

**FONDO DE TITULARIZACIÓN - HENCORP VALORES – COMISIÓN EJECUTIVA PORTUARIA  
AUTÓNOMA - VTHVCPA 02  
VALORES DE TITULARIZACIÓN**

Con Estados Financieros No Auditados al 30 de junio de 2018	Fecha de Comité: 29 de octubre de 2018	
Empresa perteneciente al sector de instituciones autónomas	San Salvador, El Salvador	
Comité Ordinario N°44 / 2018		
<b>Fernando Vásquez</b> / Analista titular	(503) 2266-9471	fvasquez@ratingspcr.com
<b>Waldo Arteaga</b> / Analista soporte	(503) 2266-9471	warteaga@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Clasificado <sup>1</sup>	Clasificación	Perspectiva
<b>Valores de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 02</b>		
<b>Tramo 1</b>	<b>AAA</b>	<b>Estable</b>

### **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<sup>2</sup> 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 la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos”.*

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

### **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 02.

La calificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Originador para cumplir sus obligaciones, debido a la suficiente generación de ingresos para la cobertura de la cesión del fondo de titularización, al cumplimiento de los resguardos financieros, asimismo debido al Decreto Legislativo N°126 que respalda legalmente la emisión y la administración de los fondos obtenidos por parte del programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD).

### **Perspectiva**

Estable.

### **Resumen Ejecutivo**

<sup>1</sup> Metodología de clasificación de riesgo de títulos de deuda titulada de Pacific Credit Rating.

<sup>2</sup> 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.

La acción realizada con respecto al otorgamiento del rating se ha llevado a cabo en función de los siguientes fundamentos:

- 1. Incremento de los Ingresos percibidos por la institución:** A junio de 2018, los ingresos llegaron a US\$56.333 millones, con un leve incremento interanual del 8.42% con respecto al año previo, debido a los incrementos en las cuentas de ingresos por venta de bienes y servicios y, por actualizaciones y ajustes.
- 2. Adecuada cobertura del EBITDA sobre la cesión de ingresos proyectada del fondo de titularización.** CEPA cuenta con una alta cobertura de su EBITDA sobre la cesión de flujos, teniendo un nivel de cobertura máximo de 7.33 veces y un mínimo de 2.49 sobre la cesión de flujos perteneciente únicamente al VTHVCPA02; así como una cobertura máxima de 3.47 y mínima de 2.29 sobre la cesión de flujos perteneciente a VTHVCPA01 y VTHVCPA02 combinados. A la fecha la cobertura de cesión para el fondo VTHVCPA02 resulto en 8.15 veces y una cobertura para ambas cesiones de 2.59 veces.
- 3. Suficientes resguardos financieros para la ejecución de la emisión.** La emisión cuenta con dos principales resguardos: la Cuenta Restringida, que acumula un saldo mínimo equivalente a una cuota mensual de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores; y las Ordenes irrevocables de pago; puestas por medio de un contrato a las agentes recolecciones, siendo en este caso las aerolíneas que se encargan de recolectar los impuestos por uso, transporte de carga y pasajeros, para CEPA.
- 4. El respaldo legal a la titularización mediante Decreto legislativo.** La emisión de los títulos valores fue aprobada por la Asamblea Legislativa de El Salvador, en Decreto Legislativo N°126 con el propósito de financiar las mejoras necesarias para el aeropuerto internacional de El Salvador. El Decreto 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. En base a las proyecciones del originador, el máximo porcentaje de cesión sobre ingresos que se utilizará es de 11.4% utilizando únicamente la cesión de flujos de VTHVCPA02 (durante el 2030); así como el 16.1% utilizando la cesión de flujos de VTHVCPA01 y VTHVCPA02 (durante el 2018).

## Resumen de la Estructura de Titularización

Datos básicos de la Emisión	
<b>Emisor</b>	: Fondo de Titularización - Hencorp Valores – Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma - VTHVCPA 02
<b>Originador</b>	: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma
<b>Emisor</b>	: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, en carácter de administradora del VTHVCPA 02 y con cargo a dicho Fondo.
<b>Sociedad de Titularización</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 DOS, cuya abreviación es VTHVCPA 02.
<b>Monto de la Emisión</b>	: Hasta US\$69,700,000.00 de dólares norteamericanos.
<b>Plazo de la Emisión</b>	: La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, están representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tiene un plazo de hasta 180 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 VTHVCPA CERO DOS, que se constituye como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador. El Fondo de Titularización está 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 (sean estos aeroportuarios, portuarios o ferroviarios); 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 será 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. La fecha de negociación fue comunicada a la Bolsa de Valores mediante certificación de punto de acta de Junta Directiva de la Titularizadora.
<b>Mecanismos de Cobertura</b>	:	(i) Cuenta Restringida: Cuyo saldo no deberá ser menor a un monto de cesión mensual de flujos financieros futuros, que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos 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 obtengan 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 que la CEPA, recibe en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización VTHVCPA CERO DOS, son invertidos por la CEPA en el mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios que requiere el Aeropuerto Internacional El Salvador.

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

## Instrumentos Clasificados

### Características de los instrumentos clasificados

Detalle de la Emisión	
Denominación del Tramo	VTHVCPA 02
Monto de la emisión	Hasta US\$69,700,000.00
Monto emitido	US\$39,310,000.00
Saldo de la emisión a la fecha	US\$39,310,000.00
Plazo de la emisión	Hasta 180 meses
Tasa de Interés	La Tasa de Interés es fija a opción de la Titularizadora, lo que se determinó antes de la colocación de los Valores de Titularización
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual

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

El monto de la emisión podrá ser hasta por la suma de hasta US\$69.70 millones, con un plazo de hasta ciento ochenta (180) meses; y la cual es representada por un tramo como mínimo. La negociación de la emisión fue 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 fue 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, plazo que podrá ser prorrogado por una ocasión hasta por 180 días, previa autorización de la Superintendencia, a solicitud de la Titularizadora, y de conformidad a los instructivos o reglamentos de Bolsa de Valores correspondientes.

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 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 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, tales como: a) Ingresos por venta de bienes y servicios, sean estos aeroportuarios, portuarios o ferroviarios, que le correspondan, entre los que se comprenden: los derechos de embarque por el uso de las instalaciones de la terminal de pasajeros, los derechos que pagan las líneas aéreas por el uso de las facilidades de embarque y desembarque de pasajeros y carga, incluyendo: pistas de despegue y aterrizaje de aeronaves, espacios comerciales y de oficina, terminal de pasajeros, terminal de carga, áreas de mantenimiento, y otros; 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 futuro puedan serles aplicados, correspondiéndola a CEPA, el pago ya sea 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.

### Características de los Tramos

La emisión posee la colocación de US\$39.310 millones, en el primer tramo, el cual se especifican los detalles a continuación:

Características de los Tramos emitidos					
Estado	Denominación del Tramo	Monto del Tramo	Plazo de la Emisión	Fecha de colocación	Tasa de interés
Emitido	Tramo 1	US\$ 39,310,000	180 meses	19/12/2017	6.8%

### Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros.

Mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión Irrevocable 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 - VTHVCPA 02, 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 los ciento ochenta mensualidades cedidas. La suma máxima del total de las ciento ochenta cuotas cedidas dependerá de la colocación en la primera oferta pública y de los tramos adicionales; hasta un máximo de US\$135,629,000.

### Descripción de los Flujos Futuros.

La cesión de los Flujos Futuros es en 180 pagos mensuales que dependen de la colocación en la primera oferta pública y de los tramos adicionales; hasta un máximo de US\$135,629,000. 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 cedidos libres de cualquier impuesto presente o que pueda existir en el futuro, 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 causen la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso aplicasen.

Los flujos financieros futuros a ser recibidos por Hencorp Valores LTDA. Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 02 se utilizarán para abonar únicamente cuando esto haga falta la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida hasta acumular un saldo mínimo de fondos equivalentes a un monto mensual de cesión de flujos financieros futuros que servirán para el pago de

capital, intereses, comisiones y emolumentos, el cual será inicialmente constituido por un monto seiscientos veinticinco mil dólares de los estados unidos de américa; 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.

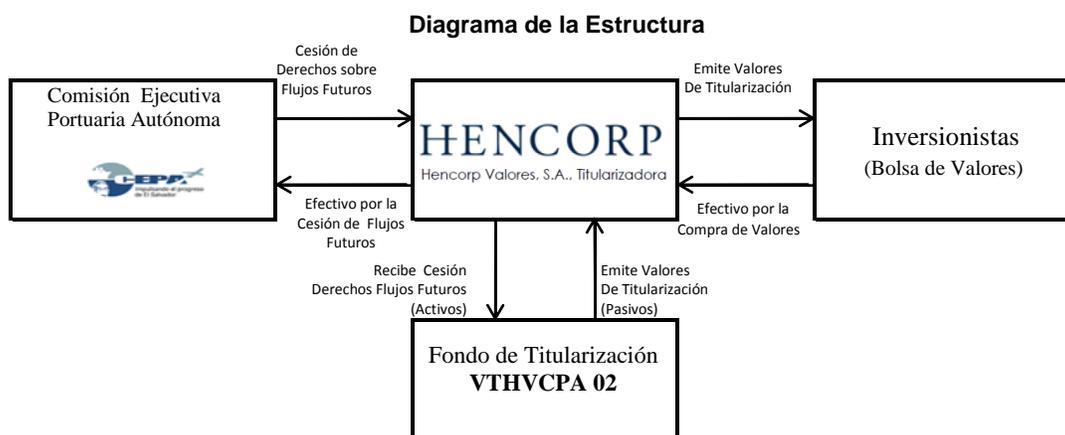
### Operatividad de la Estructura de Titularización

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 hará por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria abierta en un Banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, denominada Cuenta Discrecional en el siguiente orden:

- En caso sea necesario, se abona la cantidad necesaria en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida.
- Cubrir las obligaciones a favor de los Tenedores de Valores.
- Cubrir las comisiones de la Sociedad Titularizadora.
- Cubrir los saldos de costos y gastos adeudados a terceros.
- Cualquier remanente se devolverá mensualmente al Originador



*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.

### Destino de los fondos

Los fondos que la CEPA, recibe en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización VTHVCPA CERO DOS, serán invertidos por la CEPA en el mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios que requiere el Aeropuerto Internacional El Salvador.

### 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 a la Superintendencia del Sistema Financiero.

## **Resguardos Financieros**

---

CEPA, se encontrará sujeta a cumplir con los siguientes ratios financieros:

- CEPA podrá comprometer hasta el noventa y siete punto cinco por ciento, en cuanto a la proporción de derechos sobre rentas o flujos financieros para garantizar en su totalidad el pago de la Cesión de Flujos al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Dos y Cero Uno. Si el indicador es superior al máximo permitido por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero.
- Deuda Neta dividida entre EBITDA de los últimos doce meses. Este ratio no podrá ser mayor a NUEVE.

Los ratios financieros se calcularán con Estados Financieros al cierre de los meses de junio y diciembre de cada año, mientras existan obligaciones vigentes a favor de los Tenedores de Valores del FTHVCPA CERO DOS.

En caso se dé un incumplimiento a cualquiera de estos ratios financieros: la Titularizadora deberá informarlo dentro de las veinticuatro horas siguientes a la determinación del incumplimiento, a la Superintendencia y al Representante de Tenedores de Valores, asimismo, el Representante de los Tenedores de Valores convocará a una Junta de Tenedores Extraordinaria para definir posibles redenciones anticipadas de Valores en caso de identificarse las causas particulares de incumplimientos de los ratios financieros en comento, como circunstancias económicas y financieras que pongan en riesgo el flujo de fondos proyectados establecido en el Contrato de Titularización.

## **Mecanismo de redención anticipada**

---

Al cumplirse sesenta meses después de su colocación, los Valores de Titularización - Títulos de Deuda podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. La redención se efectuará al valor del principal a redimir, 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, 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 anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora.

### **Procedimiento**

Al cumplirse sesenta meses después de su colocación, los Valores de Titularización - Títulos de Deuda podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, correspondiéndole a la Titularizadora decidir si existen las condiciones para una redención anticipada de los valores, para la cual será necesario el acuerdo tomado por su Junta Directiva. El monto de capital redimido, dejará de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago. En la fecha de redención de los valores, la Titularizadora, actuando en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, hará efectivo el pago según los términos y condiciones de los valores emitidos. En caso de realizarse la redención anticipada de los valores los Tenedores de Valores recibirán el saldo insoluto parcial o totalmente de capital de los valores emitidos y los intereses acumulados a la fecha fijada para el pago. Transcurrido este plazo y si hubiese valores redimidos no pagados, la Titularizadora mantendrá, por ciento ochenta días más el monto pendiente de pago de los valores redimidos, el cual estará depositado en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida. Vencido dicho plazo, lo pondrá a disposición de los Tenedores de Valores mediante depósito judicial a favor de la persona que acredite titularidad legítima mediante certificación emitida por CEDEVAL, S.A. de C.V.

## **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 CEPA y la Titularizadora, dicha institución 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 de ciento treinta y cinco millones seiscientos veintinueve 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 proceder a 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 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 de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora:

<b>Participantes Sociales</b>	
<b>Participantes Sociales</b>	<b>Participantes Sociales</b>
Hencorp, Inc.	82.50%
Eduardo Alfaro Barillas	11.20%
FHH Corp.	6.30%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

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

En tanto, al Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora está compuesto de la siguiente manera:

Concejo de Gerentes	
Cargo	Nombre
Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Gerente Administrativo	Víctor 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	Víctor Guillermo Quijano

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

Además, es importante mencionar que los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales.

### **Experiencia**

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, es una empresa autorizada por el ente regulador local, para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. La Ley de Titularización de Activos fue aprobada en noviembre de 2007 y su normativa de aplicación, recientemente a inicios del año 2010. Actualmente la empresa cuenta con doce emisiones autorizadas por la Bolsa de Valores.

Además, es importante mencionar que los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con una adecuada experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales.

## **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.

En relación con lo anterior, el 28 de mayo de 1952, se creó la Comisión Ejecutiva del Puerto de Acajutla, gracias al apoyo y participación del Gobierno de la República y de los diferentes sectores económicos del país.

Los proyectos en marcha alcanzaron su primera meta en 1961, con la inauguración del Muelle "A". Debido al aumento de intercambios comerciales y competencia económica, 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).

En 1970, CEPA habilitó el Muelle "B" en el Puerto de Acajutla, completando el proyecto de ampliación en 1975, con la inauguración del Muelle "C". Desde entonces, cuenta con ocho atracaderos distribuidos en tres modernos muelles, equipados para el arribo de todo tipo de buques.

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. La edificación estuvo a cargo de la empresa japonesa Hazama Gum, 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 será supervisada por la Oficina de las Naciones Unidas de Servicios para Proyectos (UNOPS).

## **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:

<b>Junta Directiva de CEPA</b>	
<b>Director</b>	<b>Cargo</b>
Nelson Edgardo Vanegas Rodríguez	Presidente
Nelson Napoleón García Rodríguez	Director Propietario
Merlin Alejandrina Barrera	Director Propietario
Carlos Jaime Mena Torres	Director Propietario
Roberto de Jesús Solórzano Castro	Director Propietario
Filadelfo Leopoldo Baires Paz	Director Suplente
Eliud Ulises Ayala Zamora	Director Suplente
Juan Antonio Calderón González	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**

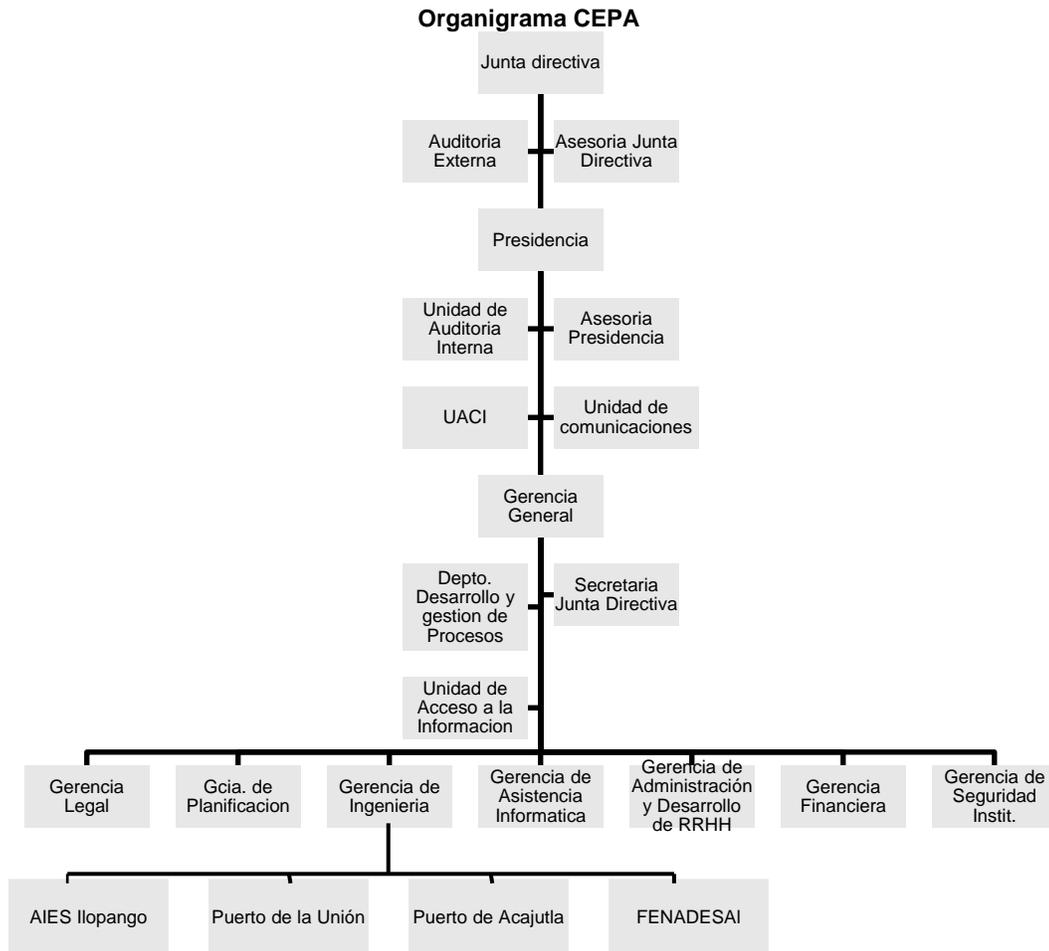
CEPA tiene una oficina central para la mayoría de sus operaciones, así como cuenta con gerencias independientes para cada uno de los puertos que administra. A continuación se detalla la plana gerencial de CEPA al 30 de junio de 2018:

<b>Plana Gerencial de CEPA</b>	
<b>Director</b>	<b>Cargo</b>
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	Gerente Financiero
Emérito De Jesús Velásquez Monterrosa	Gerente Interino de Concesiones
José Ismael Martínez Sorto	Gerente Legal

Roberto de Jesús Mendoza	Gerente Puerto de Acajutla
Rene Amílcar Ventura	Gerente Sistemas de Información
Eunice Reyes	Jefe Unidad de Comunicaciones
Xiomara Marroquín	Jefe de UACI

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

## Organigrama Administrativo de CEPA



*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

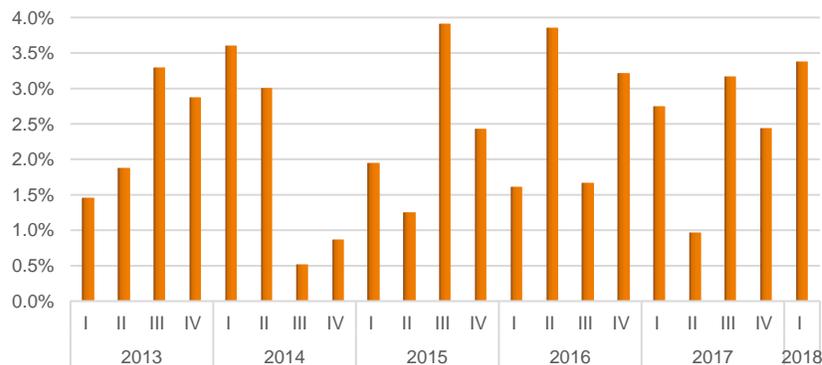
- Si se fija una tasa variable y aumenta la tasa de referencia por encima de 7%, bien sea LIBOR o la tasa del Banco Central de Reserva, el Fondo se expone a la posibilidad de insolvencia.

## Entorno Económico

Durante el primer trimestre de 2018, el nivel general de producción con base al nuevo índice de volumen encadenado para El Salvador, se mantuvo similar con respecto al período anterior, resultando en un crecimiento entre trimestres de 0.64% por encima del 2.74%. De acuerdo con las perspectivas de crecimiento del BCR, el valor esperado del crecimiento del PIB se estima en 2.3% al cierre de 2018<sup>3</sup>; asimismo, el Banco Central mantiene sus perspectivas de crecimiento económico para los dos siguientes años en 2.4% y 2.5%, respectivamente, apoyado por el crecimiento en la economía estadounidense y la inversión privada.

En términos corrientes, el PIB Salvadoreño pasó de US\$5,952.95 millones en marzo de 2017 a US\$6,223.09 millones a marzo de 2018. En términos de estructura, la mayor contribución al PIB a precios corrientes fueron las ramas de Industria manufacturera; construcción; comercio y reparación de vehículos; transporte y almacenamiento y; actividades de servicio administrativo y de comunicación. Que en conjunto representan el 73% del total del PIB.<sup>4</sup>

**VARIACIONES ANUALES PIB A MARZO DE 2018 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)**



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

<sup>3</sup> Proyección realizada por el Banco Central de Reserva de El Salvador

<sup>4</sup> Informe macroeconómico mayo 2018 -BCR

En cuanto a los ingresos por venta de bienes y servicios de CEPA al 30 de junio de 2018 fueron de US\$49.593 millones, mayores en US\$2.55 millones (+5.42%) con respecto al año previo. Esto debido al aumento de pasajeros que creció en 6.93% (103,850 pasajeros).

Tráfico de Pasajeros Movilizados		
Pasajeros	jun-17	jun-18
Pasajeros de salida	487,156	526,945
Pasajeros de llegada	454,410	514,150
Pasajeros de transbordo	550,332	547,200
Pasajeros en transito	7,146	14,599
<b>TOTAL PASAJEROS</b>	<b>1,499,044</b>	<b>1,602,894</b>

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

## Análisis Financiero

El análisis financiero se ha realizado en base a los Estados Financieros al cierre de 2015-2017 y junio de 2017-2018 de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA); 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

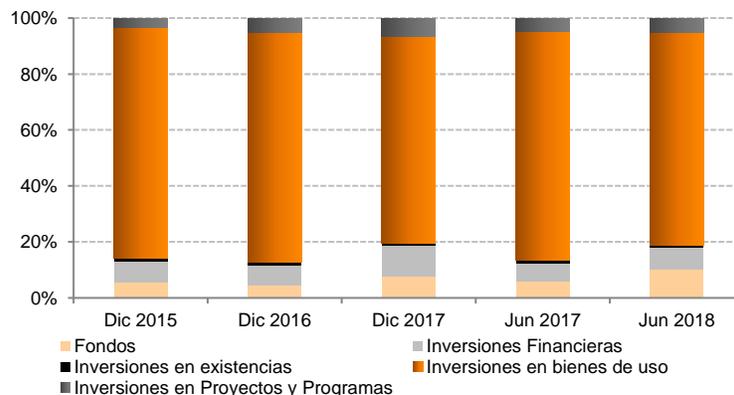
A junio de 2018 los activos totales suman un monto de US\$566.07 millones, logrando un crecimiento interanual del 10.4%, equivalente a +US\$53.44 millones respecto a junio de 2017, impulsado por el crecimiento en las cuentas de inversión en bienes de uso (+US\$9.76 millones); los fondos a su disposición (+US\$27.34 millones) y, por inversiones financieras (US\$11.23 millones).

Estructura del Activo (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2017	Jun 2018
Fondos	28,450	22,802	44,855	29,320	56,662
Inversiones Financieras	39,895	37,748	63,990	34,391	45,625
Inversiones en existencias	5,306	5,386	5,283	5,177	5,020
Inversiones en bienes de uso	429,281	426,242	430,376	419,776	429,544
Inversiones en Proyectos y Programas	17,256	26,828	37,278	23,975	29,227
<b>Activo Total</b>	<b>520,188</b>	<b>519,006</b>	<b>581,782</b>	<b>512,639</b>	<b>566,079</b>

*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

Respecto a la composición de los activos de CEPA, la cuenta de mayor participación son las inversiones en bienes de uso con 75.88% respecto al total de activos, como segunda cuenta se encuentran los fondos disponibles con una participación del 10.01%; seguida por las inversiones financieras con 8.06%, en menor proporción participa la cuenta de inversiones en proyectos y programas con 5.16%; la cuenta de menor participación en los activos son las inversiones en existencias con 0.89%.

### Estructura del Activo (Porcentaje)



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

## Estructura de Pasivos y Patrimonio

El pasivo de CEPA está formado por cuatro fuentes principales: a) Endeudamiento Externo, que se refiere a los créditos contratados por el Estado en dinero o bienes, con personas naturales o jurídicas sin residencia ni domicilio en el país; b) Endeudamiento Interno, créditos contratados por el Estado en dinero o bienes, con personas naturales o jurídicas dentro del país; c) Depósitos de Terceros, que son las obligaciones por fondos a rendir cuenta recibidos de terceros, a cuenta de bienes o servicios futuros a suministrar; y d) Acreedores Financieros, que comprende las cuentas que de los acreedores por pagos provisionales dispuestos por normas legales.

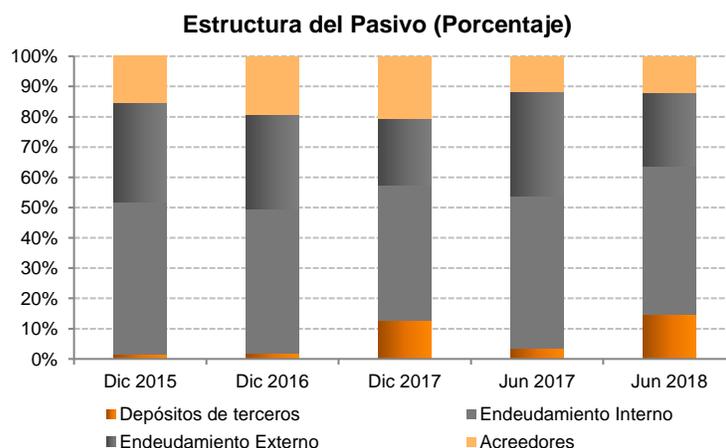
Los pasivos de la entidad autónoma, presentan un monto total de US\$207.81 millones a junio de 2018, teniendo un incremento significativo comparado a junio de 2017 cuando totalizo US\$159.98 millones, un incremento del 29.9% (US\$47.82 millones), el crecimiento de los pasivos se explica por el aumento del endeudamiento interno (+US\$21.21 millones) y, las obligaciones adquiridas por depósitos de terceros (+US\$24.14 millones).

Estructura del Pasivo (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2017	Jun 2018
Depósitos de terceros	3,005	3,207	29,211	5,619	29,765
Acreedores Monetarios	-	-	-	4,379	4,916
Endeudamiento Interno	88,195	81,973	103,393	78,328	99,544
Endeudamiento Externo	57,064	53,951	50,574	53,517	49,003
Acreedores Financieros	27,221	33,166	47,226	18,144	24,586
<b>Pasivo Total</b>	<b>175,485</b>	<b>172,297</b>	<b>230,404</b>	<b>159,987</b>	<b>207,814</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Al 30 de junio de 2018, la principal cuenta fue el endeudamiento interno, con el 47.90% de participación sobre el total de pasivos y en el que la titularización ha sido la principal fuente de financiamiento. Por otra parte el endeudamiento externo fue el segundo componente con 23.58%, dicho financiamiento corresponde a créditos con el Banco Japonés para la Cooperación Internacional (JBIC) y Kreditnastal Fur Wiederraufbau (KfW), los depósitos de terceros crecieron hasta tener una participación del 14.32% del total de pasivos, mientras los acreedores financieros participan en un 11.83%.

Cabe mencionar que el préstamo con JBIC fue adquirido para la construcción del Puerto de La Unión, por US\$101.3 millones, en octubre del 2001. Este tiene la particularidad de estar estipulado en Yenes japoneses, y tiene aval soberano.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Al 30 de junio de 2018, el patrimonio de CEPA se ubicó en US\$358.26 millones, lo que representó un incremento del 1.6% (+US\$5.61 millones). Dicho incremento fue impulsado casi en su totalidad por el crecimiento interanual del capital social o patrimonio (+US\$4.66 millones).

Estructura del Patrimonio (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2017	Jun 2018
Patrimonio	340,875	344,659	348,102	346,712	351,380
Detrimento patrimonial	(0)	(7)	(8)	(7)	(8)
Resultado a la fecha	3,828	2,058	3,285	5,946	6,893
<b>Patrimonio Total</b>	<b>344,703</b>	<b>346,709</b>	<b>351,378</b>	<b>352,652</b>	<b>358,264</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

En cuanto a la estructura de pasivos, el capital social participa casi en su totalidad sobre el total del patrimonio con 98.08% creciendo en 1.35% respecto a junio de 2017, seguido por los resultados obtenidos a la fecha, participando en 1.92% mayor en 15.91%



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

### Análisis de Resultados

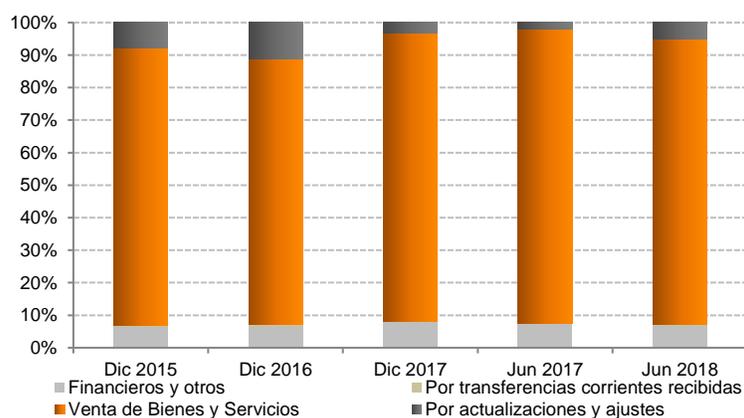
El total de ingresos de gestión tras finalizar el primer semestre de 2018, totalizaron un monto de US\$56.33 millones, creciendo un 8.42% (+US\$4.37 millones) respecto a junio de 2017; el aumento en los ingresos resulta del crecimiento de todas las cuentas que lo conforman, destacando entre ellas el aumento por venta de bienes y servicios que presenta un monto de US\$49.52 millones al cierre del primer semestre.

Ingresos de Gestión (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2017	Jun 2018
Financieros y otros	6,273	7,500	8,551	3,842	3,908
Por transferencias corrientes recibidas	107	474	79	63	82
Por transferencias de capital recibidas	-	-	-	-	-
Venta de Bienes y Servicios	80,436	92,890	94,771	47,042	49,527
Por actualizaciones y ajustes	7,503	12,704	3,427	1,009	2,815
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>94,319</b>	<b>113,568</b>	<b>106,829</b>	<b>51,956</b>	<b>56,333</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

La mayoría de los ingresos de CEPA provienen de la venta de servicios por el uso de los bienes que controla, los aeropuertos y los puertos marítimos. Estos representaron a junio de 2018, el 87.92% de los ingresos totales, seguida por los ingresos financieros y otros, participando en 6.94%, con menor participación se encuentran los ingresos por actualizaciones y ajustes con 5%, dicho rubro comprende aquellas cuentas que registran y controlan, entre otros, los ingresos y las operaciones provenientes de pérdidas o daños a los bienes propiedad del Estado y la corrección de recursos y todo otro ingreso no clasificado.

### Estructura de los Ingresos Totales (Porcentaje)



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

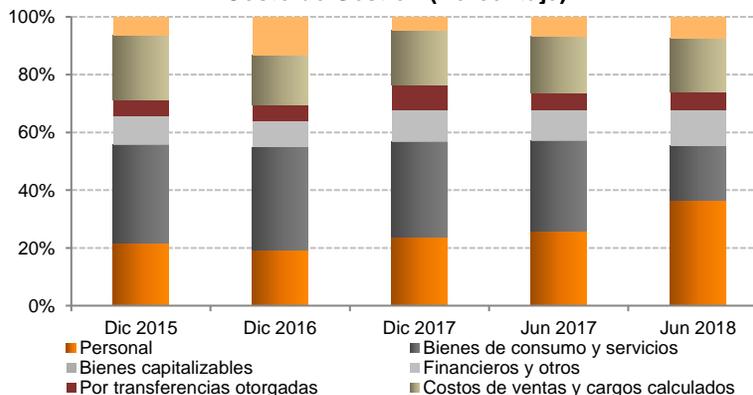
Con respecto a los costos y gastos, mostraron un aumento que llevo a sumar un monto por US\$49.44 millones, creciendo un 7.5% (+US\$3.43 millones) respecto a junio de 2017. Comparando interanualmente, el aumento en los costos y gastos se debe principalmente por el gasto en personal (+US\$6.11 millones), mientras que hay una reducción significativa en los gastos por compra de bienes de consumo y servicio (-US\$5.03 millones) debido a aplicación de políticas de austeridad.

Gastos de Gestión (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2017	Jun 2018
Personal	18,527	20,260	23,129	11,915	18,030
Bienes de consumo y servicios	29,162	37,762	31,855	14,323	9,288
Bienes capitalizables	314	285	333	123	86
Financieros y otros	8,150	9,247	10,287	4,785	6,150
Por transferencias otorgadas	4,880	6,096	8,635	2,820	3,001
Costos de ventas y cargos calculados	19,017	18,055	18,363	9,021	9,179
Por actualizaciones y ajustes	5,514	14,159	4,486	3,023	3,704
<b>GASTOS TOTALES</b>	<b>85,564</b>	<b>105,863</b>	<b>97,088</b>	<b>46,010</b>	<b>49,440</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

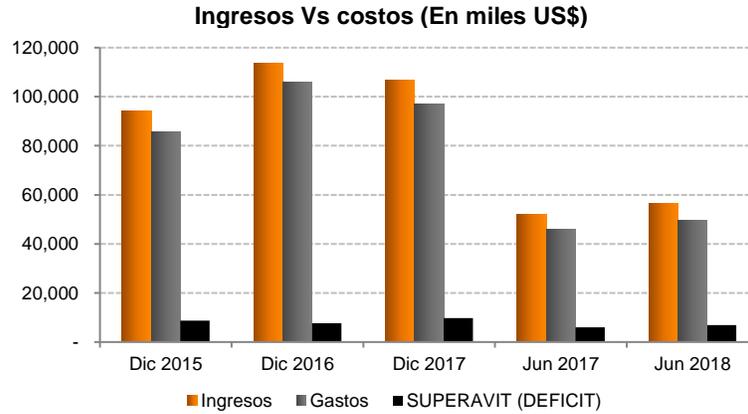
En cuanto a su estructura, el principal desembolso se realiza en gastos en personal teniendo una participación de 36.47% respecto del total de costos y gastos, seguido por el gasto en bienes de consumo y servicios, que pese a su reducción en valor sigue teniendo una participación alta dentro del total del gasto con 18.79%, en menor proporción los costos de venta y cargos participan en un 18.57%, el resto de las cuentas conforman el 26.18% de los gastos y costos del periodo analizado.

### Costo de Gestión (Porcentaje)



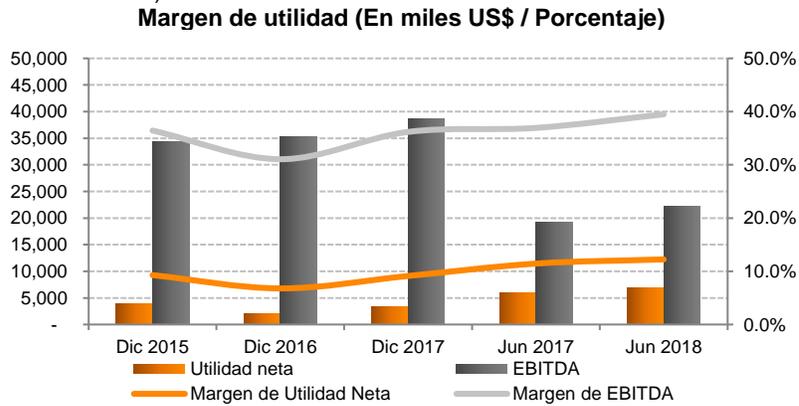
### Análisis de Rentabilidad y cobertura

A junio de 2018, la utilidad neta fue de US\$6.89 millones, mayor en US\$946.18 miles que junio de 2017, resultado de un aumento en mayor proporción en los ingresos (US\$4.37 millones), que de los egresos (US\$3.43 millones).



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

A la fecha de análisis, el EBITDA totalizó US\$22.24 millones, cifra superior en US\$3.05 millones a la reflejada en junio de 2016 (US\$19.19 millones).

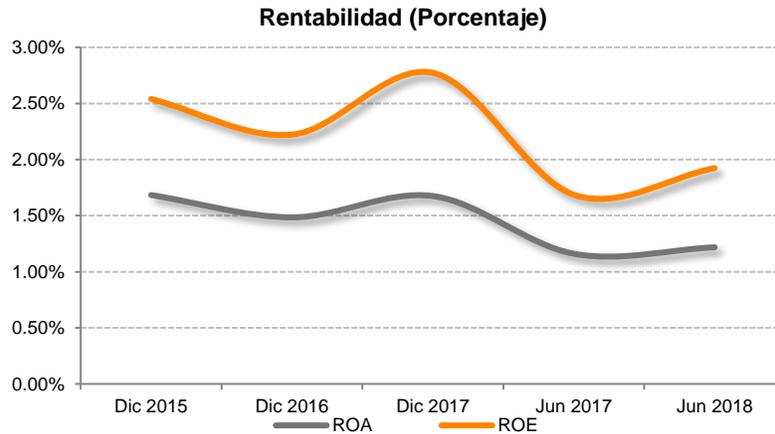


Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Margen de utilidad (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2017	Jun 2018
Utilidad neta	3,828	2,058	3,285	5,946	6,893
EBITDA	34,364	35,270	38,657	19,191	22,242
Margen de Utilidad Neta	9.3%	6.8%	9.1%	11.4%	12.2%
Margen de EBITDA	36.4%	31.1%	36.2%	36.9%	39.5%

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

A junio de 2018, el ROA anualizado llegó a 1.22%, el cual mostro una variación positiva respecto mismo periodo en 2017 al incrementarse en 0.06%. El ROE llegó a 1.92% en la fecha de análisis, lo que presentó un incremento de 0.23% con respecto a junio de 2017 (1.69%). Dicho comportamiento en los indicadores de rentabilidad fue debido principalmente al incremento de la utilidad neta.

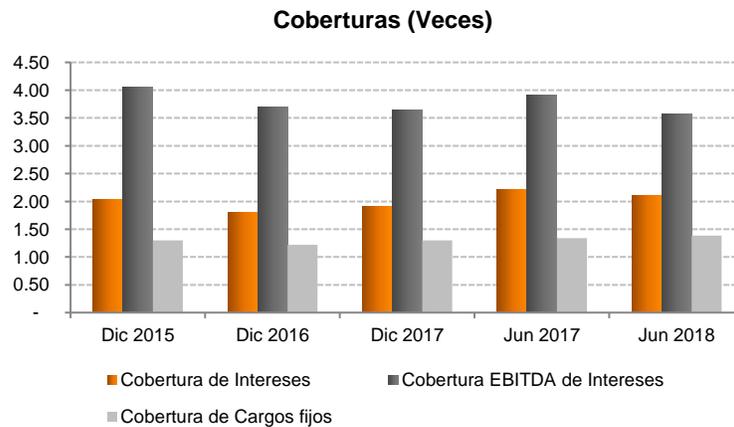


*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

Rentabilidad					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2017	Jun 2018
ROE	2.54%	2.22%	2.77%	1.69%	1.92%
ROA	1.68%	1.48%	1.67%	1.16%	1.22%

*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

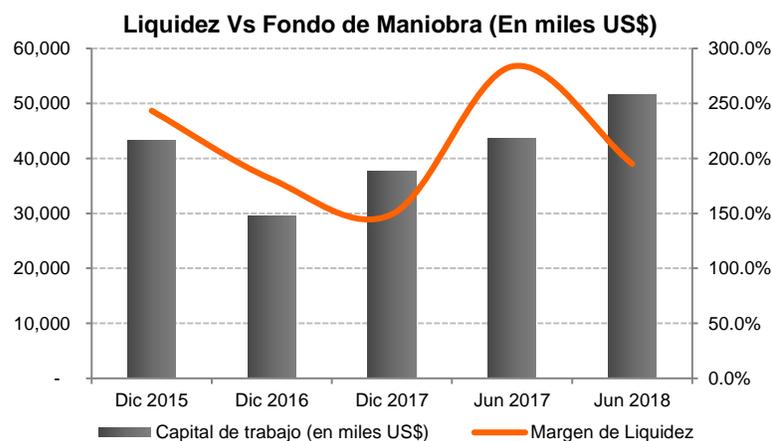
A junio de 2018, la cobertura de los cargos fijos fue de 1.38 veces, levemente superior a lo mostrado en junio 2017, cuando se ubicó en 1.34 veces, mientras que la cobertura de intereses fue de 2.07, menor en 0.14 veces, respecto a junio de 2017 cuando fue de 2.21.



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

### Liquidez

A junio de 2018, el margen de liquidez fue de 195%, menor en 88.6% respecto a junio de 2017 (283.6%), debido principalmente a mayores niveles de endeudamiento, sin embargo, cuenta con un fondo de maniobra de US\$51.60 millones, superior en US\$7.97 millones con respecto a junio de 2017, dicho incremento fue principalmente por el aumento en los fondos disponibles, el cual presentó un incremento del 93.25% (US\$27.34 millones) con respecto al periodo previo.



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

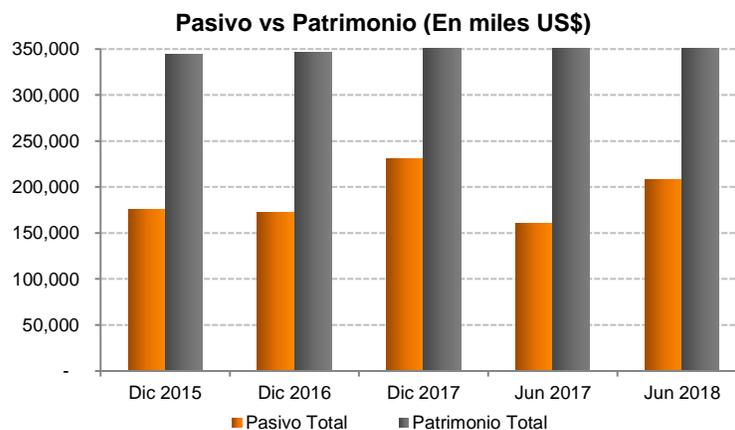
Liquidez					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2017	Jun 2018
Margen de Liquidez	243.4%	181.0%	149.2%	283.6%	195.0%
Capital de trabajo (en miles US\$)	43,337	29,468	37,593	43,631	51,609

*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

### Endeudamiento y Solvencia

A junio de 2018, la razón de apalancamiento llegó a 0.58 veces, mayor que lo presentado a junio de 2017 (0.45). Esto se debió principalmente al incremento de los pasivos en 29.9% (US\$47.82 millones) y al aumento de patrimonio en 1.6% (US\$5.61 millones).

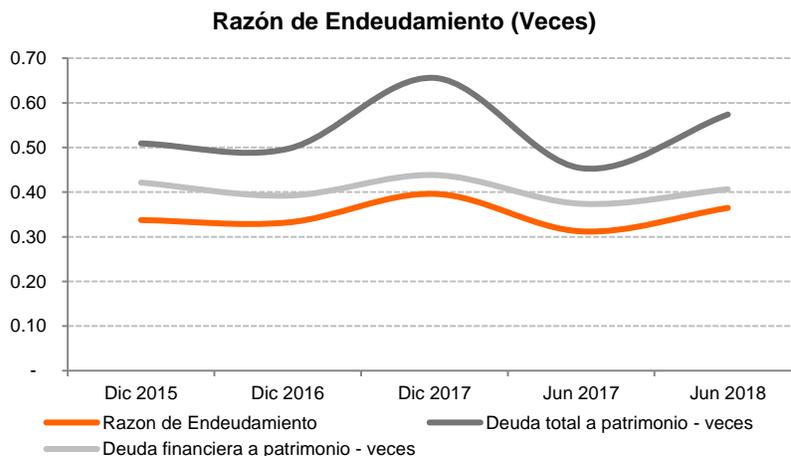
Al cierre de 2012, el nivel de apalancamiento llega a su menor nivel desde 2006, con una razón del 0.46 veces, menor en 0.59 puntos comparado a lo logrado en el 2011, a causa de las disminuciones en su pasivo y el crecimiento de su patrimonio por la incorporación del Puerto de la Unión Centroamericana. El promedio del nivel de apalancamiento de los últimos cinco años es de 0.57 veces.



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

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 llegó en junio de 2018 a 0.37 veces, debido principalmente al incremento del 29.9% de los pasivos. Sobre la distribución de los fondos ajenos, a la fecha de análisis, la deuda financiera de CEPA es igual al 71.48% de sus pasivos, menor a la participación presentada en el período anterior (82.41%). La

deuda financiera a patrimonio llegó a 0.41 veces y el pasivo sobre patrimonio llegó a 0.57 veces, levemente superiores a los indicadores reflejados a junio de 2017.



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

## 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 obtiene los siguientes totales a ceder por parte del originador.

Ingresos Cesión (En millones US\$)															
Componentes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Cesión Anual <sup>5</sup>	5.5	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	7.4	7.5	7.5	7.5	7.5	16.5	18.1	17.8	18.0

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

Una vez definidos los montos de las cesiones, se evaluaron las proyecciones de los ingresos futuros estimados para CEPA, de 2017 a 2031. Estos han sido calculados con los siguientes supuestos:

- El crecimiento promedio de los ingresos se estima en 3.0% anual, sin cambios, para los siguientes 15 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 y cesiones para los años 2018 a 2020.

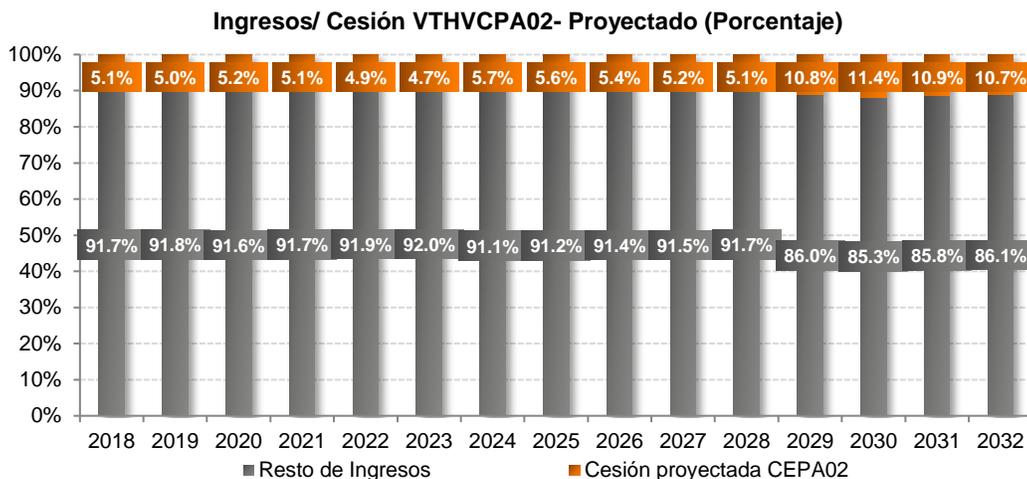
Ingresos y Cesión (En millones US\$)															
Componentes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ingresos	106.7	110.3	113.9	117.7	121.6	125.7	129.8	134.2	138.6	143.2	148.0	152.9	158.0	163.2	168.7
Cesión Anual	5.5	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	7.4	7.5	7.5	7.5	7.5	16.5	18.1	17.8	18.0

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

Como se establece en el Decreto Legislativo que autoriza la titularización, CEPA no puede ceder más del 20% de sus ingresos. Tomando en cuenta la cesión de flujos generada únicamente por el fondo de titularización VTHVCPA02, el máximo de cesión según el modelo de proyección establecido ocurre en 2030, cuando se cede el

<sup>5</sup> Montos de cesión anual correspondientes únicamente al fondo de titularización VTHVCPA02

11.4% de los ingresos totales, 8.6 puntos porcentuales por debajo de lo normado. A continuación, se muestra una comparación de la cesión de flujos proyectados para el tiempo de vigencia de la emisión.

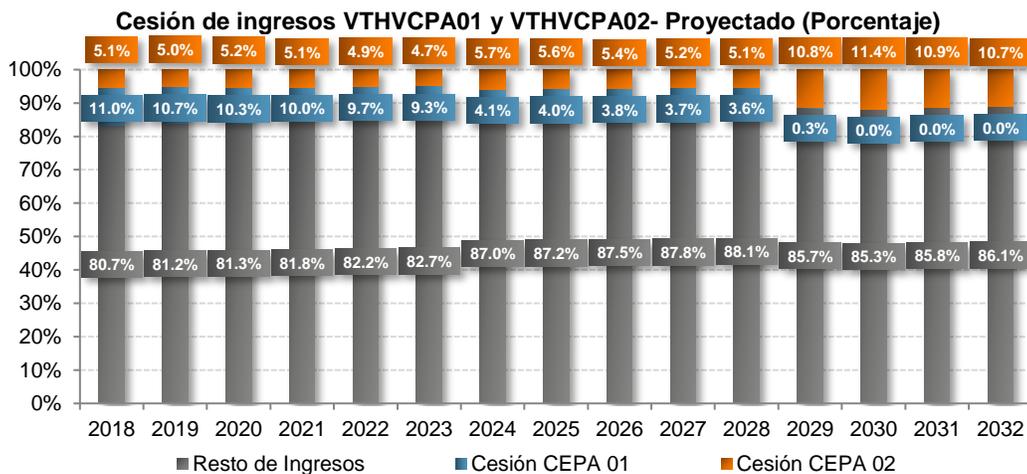


*Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR*

No obstante, al estresar el escenario y combinar los flujos cedidos de los fondos VTHVCPA01 y VTHVCPA02, el máximo de flujos cedidos ocurre en 2018, cuando se cede el 16.1%, 3.9 puntos porcentuales por debajo a lo normado.

Ingresos Cesión (En millones US\$)															
Componentes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ingresos	106.7	110.3	113.9	117.7	121.6	125.7	129.8	134.2	138.6	143.2	148.0	152.9	158.0	163.2	168.7
Cesión Anual <sup>6</sup>	17.2	17.2	17.7	17.7	17.7	17.7	12.7	12.8	12.8	12.8	12.8	17.0	18.1	17.8	18.0

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



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

Los resultados y el EBITDA que se proyectan muestran una tendencia creciente, siendo estos de US\$10.5 millones y US\$39.4 millones para 2018 respectivamente; así como de US\$19. millones y US\$45.1 millones a 2032.

<sup>6</sup> Montos de cesión anual correspondiente a ambos fondos de titularización VTHVCPA01 VTHVCPA02

Margen de utilidad (En millones US\$)															
Componentes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Utilidad neta	10.5	11.2	11.8	12.5	13.2	13.8	14.3	14.8	15.2	15.6	15.9	16.4	16.8	17.3	19.0
EBITDA	39.4	40.0	40.7	41.2	41.8	42.3	42.8	43.3	43.7	44.1	44.4	44.7	44.9	45.1	45.1
Marge de Utilidad Neta	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Margen de EBITDA	37%	36%	36%	35%	34%	34%	33%	32%	32%	31%	30%	29%	28%	28%	27%

Fuente: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma / Elaboración: PCR



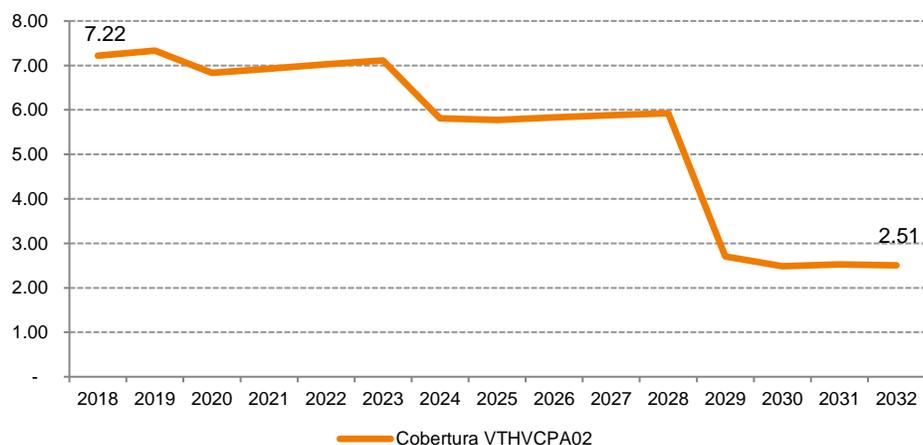
Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR

Tomándose en cuenta lo anterior, y luego de separar los rubros de gastos que no reportan una salida de efectivo, CEPA cuenta con una adecuada cobertura de su EBITDA sobre la cesión de flujos para el fondo de titularización VTHVCPA02, siendo su menor nivel de 2.49 veces, al cierre de 2030; mientras que muestra su mayor nivel de 7.33 en el 2019 según proyecciones.

Cobertura de EBITDA sobre cesión (Veces)															
Componentes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Cobertura VTHVCPA02	7.22	7.33	6.83	6.93	7.02	7.11	5.81	5.77	5.83	5.88	5.93	2.71	2.49	2.53	2.51

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

### Cobertura EBITDA/ Cesión VTHVCPA02 (Veces)



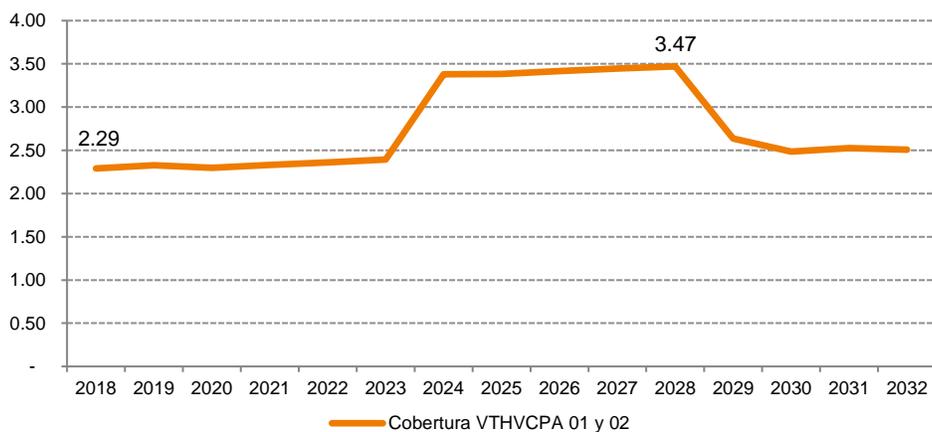
Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR

Por su parte, tomando en cuenta la cesión de flujos para los fondos de titularización VTHVCPA01 y VTHVCPA02 combinados, CEPA cuenta con una adecuada cobertura de su EBITDA sobre dicha cesión, siendo su menor nivel de 2.29 veces, al cierre de 2018; mientras que muestra su mayor nivel de 3.47 en el 2028 según proyecciones.

Cuadro 20 – Cobertura de EBITDA sobre cesión (Veces)															
Componentes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Cobertura VTHVCPA 01 y 02	2.29	2.33	2.30	2.33	2.36	2.39	3.38	3.38	3.42	3.45	3.47	2.64	2.49	2.53	2.51

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

#### Cobertura EBITDA/ Cesión VTHVCPA01 y VTHVCPA02 (Veces)



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

Flujos por ceder por CEPA al Fondo de Titularización VTHVCPA02 (en miles US\$)											
Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión
1	455.0	31	496.0	61	496.0	91	625.0	121	625.0	151	1,290.0
2	455.0	32	496.0	62	496.0	92	625.0	122	625.0	152	1,290.0
3	455.0	33	496.0	63	496.0	93	625.0	123	625.0	153	1,290.0
4	455.0	34	496.0	64	496.0	94	625.0	124	625.0	154	1,290.0
5	455.0	35	496.0	65	496.0	95	625.0	125	625.0	155	1,290.0
6	455.0	36	496.0	66	496.0	96	625.0	126	625.0	156	1,290.0
7	455.0	37	496.0	67	496.0	97	625.0	127	625.0	157	1,290.0
8	455.0	38	496.0	68	496.0	98	625.0	128	625.0	158	1,290.0
9	455.0	39	496.0	69	496.0	99	625.0	129	625.0	159	1,290.0
10	455.0	40	496.0	70	496.0	100	625.0	130	625.0	160	1,290.0
11	455.0	41	496.0	71	496.0	101	625.0	131	625.0	161	1,290.0
12	455.0	42	496.0	72	496.0	102	625.0	132	625.0	162	1,290.0
13	455.0	43	496.0	73	496.0	103	625.0	133	625.0	163	1,290.0
14	455.0	44	496.0	74	625.0	104	625.0	134	625.0	164	1,290.0
15	455.0	45	496.0	75	625.0	105	625.0	135	1,290.0	165	1,290.0
16	455.0	46	496.0	76	625.0	106	625.0	136	1,290.0	166	1,290.0
17	455.0	47	496.0	77	625.0	107	625.0	137	1,290.0	167	1,500.0
18	455.0	48	496.0	78	625.0	108	625.0	138	1,290.0	168	1,500.0
19	455.0	49	496.0	79	625.0	109	625.0	139	1,290.0	169	1,500.0
20	455.0	50	496.0	80	625.0	110	625.0	140	1,290.0	170	1,500.0
21	455.0	51	496.0	81	625.0	111	625.0	141	1,290.0	171	1,500.0
22	455.0	52	496.0	82	625.0	112	625.0	142	1,290.0	172	1,500.0
23	455.0	53	496.0	83	625.0	113	625.0	143	1,290.0	173	1,500.0
24	455.0	54	496.0	84	625.0	114	625.0	144	1,290.0	174	1,500.0

25	496.0	55	496.0	85	625.0	115	625.0	145	1,290.0	175	1,500.0
26	496.0	56	496.0	86	625.0	116	625.0	146	1,290.0	176	1,500.0
27	496.0	57	496.0	87	625.0	117	625.0	147	1,290.0	177	1,500.0
28	496.0	58	496.0	88	625.0	118	625.0	148	1,290.0	178	1,500.0
29	496.0	59	496.0	89	625.0	119	625.0	149	1,290.0	179	1,500.0
30	496.0	60	496.0	90	625.0	120	625.0	150	1,290.0	180	1,500.0
TOTAL (En miles US\$)										\$135,629	

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

## Resumen de Estados Financieros no Auditados

Balance de Situación Financiera (En miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2017	Jun 2018
<b>ACTIVOS</b>					
Fondos	28,450	22,802	44,855	29,320	57,142
Inversiones Financieras	39,895	37,748	63,990	34,391	45,698
Inversiones en existencias	5,306	5,386	5,283	5,177	5,510
Inversiones en bienes de uso	429,281	426,242	430,376	419,776	437,617
Inversiones en Proy. y Prog.	17,256	26,828	37,278	23,975	29,232
<b>TOTAL</b>	<b>520,188</b>	<b>519,006</b>	<b>581,782</b>	<b>512,639</b>	<b>575,199</b>
<b>PASIVOS</b>					
Depósitos de terceros	3,005	3,207	29,211	5,619	31,549
Acreedores Monetarios				4,379	4,953
Endeudamiento Interno	88,195	81,973	103,393	78,328	99,544
Endeudamiento Externo	57,064	53,951	50,574	53,517	49,003
Acreedores	27,221	33,166	47,226	18,144	24,647
<b>TOTAL</b>	<b>175,485</b>	<b>172,297</b>	<b>230,404</b>	<b>159,987</b>	<b>209,696</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
Patrimonio	340,875	344,659	348,102	346,712	358,834
Detrimento patrimonial	(0)	(7)	(8)	(7)	(8)
Resultado a la fecha	3,828	2,058	3,285	5,946	6,679
<b>Patrimonio Total</b>	<b>344,703</b>	<b>346,709</b>	<b>351,378</b>	<b>352,652</b>	<b>365,504</b>
<b>Total pasivo + Patrimonio</b>	<b>520,188</b>	<b>519,006</b>	<b>581,782</b>	<b>512,639</b>	<b>575,199</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Estado de Resultados (En miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2017	Jun 2018
Financieros y otros	6,273	7,500	8,551	3,842	4,074
Por transferencias corrientes recibidas	107	474	79	63	82
Venta de Bienes y Servicios	80,436	92,890	94,771	47,042	49,593
Por actualizaciones y ajustes	7,503	12,704	3,427	1,009	2,823
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>94,319</b>	<b>113,568</b>	<b>106,829</b>	<b>51,956</b>	<b>56,571</b>
Personal	18,527	20,260	23,129	11,915	18,301
Bienes de consumo y servicios	29,162	37,762	31,855	14,323	9,423
Bienes capitalizables	314	285	333	123	90
Financieros y otros	8,150	9,247	10,287	4,785	6,166
Por transferencias otorgadas	4,880	6,096	8,635	2,820	3,001
Costos de ventas y cargos calculados	19,017	18,055	18,363	9,021	9,201
Por actualizaciones y ajustes	5,514	14,159	4,486	3,023	3,711
<b>GASTOS TOTALES</b>	<b>85,564</b>	<b>105,863</b>	<b>97,088</b>	<b>46,010</b>	<b>49,893</b>
<b>SUPERAVIT (DEFICIT)</b>	<b>8,755</b>	<b>7,705</b>	<b>9,741</b>	<b>5,946</b>	<b>6,679</b>
Impuesto sobre la renta	3,140	3,664	6,456	-	-
Retribución fiscal	1,787	1,983	-	-	-
<b>Utilidad Neta</b>	<b>3,828</b>	<b>2,058</b>	<b>3,285</b>	<b>5,946</b>	<b>6,679</b>

Fuente: CEPA / 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.