional y el puerto de Acajutla, que impulsaron el incremento de los ingresos operacionales en 13.3% en comparación a junio 2018. Por lo anterior, el nivel de EBITDA creció en 7.7%, asimismo los indicadores de rentabilidad se vieron beneficiados al reflejar un retorno patrimonial del 2.2% y un retorno sobre activos de 1.4% (1.9% y 1.2% respectivamente a junio 2018).
- **Niveles de cesión de flujos dentro del rango proyectado.** CEPA destinó un 9.5% del total de sus ingresos para cubrir el monto de las cesiones del primer fondo de titularización (VTHVCPA01) al primer semestre de 2019. Al considerar ambos fondos (VTHVCPA 01 y 02), el nivel de cesión se incrementa hasta un 13.9% del total de los ingresos, estando por debajo del 20% establecido por decreto legislativo, esto refleja la buena capacidad de pago que posee CEPA para presentar niveles de cesión holgados a los fondos de titularización.
- **Adecuados niveles de solvencia y cumplimiento del resguardo financiero.** La disminución en el nivel de endeudamiento interno (-8.1%) y externo (-8.6%) que tuvo CEPA en el período, influyó en la mejora de los indicadores de solvencia, ya que la deuda financiera respecto al patrimonio fue de 0.33 veces a junio 2019, menor en 0.08 veces en comparación al período pasado. Cabe destacar que la segunda emisión del fondo de

titularización cuenta con un resguardo financiero, mencionando que el ratio de deuda neta entre el EBITDA no deberá superar el valor de 9 veces, mismo que a la fecha de análisis fue de 8.4 veces cumpliendo con el resguardo establecido.

- **Respaldo legal para la cesión oportuna de los fondos.** Se cuenta con dos principales respaldos: la Cuenta Restringida, que acumula un saldo mínimo equivalente a una cuota mensual de capital e intereses a pagarse mensualmente; y las Ordenes irrevocables de pago; puestas por medio de un contrato a las agentes recolecciones. Además, los títulos valores fueron emitidos con la aprobación de la Asamblea Legislativa de El Salvador, en Decreto Legislativo N°126; que establece, entre otras cosas, que CEPA puede utilizar hasta el 20% de sus ingresos para garantizar el pago de la obligación contraída producto de la titularización.

#### **Metodología utilizada**

*La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de deuda titulizada, vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 09 de abril 2018. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TECNICAS 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**

- **Perfil de la Titularizadora:** Reseña y Gobierno Corporativo.
- **Información sobre la Emisión:** Prospecto de la Emisión y Modelo Financiero
- **Información financiera:** Estados Financieros auditados correspondientes de diciembre 2014 hasta diciembre 2018 y no auditados correspondientes al 30 de junio de 2019.
- **Riesgo Operativo:** Modelo Financiero del fondo de titularización.
- **Documentos Legales:** Contrato de Titularización FTHVCPA01, Contrato de Orden Irrevocable de Pago y Contrato de administración de Fondos

#### **Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación**

**Limitaciones encontradas:** A la fecha de análisis la institución presentó un déficit en los indicadores de liquidez, pese a ser leve, esta condición incrementa el riesgo de caer en impago en caso de que se presentase una obligación de corto plazo, sin embargo, CEPA cuenta con el respaldo soberano, el cual mitiga en cierta medida este riesgo.

#### **Hechos Relevantes**

- En junio 2019, asume el cargo a la presidencia de la institución el Licenciado Federico Anliker, licenciado en economía con experiencia laboral en las áreas de logística, compras regionales e internacionales, asimismo, cuenta con experiencia como empleado y asesor de la alcaldía de San Salvador.
- En junio 2019, Se inauguró el sexto hangar de la empresa Aeroman, ubicado en el Aeropuerto Internacional Monseñor Oscar Arnulfo Romero, permitiendo el incremento en el número de aeronaves que pueden recibir servicios de mantenimiento, consolidando al país como el centro de mantenimiento más grande del continente.

#### **Entorno Económico**

De acuerdo con las cifras publicadas por el Banco Central de Reserva (BCR), la economía salvadoreña ha mostrado una tendencia a la desaceleración durante los últimos cuatro trimestres. En este sentido, durante el primer trimestre del año 2019, la economía observó una tasa de crecimiento de 1.8% anual, menor al crecimiento de 3.3% registrado en el mismo periodo del año anterior. La desaceleración estaría relacionada, por una parte, al menor crecimiento registrado en los principales sectores de la economía, como: Construcción; 3.8% (marzo 2018:11.6%), Comercio; 2.5% (marzo 2018:3.1%), Industria Manufacturera; 0.4% (marzo 2018:3.8%) y Agropecuario; -1.1% (marzo 2018:6.3%). Cabe destacar que, con respecto a la Industria Manufacturera, su comportamiento estaría asociado a la caída de las exportaciones de productos industriales, los cuales tuvieron una reducción de -2.1% al primer trimestre del año.

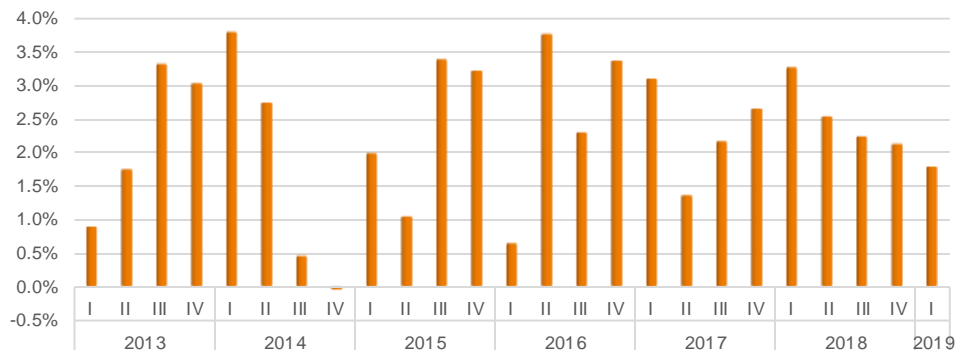
Por otra parte, en cuanto a los componentes de la demanda, el consumo de los hogares se vio estimulado por el crecimiento de las remesas familiares y el crédito al consumo, que al mes de marzo 2019 reflejaron tasas de crecimiento del 5.9% y 5.1%, respectivamente, de tal forma que este componente de la demanda mostró un crecimiento a marzo de 2019 del 4.6% (0.6% en marzo 2018), por su parte, la inversión privada creció 3.6% (11.6% en marzo 2018), exportaciones 1.5% (7.5% en marzo 2018), mientras que las importaciones registraron una tasa de crecimiento de 7.4% (2.0% en marzo 2018). En este sentido, la desaceleración de la producción en el primer trimestre estuvo asociada principalmente al menor ritmo de crecimiento de la inversión privada y las exportaciones.

En cuanto a la Inversión Privada, se debe mencionar que, durante el primer trimestre de 2019, El Salvador estuvo bajo un contexto de elecciones presidenciales, en el cual resultó electo presidente el candidato de GANA<sup>1</sup>, Nayib

<sup>1</sup> Gran Alianza por la Unidad Nacional; partido político de centroderecha creado el 16 de enero de 2010. Actualmente cuenta con 10 diputados en el parlamento salvadoreño y administra 26 de las 262 alcaldías en el país.

Bukele. Este resultado significó un cambio de la estructuración política que había estado funcionando por diez años de gobierno del partido FMLN, por lo que la incertidumbre ante una nueva administración pudo haber influido en las decisiones de inversión del sector privado. Asimismo, el menor ritmo de crecimiento de las exportaciones a marzo de 2019 estaría asociado a la desaceleración de la economía mundial y el debilitamiento del comercio internacional.

**VARIACIONES ANUALES DEL PIB AL PRIMER TRIMESTRE 2019 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)**



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

**Resumen de la Estructura de Titularización**

Datos básicos de la Emisión	
<b>Emisor</b>	Fondo de Titularización - Hencorp Valores – Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma - FTHVCPA 01
<b>Originador</b>	Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma
<b>Emisor</b>	Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, en carácter de administradora del FTHVCPA 01 y con cargo a dicho Fondo.
<b>Sociedad Titularizadora</b>	Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora
<b>Clase de Valor</b>	Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES COMISIÓN EJECUTIVA PORTUARIA AUTÓNOMA CERO UNO, cuya abreviación es FTHVCPA CERO UNO.
<b>Monto de la Emisión</b>	Hasta US\$77,700,000.00 millones de dólares norteamericanos.
<b>Plazo de la Emisión</b>	La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tiene un plazo de hasta 211 meses.
<b>Respaldo de la Emisión</b>	El pago de los Valores de Titularización - Títulos de Deuda, está respaldado únicamente por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVCPA CERO UNO, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador. El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta emisión, sirviéndose de los derechos adquiridos sobre los flujos financieros futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos mensuales percibidos por la CEPA en concepto de: a) Ingresos por venta de bienes y servicios; b) Ingresos por actualizaciones y ajustes; c) Ingresos financieros y otros; y d) Cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos.
<b>Custodia y Depósito:</b>	La emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, está depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V., para lo cual fue necesario presentarle el Contrato de Titularización de la emisión correspondiente y la certificación del asiento registral que emita la Superintendencia, a la que se refiere el inciso final del Artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.
<b>Negociabilidad</b>	La negociación de los tramos de oferta pública se efectuó en la Bolsa de Valores por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa, en las sesiones de negociación que se realizaron en la Bolsa de Valores.
<b>Mecanismos de Cobertura</b>	(i) Cuenta Restringida: se tiene acumulado un saldo mínimo de una cuota mensual de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores. (ii) 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.
<b>Destino de los Fondos de la Emisión</b>	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
<b>Destino de los Fondos Obtenidos de la Venta de derechos sobre Flujos Financieros Futuros</b>	Los fondos recibidos por CEPA en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, son invertidos por CEPA en el mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios que requiere el Aeropuerto Internacional El Salvador, entre los que pueden comprenderse: remodelación de salas de espera, oficinas de aduana e inspección, construcción y remodelación de áreas de servicio a los pasajeros, instalación de cabezas de radar y sistemas de comunicación aeronáutica, instalación de nuevos puentes de abordaje, rehabilitación de pavimento asfáltico pista principal, calles de rodaje y calle perimetral de terminales de pasajeros y de carga, servicios de consultoría en diseño y administración de la ejecución del proyecto.

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

## Instrumentos Clasificados

### Características de los instrumentos clasificados

Detalle de la Emisión	
Monto de la emisión	Hasta US\$77,700,000.
Plazo de la emisión	Hasta 211 meses
Plazo de lo emitido	Hasta 180 meses
Tasa de Interés	Variable por cada tramo
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual
Monto total emitido	US\$77,700,000.
Saldo de la deuda emitida	US\$52,191,193.00

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

El monto de la emisión podrá ser hasta por la suma de hasta US\$77.7 millones, con un plazo de hasta doscientos once (211) meses; y la cual es representada por siete tramos, atendiendo al monto a colocar en la primera oferta pública bursátil. La negociación de la emisión es de oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa. El plazo de la negociación de los Valores de Titularización es de ciento ochenta (180) días contados a partir de la fecha de la primera oferta pública, para colocar al menos el 75% de la misma. En caso no se cumpliera con el plazo estipulado se procederá a la liquidación del Fondo de Titularización de acuerdo con los mecanismos establecidos en la Ley de Titularización de Activos.

La forma del pago del capital de la emisión se estableció al momento de la colocación. Los intereses se pagarán de forma mensual y consecutiva. Tanto capital como intereses serán pagaderos a través del procedimiento establecido por CEDEVAL, S.A. DE C.V.

Los ingresos recibidos por la colocación de los Valores de Titularización por el Fondo de Titularización (FTHVCPA 01) 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 como producto de: a) Ingresos por venta de bienes y servicios; b) Ingresos por actualizaciones y ajustes; c) Ingresos financieros y otros; y d) Cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el presente o futuro puedan serles aplicables, correspondiendo a la CEPA, el pago a la administración tributaria o a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso aplicase.

### Características de los Tramos

A la fecha de análisis, se han colocado un monto total de la emisión (US\$77,700,000.00) distribuidos en 7 tramos, donde el tramo uno fue pagado en su totalidad el 18/02/18, cuando terminó su plazo de emisión. A continuación, el detalle:

Características de los Tramos emitidos						
Estado	Denominación del Tramo	Monto del Tramo	Plazo de la Emisión	Fecha de colocación	Fecha de caducidad	Tasa de interés
Pagado	Tramo 1	US\$ 3,900,000	60 meses	18/2/2013	18/2/2018	4.75%
Emitido	Tramo 2	US\$ 38,344,000	144 meses	18/2/2013	18/2/2025	5.15%
Emitido	Tramo 3	US\$ 16,044,000	180 meses	18/2/2013	18/2/2028	5.93%
Emitido	Tramo 4	US\$ 4,853,000.00	180 meses	19/10/2015	19/10/2030	6.99%
Emitido	Tramo 5	US\$ 4,853,000.00	180 meses	19/10/2015	19/10/2030	6.99%
Emitido	Tramo 6	US\$ 4,853,000.00	180 meses	19/10/2015	19/10/2030	6.99%
Emitido	Tramo 7	US\$ 4,853,000.00	180 meses	19/10/2015	19/10/2030	6.99%

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

### Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros

Mediante Escritura Pública de Cesión la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA) cede, a título oneroso a Hencorp Valores LTDA., como administradora del Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma - FTHVCPA 01, todos los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros de ingresos mencionados anteriormente, a partir del día uno de cada mes, hasta completar el monto de cada una de las doscientas once mensualidades cedidas. La suma máxima del total de las doscientas once cuotas cedidas dependerá de la colocación en la primera oferta pública y de los tramos adicionales; hasta un máximo de US\$127,398,000.

### Descripción de los Flujos Futuros

La cesión de los Flujos Futuros es en 211 pagos mensuales que dependen de la colocación de los tramos; hasta un máximo de US\$127,398,000. Los flujos futuros cedidos de ingresos libres de impuestos estarán conformados por ingresos percibidos por: a) Ingresos por venta de bienes y servicios; b) Ingresos por actualizaciones y ajustes; c) Ingresos financieros y otros; y d) Cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos.

Los montos establecidos son libres de cualquier impuesto presente o que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo a la CEPA, el pago a la administración tributaria o a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso aplicasen.

Los flujos financieros futuros recibidos por Hencorp Valores LTDA. Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01 se utilizarán para abonar únicamente cuando esto haga falta en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida (creada en el primer mes de emisión) hasta acumular un saldo mínimo de fondos equivalente al próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros, que servirán para el pago de capital, intereses, comisiones y emolumentos; obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; las comisiones a la Sociedad Titularizadora; el saldo de costos y gastos adeudados a terceros. Cualquier remanente que existiere después de cumplir con las obligaciones antes mencionadas se devolverá al Originador.

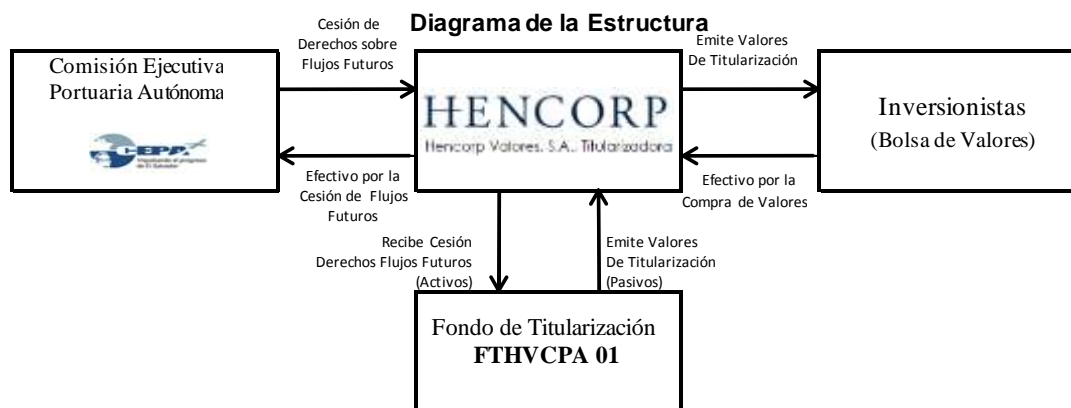
#### Operatividad de la Estructura de Titularización

Se abrieron las siguientes cuentas a nombre del Fondo de Titularización:

- Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización.
- Cuenta Restringida del Fondo de Titularización.

Todo pago se realiza por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización a través de la cuenta abierta en el banco DAVIVIENDA Salvadoreño, S.A., denominada Cuenta Discrecional en el siguiente orden:

- La Cuenta Discrecional será la utilizada para recibir los fondos del originador, pagar a los inversionistas, cubrir gastos y transferir fondos a, y recibir fondos de la Cuenta Restringida.
- La Cuenta Restringida servirá únicamente para administrar los fondos restringidos en garantía de la operación.
- De la Cuenta Discrecional se transferirá mensualmente una cantidad determinado para conformar el Depósito Restringido.



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

#### Operación Mensual del Fondo

El Fondo Titularización recibe la porción de los ingresos operativos cedidos por CEPA, con los cuales paga la cuota correspondiente de capital e intereses a los inversionistas y paga a los proveedores, el remanente de efectivo se le devuelve al originador. El Fondo cuenta con el respaldo de los agentes colectores de los ingresos operativos que recibe CEPA.

#### Ejecución del Proyecto de Modernización del Aeropuerto

Los fondos obtenidos por esta transacción son entregados directamente al Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) quien se encargará de ejecutar el proyecto de modernización del Aeropuerto Internacional de El Salvador.

#### Procedimiento en Caso de Mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora

procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda. Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión, habrá lugar a una situación de mora. Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y la Superintendencia del Sistema Financiero.

### **Mecanismo de redención anticipada**

---

Transcurridos sesenta meses después de la primera colocación, los Valores de Titularización podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. La redención se efectuará al valor del principal a redimir más unos cuatro puntos quince por ciento, según aparezca anotado electrónicamente en los registros de CEDEVAL, S.A. de C.V. En caso de redención anticipada, el Fondo de Titularización por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia del Sistema Financiero, a la Bolsa de Valores y a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. con quince días de anticipación. La redención deberá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de HENCORP Valores, LTDA., Titularizadora, debiendo realizarse por medio de transacciones en la Bolsa de Valores.

### **Caducidad del plazo de la emisión**

---

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros, a ser otorgado por la CEPA y la Titularizadora, la CEPA procederá a enterar a la Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma que no podrá exceder del monto que corresponde a la fórmula **Cesión Total Ajustada a enterar por parte del originador**, según se define en el prospecto y cuyo monto total máximo no puede superar los ciento veintisiete millones trescientos noventa y ocho mil dólares de los Estados Unidos de América, en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establezcan en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores de Valores a efecto de que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores de Titularización y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del Artículo sesenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente emisión. En este caso, la Titularizadora deberá enterar de inmediato, a los Tenedores de Valores de Titularización, la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por la CEPA, hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de Valores de manera inmediata a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

### **Análisis de la Estructura**

---

Los factores cuantitativos y cualitativos de los derechos sobre los flujos futuros a titularizar, el nivel crediticio del Originador (CEPA), la estructura de titularización propuesta, el operador de las cuentas del Fondo de Titularización, el monto, el Tratamiento y Prevención de Desvío de Fondos; y finalmente los aspectos legales involucrados en toda la transacción hace que el fondo de titularización cuente con la cobertura necesaria para pagar a los inversionistas e incluso generar excedentes para la devolución al originador.

Al tratarse de una titularización de derechos sobre flujos futuros, cobra mayor importancia la capacidad de la entidad originadora (CEPA), de crear dichos flujos que respalden la Emisión. En efecto, si la entidad cesa la capacidad de generarlos (flujos futuros), los inversionistas sufrirán pérdidas si los mecanismos de seguridad no son suficientes para cubrir el posible déficit. Es esta posibilidad de deterioro en la generación de nuevos activos la que determina que, en una titularización de derechos sobre flujos futuros, la clasificación de riesgo de la transacción esté fuertemente ligada al desempeño de la entidad que origina los flujos.

### **Perfil de la Titularizadora**

---

#### **Reseña**

El 17 de diciembre de 2007 fue publicada la Ley de Titularización de Activos, la cual fue aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. El 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp constituye la primera Sociedad Titularizadora de El Salvador, la cual se denominaba Hencorp Valores, S.A. Titularizadora.

Es importante mencionar, el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero en sesión No. CD-47/2016, de fecha 29 de diciembre de 2016, autorizó la modificación del Pacto Social de la Sociedad Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, por transformación de la naturaleza jurídica de Sociedad Anónima a Sociedad de Responsabilidad Limitada, denominándose Hencorp Valores, Limitada, Titularizadora.

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora, es el brindarles liquidez a activos propiedad del sector corporativo Salvadoreño y regional, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos

y el mercado de capitales. El objetivo de la organización consiste en introducir mecanismos adicionales que provean financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzcan nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables.

### Participantes Sociales y Consejo de Gerentes

En el siguiente cuadro se detallan los principales Participantes Sociales y Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora:

Participantes Sociales		Concejo de Gerentes	
Participantes Sociales	Participantes Sociales	Cargo	Nombre
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%	Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%	Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
<b>Total</b>	<b>100%</b>	Gerente Administrativo	Victor Manuel Henríquez
		Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
		Gerente Suplente	Felipe Holguín
		Gerente Suplente	Roberto Arturo Valdivieso
		Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
		Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés

Fuente: Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora / Elaboración: PCR

### Análisis del Originador

#### Reseña

La Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA) es una Entidad Autónoma encargada de la administración, explotación, dirección y ejecución de las operaciones portuarias de todas las instalaciones de los puertos y aeropuertos de la República, no sujetas a régimen especial; así como la custodia, manejo y almacenamiento de mercadería de exportación e importación.

En la década de los años cincuenta, el creciente desarrollo económico en El Salvador exigió la creación de un conjunto de instalaciones portuarias, para facilitar la exportación de productos salvadoreños a los mercados internacionales, así como la importación de mercaderías en general. Por lo anterior el 28 de mayo de 1952, se creó la Comisión Ejecutiva del Puerto de Acajutla

en 1965 el Gobierno decidió ampliarle sus facultades, concediéndole la administración, explotación y dirección de los Ferrocarriles Nacionales de El Salvador (FENADESAL), incluido el Puerto de Cutuco; convirtiéndose de esta manera en la actual Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA).

Como un reconocimiento a su buena labor, en el año de 1976 el Gobierno de El Salvador cede a CEPA la construcción, administración y operación del Aeropuerto Internacional El Salvador, el cual inició operaciones en el año 1980. Quedando desde entonces su operación bajo la responsabilidad de CEPA.

En el año 2004, por medio del Punto 5º Sesión 42 del Consejo de Ministros, de fecha 12 de mayo de ese mismo año, se entrega a CEPA la administración y posesión de los inmuebles y áreas de terreno, que incluye instalaciones aeroportuarias y construcciones donde operó el Aeropuerto Internacional de Ilopango, a fin de que ésta disponga de los mismos y lleve a cabo la rehabilitación de dicho aeropuerto.

la Comisión ha dado por recibido la construcción del más grande y moderno puerto de la región, el Puerto de La Unión Centroamericana, cuya obra se empezó a edificar en abril del 2004 y finalizó el 29 de diciembre de 2008. A la fecha este puerto se encuentra en proceso de Licitación Abierta Internacional CEPA LA-01/2014 "Concesión de la Terminal Portuaria Multipropósito Especializada en Contenedores, Fase I, del Puerto de La Unión Centroamericana".

El 25 de abril de 2018 CEPA anuncia la ampliación del Aeropuerto Internacional presupuestado por encima de los \$66 millones de dólares, el proyecto inicio el 28 de julio de 2018, su construcción está siendo supervisada por la Oficina de las Naciones Unidas de Servicios para Proyectos (UNOPS). Según los avances de las ampliaciones, el proyecto finalizará en el año 2020

#### Gobierno corporativo del Originador

CEPA es una entidad autónoma del Estado de El Salvador, y como tal, su patrimonio pertenece en su totalidad al estado salvadoreño, sin tener accionistas individuales. Asimismo, CEPA se rige por su la Ley Orgánica De La Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma, emitida y regulada por la Asamblea Legislativa de El Salvador.

Como órgano estatal, CEPA cumple con las disposiciones en la Ley De Acceso A La Información Pública (LAIP), y la Ley De Adquisiciones Y Contrataciones De La Administración Pública (LACAP), manteniendo la adecuada transparencia en sus operaciones.

### Junta Directiva

En el siguiente cuadro se detalla la Junta Directiva de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma:

Junta Directiva de CEPA	
Director	Cargo
Federico Gerardo Anliker López	Presidente
Nelson Napoleón García Rodríguez	Director Propietario
Merlin Alejandrina Barrera	Director Propietario
Carlos Jaime Mena Torres	Director Propietario
Dalila Marisol Soriano de Rodríguez	Director Propietario
Ricardo Antonio Ballesterio Andino	Director Propietario
Filadelfo Leopoldo Baires Paz	Director Suplente
Emilio Martín Ventura Díaz	Director Suplente
Marvin Alexis Quijada	Director Suplente
Roberto Antonio Flores Sosa	Director Suplente
René Francis Merino Monroy	Director Suplente
Emérito De Jesús Velásquez Monterrosa	Secretario de Actas

*Fuente: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma / Elaboración: PCR*

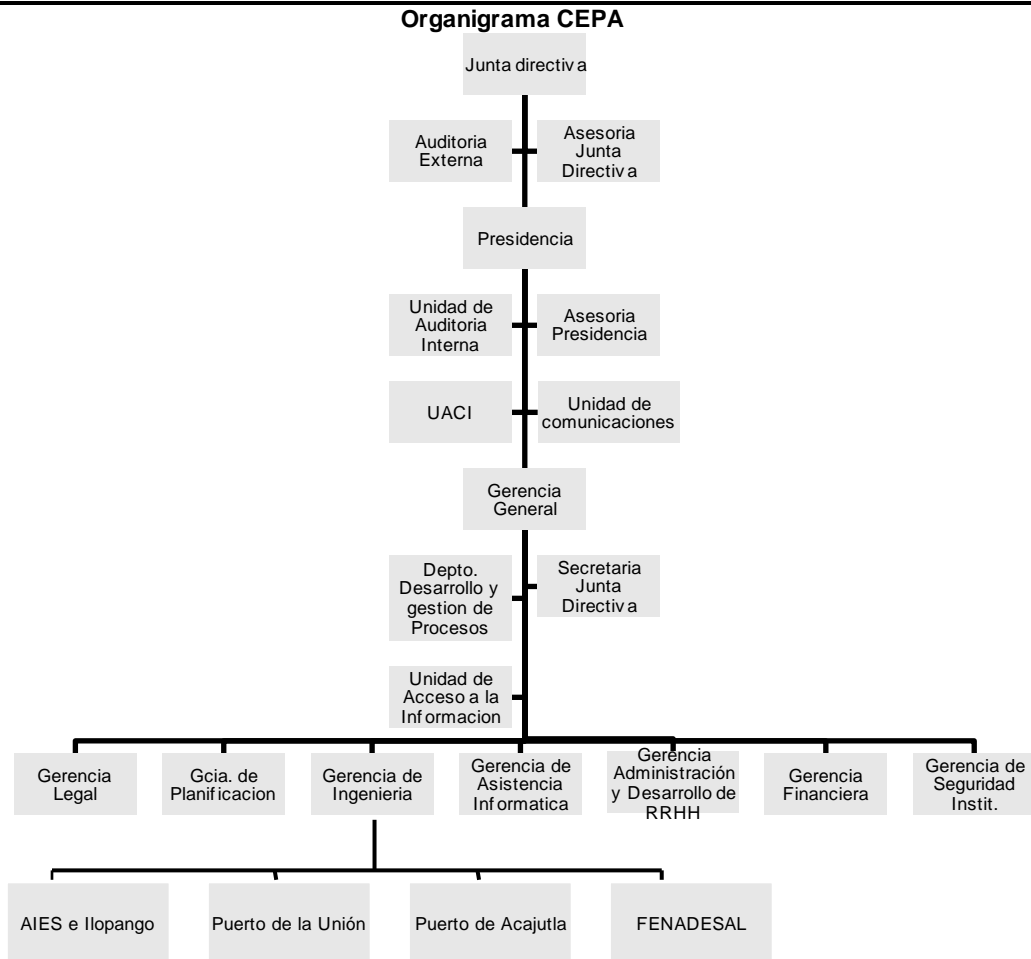
### Plana Gerencial

CEPA tiene una oficina central para la mayoría de sus operaciones, así como cuenta con gerencias independientes para cada uno de los puertos que administra. A continuación se detalla la plana gerencial de CEPA al 31 de diciembre de 2018:

Plana Gerencial de CEPA	
Director	Cargo
Emérito de Jesús Velásquez Monterrosa	Gerente General
Benigno Vásquez Figueroa	Auditor Interno
Ana Patricia Rodríguez De Alfaro	Coordinadora de Planificación y Desarrollo
Juan Antonio Alarcia	Gerente de Ingeniería
Orlando Menjivar Santos	Gerente de Polos de Desarrollo
José Armando Echeverría	Gerente de Seguridad Institucional
Orlando Menjivar Santos	Gerente Financiero
Sara Elena Santamaria Padilla	Gerente Interino de Concesiones
José Ismael Martínez Sorto	Gerente Legal
Luis Alonso Aldana	Gerente Sistemas de Información
Eunice Reyes	Jefe Unidad de Comunicaciones
Xiomara Marroquín	Jefe de UACI

*Fuente: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma / Elaboración: PCR*





*Fuente: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma / Elaboración: PCR*

Los miembros de Junta Directiva de CEPA y su Plana Gerencial en opinión de PCR, son de amplia experiencia en el sector de administración autónoma y empresas privadas.

### Análisis FODA de la Titularización de CEPA

#### Fortalezas

- El fondo de titularización cuenta con adecuadas protecciones legales. El contrato especifica que se trata de una enajenación de flujos financieros futuros, razón por la cual CEPA incurriría en responsabilidades penales si quisiera disponer de estos fondos de otra manera. El traslado de los fondos se hará directamente por el colector de los flujos, sin pasar por el originador. Como respaldo operativo de la emisión, la CEPA por medio del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros se comprometerá a transferir la cesión de pagos a través de girar Ordenes Irrevocables de Pago (OIP) a quienes hagan la función de colecturía de la CEPA que sean designados para este propósito, siendo inicialmente girada a las siguientes empresas que prestan el servicio de transporte aéreo de pasajeros en el Aeropuerto Internacional El Salvador: TACA International Airlines, S.A., American Airlines, Inc., Líneas Aéreas Costarricenses, S.A. y Continental Airlines, Inc.; estas OIP serán mantenidas válidas y vigentes mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión del FTHVCPA CERO UNO. Esto separa, en términos de riesgos, la situación financiera de CEPA y la del Fondo de Titularización, ya que una es independiente de la otra.
- La reserva constituida en la cuenta restringida es adecuada para cubrir eventualidades tales como un atraso en el traslado de los fondos. La cuenta restringida cubre atrasos de una cuota.
- Los flujos cedidos nunca llegan a ser más del 15.0% de los ingresos totales de CEPA en el escenario de mayor cesión y estrés financiero y se reducen en términos relativos conforme transcurren los períodos, ya que los ingresos totales tienden a aumentar, mientras que los flujos cedidos son una cantidad fija.

### Oportunidades

- La oportunidad de recurrir al mercado de valores para contraer liquidez a un menor costo financiero que otras instituciones crediticias.

### Debilidades

- Existe un riesgo de tasa de interés, ya que el contrato de titularización no estipula una tasa a la cual deban colocarse los títulos. El Fondo de titularización puede optar por una tasa fija o por una tasa variable con dos opciones de tasa de referencia. En ambos casos existe un riesgo, ya que las condiciones del mercado pueden variar y si la relación riesgo-retorno ofrecida por los títulos es juzgada débil por los inversionistas, éstos pueden demandar una tasa mayor o un descuento de precio. El fondo es capaz de mantenerse solvente, eliminando las devoluciones al originador, hasta una tasa fija del 7%.
- La estructura del fondo está diseñada para que en el último período se liquide la cuenta restringida. El resguardo que ésta provee contra atrasos en el pago del flujo cedido, entonces, desaparece en este período.
- Los costos y gastos dentro del flujo no muestran ninguna inflación, lo cual podría alejarse de la realidad en caso aumente la inflación en El Salvador. Aun así hay cobertura para inflación que proviene de la capacidad que tiene el Fondo de Titularización de usar cualquier excedente del periodo para hacer frente a cualquier incremento de precios.

### Amenazas

- Si se fija una tasa variable y aumenta la tasa de referencia por encima de 7%, bien sea LIBOR o la tasa del Banco Central de Reserva, el Fondo se expone a la posibilidad de insolvencia.

### Análisis Financiero del Originador

El análisis financiero se ha realizado en base a los Estados Financieros al cierre de 2015-2018 e intermedios de junio 2019 y 2018; preparados en conformidad a los Principios de Contabilidad Gubernamental, Dependencia del Ministerio de Hacienda de El Salvador, las cuales son una base contable distinta a las Normas Internacionales de Información Financiera, (NIIF).

### Análisis del Balance General

Al 30 de junio de 2019, los activos de la institución presentan un incremento del 13.6%, motivados principalmente por el incremento del 220.1% en inversiones en proyectos y programas propios, donde se destaca la ampliación del Aeropuerto Internacional con un desembolso inicial de US\$66 millones; asimismo, los avances que se tienen a la fecha en la construcción de este proyecto son quienes representan el incremento del 6.9% en las inversiones de bienes de uso. Por otro lado, CEPA disminuyó el monto que poseía en inversiones financieras, más específicamente los depósitos a plazo que mantenía en instituciones financieras, que le permitió a la institución contar con un mayor monto en sus fondos disponibles para darles seguimiento a los proyectos del período.

Estructura del Activo (Miles US\$)						
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
Fondos	28,450	22,802	44,855	64,623	56,662	64,248
Inversiones financieras	39,895	37,748	63,990	31,514	45,625	20,747
Inversiones en existencias	5,306	5,386	5,283	5,509	5,020	5,144
Inversiones en bienes de uso	429,281	426,242	430,376	466,727	429,544	459,151
Inversiones en proyectos y programas	17,256	26,828	37,278	93,662	29,227	93,553
<b>Activo Total</b>	<b>520,188</b>	<b>519,006</b>	<b>581,782</b>	<b>662,035</b>	<b>566,079</b>	<b>642,844</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

### Estructura de Pasivos y Patrimonio

A la fecha de análisis, los pasivos totales reflejan un incremento del 13.0%, causado en su totalidad por un aumento de las cuentas por pagar y provisiones para los acreedores monetarios, Por su parte el endeudamiento interno y externo presentan una reducción del 8.1% y 8.6% respectivamente, pese a ello, siguen teniendo el mayor porcentaje de participación dentro del pasivo de la institución con un 58.1%, esta deuda, a nivel interno está conformada por los dos fondos de titularización que tiene en emisión, mientras que el endeudamiento externo la conforman préstamos con entidades como el Banco Kreditanstalt Fur Wiederaufbau (KfW) y el banco Japonés para la Cooperación Internacional (JBIC).

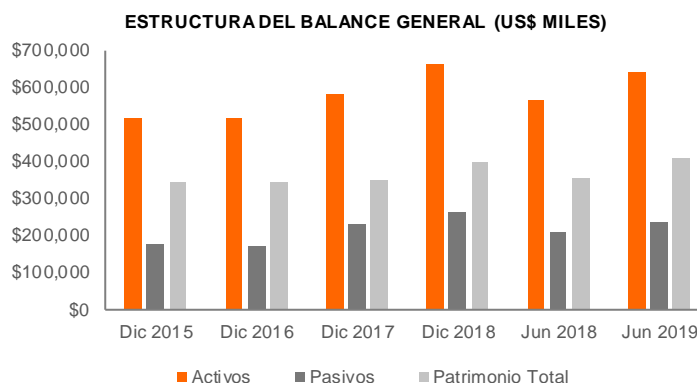
Estructura del Pasivo (Miles US\$)						
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
Depósitos de terceros	3,005	3,207	29,211	27,224	29,765	27,482
Acreedores monetarios	0	0	0	0	4,916	4,756
Endeudamiento Interno	88,195	81,973	103,393	95,588	99,544	91,501
Endeudamiento Externo	57,064	53,951	50,574	46,130	49,003	44,807
Acreedores Financieros	27,221	33,166	47,226	94,040	24,586	66,202
<b>Pasivo Total</b>	<b>175,485</b>	<b>172,297</b>	<b>230,404</b>	<b>262,983</b>	<b>207,814</b>	<b>234,747</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

En cuanto al patrimonio, se presentó un incremento interanual del 13.9%, a causa de los bienes recibidos en concepto de donativos para ser utilizados en el proceso de construcción y equipamiento de las áreas que ya han sido ampliadas, asimismo, el desempeño durante el primer semestre permitió a la institución aumentar el beneficio conseguido en US\$2.15 millones en comparación a junio 2018.

Estructura del Patrimonio (Miles US\$)						
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
Patrimonio	340,875	344,659	348,102	394,450	351,380	399,064
Detrimento patrimonial	(0)	(7)	(8)	(12)	(8)	(12)
Resultado a la fecha	3,828	2,058	3,285	4,614	6,893	9,044
<b>Patrimonio Total</b>	<b>344,703</b>	<b>346,709</b>	<b>351,378</b>	<b>399,053</b>	<b>358,264</b>	<b>408,096</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

### Análisis de Resultados

Al cierre del primer semestre de 2019, CEPA presenta un incremento de sus ingresos totales en un 9.6% en comparación a junio de 2018, resultado del aumento en los ingresos operacionales por la venta de bienes y servicios, vinculados al aumento de tránsito de aeronaves (+6.0%) y una mayor estadía de los buques en los muelles (+3.7%), quienes pagan por el tiempo que hacen uso de las instalaciones, transporte de carga, entre otros. Por otra parte, la disminución de los ingresos financieros (-6.78%) es resultado de la disminución en el nivel de depósitos que poseía la institución.

Ingresos de Gestión (Miles US\$)						
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
Financieros y otros	6,273	7,500	8,551	7,217	3,908	3,643
Por transferencias corrientes recibidas	107	474	79	107	82	74
Venta de bienes y servicios	80,436	92,890	94,771	103,910	49,527	56,091
Por actualizaciones y ajustes	7,503	12,704	3,427	4,998	2,815	1,934
<b>Ingreso Total</b>	<b>94,319</b>	<b>113,568</b>	<b>106,829</b>	<b>116,231</b>	<b>56,333</b>	<b>61,742</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Cuadro : Dinámica de los principales generadores de ingreso		
Aeropuerto Internacional	abr-18	abr-19
Aterrizajes	7,775	8,245
Pasajeros	1,062,014	1,195,111
Puerto de Acajutla	abr-18	abr-19
Buques	204	199
Tiempo estadía (horas)	10,777	11,183

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

La variación en los costos y gastos del período fue en menor magnitud en comparación a los ingresos, pero manteniéndose al alza, siendo un 6.6% más en comparación a junio de 2018, resultado de aumento en el pago a personal (+26.48%) y de las transferencias otorgadas a instituciones del sector público (13.43%). Por el lado de las disminuciones, el pago de intereses de los títulos emitidos en el mercado nacional redujo el volumen de los gastos financieros en 9.9%, mientras que la reducción de las licitaciones para servicios comerciales contribuyó en la reducción del 6.23% de los gastos en bienes de consumo y servicio.

Gastos de Gestión (Miles US\$)						
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
Personal	18,527	20,260	23,129	37,298	18,030	22,806
Bienes de consumo y servicios	29,162	37,762	31,855	24,294	9,288	8,709
Bienes capitalizables	314	285	333	268	86	107
Financieros y otros	8,150	9,247	10,287	12,025	6,150	5,542
Por transferencias otorgadas	4,880	6,096	8,635	6,285	3,001	3,404
Costos de ventas y cargos calculados	19,017	18,055	18,363	18,799	9,179	9,296
Por actualizaciones y ajustes	5,514	14,159	4,486	4,893	3,704	2,835
<b>Gastos Totales</b>	<b>85,564</b>	<b>105,863</b>	<b>97,088</b>	<b>103,863</b>	<b>49,440</b>	<b>52,699</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

### Análisis de rentabilidad y cobertura

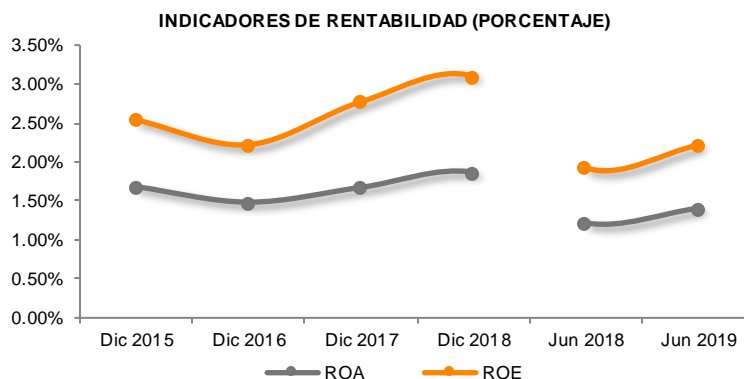
El nivel de EBITDA a junio 2019 fue de US\$23.96 millones, mayor en US\$1.72 millones con respecto a junio 2018, impulsada por el incremento de las ventas en bienes y servicios (13.25%). De igual manera, lo anterior fue influyente para que la utilidad neta del período fuera 31.2% mayor en comparación al resultado de junio de 2018, como resultado el margen neto fue de 14.6%, mayor al 12.2% obtenido en junio 2018.

### MARGEN DE UTILIDAD Y EBITDA (US\$ MILES / PORCENTAJE)

Margen de utilidad (Miles US\$)						
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
Utilidad neta	3,828	2,058	3,285	4,614	6,893	9,044
EBITDA	34,364	35,270	38,657	43,453	22,242	23,966
Margen de Utilidad Neta	9.3%	6.8%	9.1%	10.6%	12.2%	14.6%
Margen de EBITDA	36.4%	31.1%	36.2%	37.4%	39.5%	38.8%

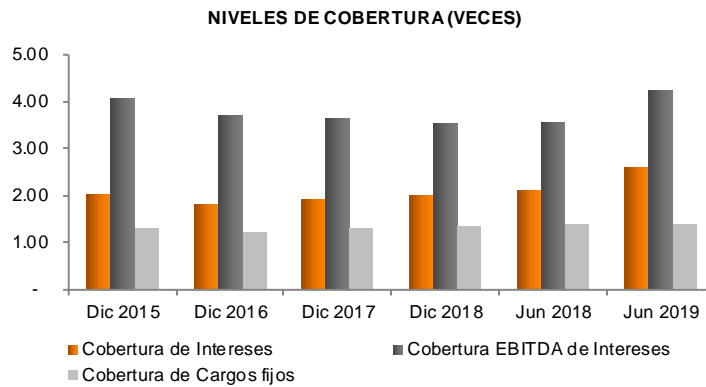
Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

El aumento de los beneficios obtenidos en el primer semestre influyó de manera positiva en los indicadores de rentabilidad, quienes muestran haber mejorado en comparación a junio de 2018, obteniendo un retorno sobre activos de 1.41%, superior al 1.22% de junio 2018, igualmente, el retorno sobre patrimonio obtenido fue de 2.22%, siendo mayor al 1.92% de junio 2018.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

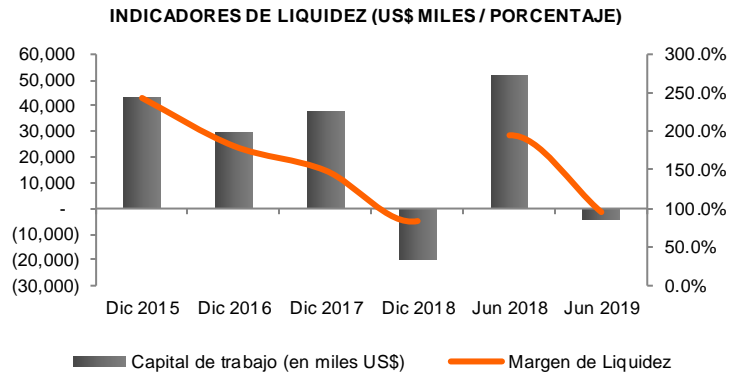
La buena gestión por parte de CEPA, permiten que la institución muestre niveles de cobertura adecuados para hacer frente a sus obligaciones. A la fecha de análisis la utilidad operacional cubre en 2.60 veces el pago de intereses, mientras que la cobertura de los cargos fijos fue de 1.39 veces, mientras que a junio de 2018 la cobertura del pago de intereses y gastos fijos fue de 2.11 y de 1.39 respectivamente.



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

### Liquidez

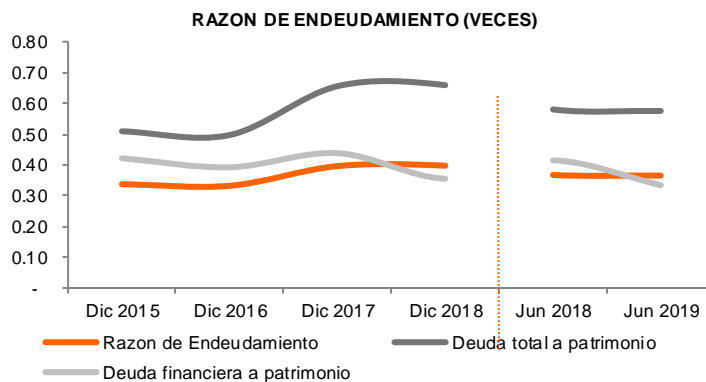
Los proyectos de ampliación y construcción que mantiene la institución desde finales del 2018 han incidido en la disminución de los niveles de liquidez que presenta CEPA, debido a la necesidad de efectivo que han requerido, esto llevó a la institución a disminuir sus inversiones que poseía, más específicamente, las realizadas como depósitos en instituciones financieras (-US\$24.37 millones), aunado a ello, el aumento en US\$41.61 millones de los acreedores monetarios y financieros han afectado los niveles de liquidez, mismo que se encuentra en un nivel del 95.4% (195% a junio 2018), por otra parte, el capital de trabajo disponible para hacer frente a cualquier necesidad u obligación en el corto plazo, presenta un déficit de US\$4.34 millones.



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

### Endeudamiento y Solvencia

Los indicadores de endeudamiento mantienen una estabilidad al compararse interanualmente, tal es el caso de la razón de apalancamiento de la institución que a la fecha de análisis fue de 0.58 veces, manteniéndose en el mismo nivel en comparación a junio de 2018, de igual manera, la razón de endeudamiento que mide la porción de los activos que son financiados por fondos ajenos a la institución, es decir, pasivo contra activo fue de 0.37 veces en ambos años.



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

Mientras que la deuda financiera respecto al patrimonio presenta una reducción de 0.8%, debido al incremento del patrimonio por los donativos y legados de bienes recibidos durante todo el año 2018, además, de la reducción del

endeudamiento total que posee la institución. A la fecha la deuda financiera respecto al patrimonio fue de 0.33 veces.

### Cobertura de la titularización

La titularización de los ingresos futuros de CEPA tiene una estructura muy particular dadas las condiciones impuestas para la colocación de los montos. Ante esto y como está descrito en el prospecto de esta emisión, se evaluaron las proyecciones de los ingresos futuros estimados para CEPA de 2013 a 2020. Estos han sido calculados con los siguientes supuestos:

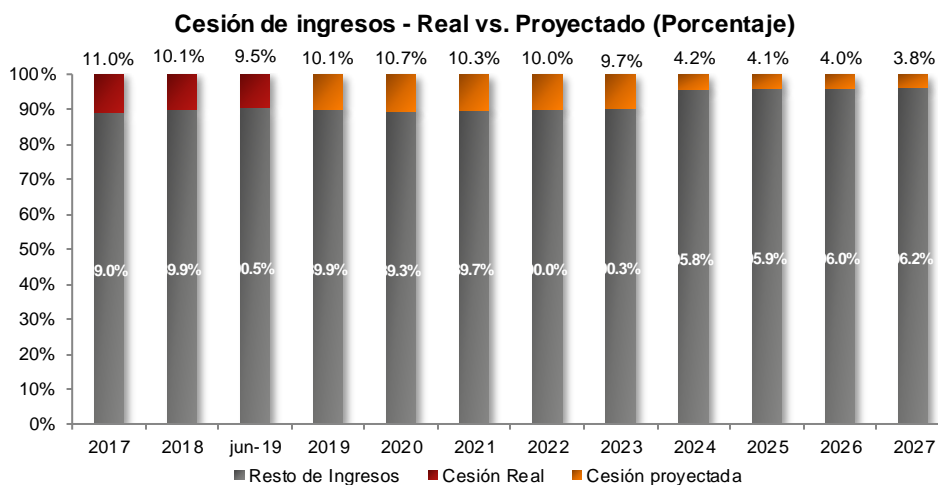
- El crecimiento de los ingresos se estima en 3.1% anual, sin cambios para los siguientes 8 ejercicios. Esto implica que se está desestimando que las mejoras a realizarse puedan provocar aumentos en los ingresos; al mismo tiempo que se desestima que el Puerto de La Unión genere una mayor actividad e ingresos, o que se concesione y se reduzcan los costos para CEPA.
- Los gastos por actualizaciones y ajustes no son tomados en cuenta para las proyecciones por dos motivos: su comportamiento altamente variable en los últimos años, y su naturaleza como una cuenta de corrección de ejercicios previos, sin que signifiquen una salida de fondos para la institución.

Teniendo en cuenta estos supuestos, se estima los ingresos para los años 2018 a 2030.

Ingresos y Cesión (En millones US\$)													
Componentes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ingresos	116.2	110.3	113.9	117.7	121.6	125.7	129.8	134.2	138.6	143.2	148.0	152.9	158.0
Cesión	11.74	11.74	11.74	11.74	11.74	11.74	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30

*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

Como se establece en el Decreto Legislativo que autoriza la titularización, CEPA no puede ceder más del 20% de sus ingresos. El máximo de cesión según el modelo de proyección establecido, ocurría en 2017 cuando se cede el 14.09% de los ingresos totales, sin embargo, para ese año se cedió un 11% del total de los ingresos, es decir 3.09% menos del máximo proyectados. Actualmente al cierre del primer semestre de 2019, el monto de cesión anual corresponde a un 9.51% del total de los ingresos estando 11.49% por debajo del máximo legal.



Al compararse los datos reales con los proyectados, CEPA ha mostrado un mejor rendimiento al tener ingresos reales por encima de los proyectados, permitiendo que los flujos cedidos al fondo de titularización sean menores y manteniéndose en niveles bajos respecto al techo legal del 20% de cesión.

Cesiones mensuales (En miles US\$)											
Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión
1	304,000	37	979,000	73	979,000	109	979,000	145	442,000	181	216,000
2	304,000	38	979,000	74	979,000	110	979,000	146	442,000	182	216,000
3	304,000	39	979,000	75	979,000	111	979,000	147	442,000	183	216,000
4	304,000	40	979,000	76	979,000	112	979,000	148	442,000	184	216,000
5	304,000	41	979,000	77	979,000	113	979,000	149	442,000	185	216,000
6	304,000	42	979,000	78	979,000	114	979,000	150	442,000	186	216,000
7	304,000	43	979,000	79	979,000	115	979,000	151	442,000	187	216,000
8	304,000	44	979,000	80	979,000	116	979,000	152	442,000	188	216,000
9	304,000	45	979,000	81	979,000	117	979,000	153	442,000	189	216,000
10	304,000	46	979,000	82	979,000	118	979,000	154	442,000	190	216,000
11	304,000	47	979,000	83	979,000	119	979,000	155	442,000	191	216,000
12	304,000	48	979,000	84	979,000	120	442,000	156	442,000	192	216,000
13	304,000	49	979,000	85	979,000	121	442,000	157	442,000	193	216,000
14	304,000	50	979,000	86	979,000	122	442,000	158	442,000	194	216,000
15	304,000	51	979,000	87	979,000	123	442,000	159	442,000	195	216,000
16	304,000	52	979,000	88	979,000	124	442,000	160	442,000	196	216,000
17	304,000	53	979,000	89	979,000	125	442,000	161	442,000	197	216,000
18	304,000	54	979,000	90	979,000	126	442,000	162	442,000	198	216,000
19	304,000	55	979,000	91	979,000	127	442,000	163	442,000	199	216,000
20	304,000	56	979,000	92	979,000	128	442,000	164	442,000	200	216,000
21	304,000	57	979,000	93	979,000	129	442,000	165	442,000	201	216,000
22	304,000	58	979,000	94	979,000	130	442,000	166	442,000	202	216,000
23	304,000	59	979,000	95	979,000	131	442,000	167	442,000	203	216,000
24	304,000	60	979,000	96	979,000	132	442,000	168	442,000	204	216,000
25	304,000	61	979,000	97	979,000	133	442,000	169	442,000	205	216,000
26	304,000	62	979,000	98	979,000	134	442,000	170	442,000	206	216,000
27	304,000	63	979,000	99	979,000	135	442,000	171	442,000	207	216,000
28	304,000	64	979,000	100	979,000	136	442,000	172	442,000	208	216,000
29	304,000	65	979,000	101	979,000	137	442,000	173	442,000	209	216,000
30	304,000	66	979,000	102	979,000	138	442,000	174	442,000	210	216,000
31	304,000	67	979,000	103	979,000	139	442,000	175	442,000	211	216,000
32	520,000	68	979,000	104	979,000	140	442,000	176	442,000		
33	520,000	69	979,000	105	979,000	141	442,000	177	442,000		
34	520,000	70	979,000	106	979,000	142	442,000	178	442,000		
35	520,000	71	979,000	107	979,000	143	442,000	179	442,000		
36	979,000	72	979,000	108	979,000	144	442,000	180	442,000		

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

## Resumen de Estados Financieros No Auditados

Balance de Situación Financiera (En miles US\$)						
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
<b>Activos</b>						
Fondos	28,450	22,802	44,855	64,623	56,662	64,248
Inversiones financieras	39,895	37,748	63,990	31,514	45,625	20,747
Inversiones en existencias	5,306	5,386	5,283	5,509	5,020	5,144
Inversiones en bienes de uso	429,281	426,242	430,376	466,727	429,544	459,151
Inversiones en proyectos y programas	17,256	26,828	37,278	93,662	29,227	93,553
<b>Total</b>	<b>520,188</b>	<b>519,006</b>	<b>581,782</b>	<b>662,035</b>	<b>566,079</b>	<b>642,844</b>
<b>Pasivos</b>						
Depósitos de terceros	3,005	3,207	29,211	27,224	29,765	27,482
Acreedores monetarios			-	-	4,916	4,756
Endeudamiento interno	88,195	81,973	103,393	95,588	99,544	91,501
Endeudamiento externo	57,064	53,951	50,574	46,130	49,003	44,807
Acreedores	27,221	33,166	47,226	94,040	24,586	66,202
<b>Total</b>	<b>175,485</b>	<b>172,297</b>	<b>230,404</b>	<b>262,983</b>	<b>207,814</b>	<b>234,747</b>
<b>Patrimonio</b>						
Patrimonio	340,875	344,659	348,102	394,450	351,380	399,064
Detrimento patrimonial	(0)	(7)	(8)	(12)	(8)	(12)
Resultado a la fecha	3,828	2,058	3,285	4,614	6,893	9,044
<b>Patrimonio Total</b>	<b>344,703</b>	<b>346,709</b>	<b>351,378</b>	<b>399,053</b>	<b>358,264</b>	<b>408,096</b>
<b>Total pasivo + Patrimonio</b>	<b>520,188</b>	<b>519,006</b>	<b>581,782</b>	<b>662,035</b>	<b>566,079</b>	<b>642,844</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Estado de Resultados (En miles US\$)						
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
Financieros y otros	6,273	7,500	8,551	7,217	3,908	3,643
Por transferencias corrientes recibidas	107	474	79	107	82	74
Venta de bienes y servicios	80,436	92,890	94,771	103,910	49,527	56,091
Por actualizaciones y ajustes	7,503	12,704	3,427	4,998	2,815	1,934
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>94,319</b>	<b>113,568</b>	<b>106,829</b>	<b>116,231</b>	<b>56,333</b>	<b>61,742</b>
Personal	18,527	20,260	23,129	37,298	18,030	22,806
Bienes de consumo y servicios	29,162	37,762	31,855	24,294	9,288	8,709
Bienes capitalizables	314	285	333	268	86	107
Financieros y otros	8,150	9,247	10,287	12,025	6,150	5,542
Por transferencias otorgadas	4,880	6,096	8,635	6,285	3,001	3,404
Costos de ventas y cargos calculados	19,017	18,055	18,363	18,799	9,179	9,296
Por actualizaciones y ajustes	5,514	14,159	4,486	4,893	3,704	2,835
<b>GASTOS TOTALES</b>	<b>85,564</b>	<b>105,863</b>	<b>97,088</b>	<b>103,863</b>	<b>49,440</b>	<b>52,699</b>
<b>SUPERAVIT (DEFICIT)</b>	<b>8,755</b>	<b>7,705</b>	<b>9,741</b>	<b>12,369</b>	<b>6,893</b>	<b>9,044</b>
Impuesto sobre la renta	3,140	3,664		4,911		-
Retribución fiscal	1,787	1,983		2,844		-
<b>Utilidad Neta</b>	<b>3,828</b>	<b>2,058</b>	<b>9,741</b>	<b>4,614</b>	<b>6,893</b>	<b>9,044</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Indicadores de la entidad						
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA	34363.84	35,270	38,657	43,453	22,242	23,966
ROE	2.54%	2.22%	2.77%	3.10%	1.92%	2.22%
ROA	1.68%	1.48%	1.67%	1.87%	1.22%	1.41%
Margen de Utilidad Neta	0.093	6.78%	9.12%	10.64%	12.24%	14.65%
<b>Liquidez</b>						
Margen de Liquidez	2.43	181.02%	149.18%	83.79%	194.95%	95.37%
Capital de trabajo (en miles US\$)	43336.77	29,468	37,593	-19,660	51,609	-4,341
<b>Solvencia</b>						
Deuda total a patrimonio	0.51	0.50	0.66	0.66	0.58	0.58
Activo / Pasivo	0.34	0.33	0.40	0.40	0.37	0.37
EBITDA/ Deuda neta	-	4.79	5.20	5.43	7.78	8.45
<b>Cobertura</b>						
Cobertura EBITDA de Intereses	4.06	3.70	3.64	3.53	3.57	4.24
Cobertura de Intereses	2.03	1.81	1.92	2.01	2.11	2.60

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR



Historial de clasificaciones		
Con información financiera correspondiente a:	Clasificación otorgada	Perspectiva
30 de septiembre del 2012 al 31 de diciembre de 2018	AAA	Estable

*Fuente y 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.