

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

<b>Comité No. 234/2024</b>	<b>Fecha de comité: 28 de octubre de 2024</b>
<b>Informe con EEFF no Auditados al 30 de junio de 2024</b>	
Periodicidad de actualización: Semestral	Originador perteneciente al sector de instituciones autónomas San Salvador, El Salvador

<b>Equipo de Análisis</b>		
Henry Díaz <a href="mailto:hdiaz@ratingspcr.com">hdiaz@ratingspcr.com</a>	Adalberto Chávez <a href="mailto:achavez@ratingspcr.com">achavez@ratingspcr.com</a>	(503) 2266-9471

<b>Equipo de Análisis</b>				
Fecha de información	dic-22	jun-23	dic-23	jun-24
Fecha de comité	12/04/2023	27/09/2023	09/04/2024	28/10/2024
Valores de Titularización Hencorp Valores CEPA 02				
Tramo 1 al 5 por us\$69,700,000	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable

**Significado de la Clasificación**

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

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

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

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

**Racionalidad**

En comité de Clasificación de Riesgo, PCR decidió mantener la clasificación de “**AAA**” a todos los tramos de los Valores de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 02, con perspectiva “**Estable**”, con información no auditada al 30 de junio de 2024. La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización derivada de la adecuada generación de ingresos provenientes de las actividades aeroportuarias y portuarias que le permiten al Originador cumplir con sus obligaciones. Adicionalmente, se consideran los apropiados niveles de solvencia, liquidez y rentabilidad, así como los resguardos financieros estipulados en el contrato de emisión y los mecanismos operativos y legales que permiten el óptimo funcionamiento del Fondo de Titularización.

**Perspectiva**

Estable

## Resumen Ejecutivo

---

- **El Fondo de Titularización posee adecuados respaldos legales y operativos.** La emisión cuenta con dos respaldos legales y operativos que garantizan el adecuado cumplimiento a las obligaciones, estos son: a) una Cuenta Restringida con un acumulado mínimo de una cuota de cesión; y b) la firma de una Orden Irrevocable de Pago suscrita con quien haga la función de colecturía de los derechos de embarque de la Comisión Ejecutiva Autónoma Portuaria (CEPA) sobre el pago de derechos por uso, operación y ocupación de las aerolíneas que operan en el Aeropuerto Internacional de El Salvador<sup>1</sup>. Además, como parte de sus resguardos financieros, el Originador podrá comprometer hasta el 97.5% del límite establecido (20%) de sus ingresos totales para garantizar el pago de la presente Cesión y de la correspondiente al FTHVCPA01; a la fecha de análisis, CEPA ha cedido el 16.48% de sus ingresos al fondo; mientras que la relación de deuda neta sobre EBITDA de los últimos 12 meses debe ser inferior a 9.0 veces, para la fecha de análisis, dicho ratio se ubicó en -0.17 veces, cumpliendo satisfactoriamente con los compromisos contraídos.
- **Ingresos de operación favorecen las coberturas de cesión:** Los ingresos provenientes de las actividades aeroportuarias ascendieron a US\$63.07 millones, con un crecimiento del 69.31% (+US\$25.82 millones). Este aumento fue impulsado principalmente por los ingresos no aeronáuticos, que subieron un 103.95%, debido a las tarifas de mejoras aeroportuarias<sup>2</sup> que asciende a US\$15.85 millones a junio 2024. A su vez, los ingresos aeronáuticos crecieron en un 32.10% (+US\$6.23 millones), siendo el incremento de los derechos de embarque (+34.82%: US\$5.38 millones) el principal factor de crecimiento. Como resultado, los ingresos aeroportuarios muestran una holgada cobertura de cesión de 12.20 veces.
- **Incremento en los niveles de liquidez:** PCR considera adecuados los niveles de liquidez de CEPA, respaldados por el aumento en sus recursos disponibles (+74.10%), lo que mejora su capacidad para afrontar las obligaciones de corto plazo. El indicador de liquidez ascendió a 2.62 veces, superior al 1.67 veces registrado en junio 2023. Asimismo, el indicador de liquidez ácida alcanzó 2.52 veces (junio 2023: 1.57 veces). El capital de trabajo también mostró una mejora, situándose en US\$97 millones, frente a los US\$36 millones de junio 2023, reflejando la recuperación económica en los sectores aeronáutico y portuario.
- **Holgados indicadores de solvencia:** PCR estima que CEPA mantiene holgados niveles de solvencia, que históricamente por debajo de 1.0 veces, debido a sus bajos niveles de endeudamiento, respaldados por un mayor respaldo que tienen los activos a través del capital propio. El apalancamiento patrimonial se situó en 0.38 veces, ligeramente inferior al promedio de los últimos años (2021-2023: 0.45 veces). De manera similar, la razón de endeudamiento se mantuvo en 0.26 veces, por debajo del promedio (2021-2023: 0.30 veces), lo que refleja una estructura financiera sólida.
- **Mejora en los ratios de rentabilidad:** PCR observa que CEPA ha experimentado una mejora en sus niveles de rentabilidad, con un ROEA de 12.26% y un ROAA de 8.3%, ambos superiores al promedio de los últimos años (2021-2023, ROEA: 5.11% y ROAA: 3.42%). Este incremento en la rentabilidad se debe principalmente al aumento de los ingresos totales, que crecieron en 33.37%, impulsando los resultados financieros de la entidad.

## Factores Clave

---

### Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación.

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

### Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación.

- Deterioro de la calidad crediticia del originador a partir de una disminución de los ingresos percibidos por actividades portuarias y aeroportuarias que ajusten las coberturas de cesión.
- Incumplimientos de resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización.
- Crisis ambientales y sociales que afecten la economía nacional e internacional impidiendo las operaciones portuarias y aeroportuarias.

## Metodología utilizada

---

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 6 de noviembre 2023. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS 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 del Fondo de diciembre 2018 hasta diciembre 2023; y Estados

<sup>1</sup> TACA International Airlines, S.A.; American Airlines, Inc.; Continental Airlines, S.A. de C.V.; y Líneas Aéreas Costarricenses, S.A.

<sup>2</sup> Se ha implementado la Tarifa de Mejoras Aeroportuarias, que las líneas aéreas notificarán diariamente a la Sección de Facturación, Recaudación y Pagos del AIES. Esta tarifa, que asciende a US \$1,000.00 + I.V.A. por pasajero con nacionalidad perteneciente al continente Africano; con el objetivo de contribuir al desarrollo y modernización de las instalaciones aeroportuarias.

Financieros no auditados del 30 de junio de 2024 y su comparativo a junio 2023 del Originador.

- **Riesgo Operativo:** Modelo Financiero del fondo de titularización FTHVCPA02.
- **Documentos Legales:** Contrato de Titularización FTHVCPA02, Contrato de OIP y Contrato de administración de Fondos.

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

---

- **Limitaciones encontradas:** A la fecha de análisis, no se han encontrado elementos que se consideren como limitantes
- **Limitaciones potenciales:** A la fecha de análisis, no se han encontrado elementos que se consideren como limitantes potenciales para la clasificación.

### **Hechos Relevantes**

---

Al cierre de junio 2024, no se presentaron hechos relevantes de consideración para el informe de calificación.

### **Panorama Internacional**

---

Según las Perspectivas económicas mundiales del Banco Mundial, se prevé una moderación del crecimiento económico estimado para 2024, el cual se ubicaría en 2.6% en 2024, y continuando con la tendencia de desaceleración por tercer año consecutivo. Esta tendencia es resultado de varios factores, incluyendo la prolongación de conflictos geopolíticos, tensiones comerciales y políticas monetarias más estrictas. A pesar de estos desafíos, a inicios de 2024, la actividad global se fortaleció, impulsada por un crecimiento más robusto de la economía de Estados Unidos. Las tasas de interés de referencia han iniciado un descenso más lento de lo previsto debido a las presiones inflacionarias persistentes en economías clave.

Adicionalmente, se prevé que la inflación mundial descienda a 4.5% en 2024, lo que ayudaría a que se cumplan con los objetivos de los bancos centrales, aunque a un ritmo más lento de lo previsto inicialmente. La alta inflación sigue siendo impulsada por los precios elevados de productos básicos y los choques de oferta, especialmente en el sector de alimentos. Aunque se proyecta una disminución de la inflación, la persistencia de fenómenos climáticos extremos y otros factores externos podrían generar volatilidad en los precios de los productos básicos.

El fenómeno climático “La Niña” sigue siendo una de las problemáticas más importantes en la región para las economías en 2024. Se estima que continúe afectando las condiciones meteorológicas con una mayor probabilidad de sequías en algunas regiones y lluvias intensas en otras, lo que podría generar interrupciones en la producción agrícola y elevar los precios de los alimentos. Es importante destacar que, los datos disponibles al cierre de 2023 y al 30 de junio de 2024 indican que “La Niña” ha sido el principal fenómeno climático con mayor influencia en las condiciones económicas globales.

Con respecto a la región de América Latina y el Caribe, se prevé que su crecimiento disminuirá hasta un 1.8% en 2024, para repuntar a 2.7% en 2025. Los efectos persistentes de la restricción monetaria seguirán influyendo en el crecimiento a corto plazo; sin embargo, se pronostica que la disminución de la inflación permitirá a los bancos centrales reducir las tasas de interés, lo que podría estimular la inversión y ser beneficioso para la región. Por su parte, entre los riesgos que persisten se encuentran condiciones financieras mundiales más restrictivas, elevados niveles de deuda local y desaceleración de la economía de China, que afectaría a las exportaciones de la región, aunado al efecto por el cambio climático. En contraposición, si Estados Unidos presenta una actividad económica más sólida podría contrarrestar los efectos negativos y tener un impacto positivo en América Central y el Caribe.

En comparación con otros países de la región, República Dominicana se destaca por liderar el mayor crecimiento proyectado, alcanzando un 5.1% en 2024 atribuido a una reducción en su inflación y un aumento en las actividades económicas, particularmente en el sector turístico. Le sigue de cerca Costa Rica con una tasa de 3.9%, mostrando crecimiento más moderado con un fuerte enfoque en exportaciones de servicios y turismo. Por su parte, para Nicaragua se pronostica un crecimiento en 2024 de 3.7% impulsado por la continuidad de inversiones y estabilidad económica; a pesar de desafíos políticos. Honduras se proyecta en 3.4%, manteniendo una relativa estabilidad macroeconómica y supeditado a una moderación de la inflación.; mientras que, El Salvador crecería en 3.2%, ante reformas económicas y fiscales estructurales. Adicionalmente, Guatemala estima un crecimiento de 3%, registrando un crecimiento moderado en remesas y estabilidad económica general. Finalmente, Panamá es el país que presenta mayores desafíos para su crecimiento con una tasa estimada de 2.5%, explicada por el cierre de la mina Cobre Panamá y la reducción del tráfico en el Canal de Panamá.

Estados Unidos desempeña un papel importante en la dinámica económica global, teniendo un impacto significativo en la región de Centroamérica y el Caribe. Las exportaciones e importaciones estadounidenses son fundamentales para el comercio mundial, y cualquier cambio en la política comercial de Estados Unidos, como la imposición de aranceles y restricciones, puede alterar significativamente las cadenas de suministro globales. Se espera que a medida la FED continúe con el proceso de reducción en las tasas de interés de referencia, la economía estadounidense alcance una mayor dinámica de crecimiento.

Las perspectivas para 2024-2025 presentan un crecimiento moderado y desafíos persistentes, manteniendo riesgos geopolíticos, tensiones comerciales y efectos adversos por el cambio climático, que continuarán siendo factores determinantes ante la dinámica económica global y regional. Las economías emergentes son las que pueden salir más afectadas por lo que deben estar preparadas para un entorno económico complejo, buscando estrategias que les permitan mantener el crecimiento y mitigar los riesgos.

## Desempeño Económico

Al primer semestre de 2024 la actividad económica del país, medida a través del Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE), presentó un decrecimiento al registrar una variación anual de -2.08%. Este comportamiento ha sido influenciado por menor actividad en rubros fundamentales para la economía, como el sector construcción, que muestra una variación interanual negativa de 16.1%. Por su parte, el Producto Interno Bruto (PIB) registró un aumento de 2.6%, al primer trimestre del año, por debajo del rango proyectado por el Banco Central de Reserva para 2024 (3.0% - 3.5%).

Por su parte, la inflación medida a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ha moderado y colocado en niveles controlados, posterior al efecto inflacionario global. Aunque el índice general ha bajado hasta colocarse en 1.48% a junio de 2024; algunos sectores aún permanecen en niveles altos, como el de restaurantes y hoteles (5.53%), alimentos y bebidas no alcohólicas (3.63%) y salud (2.53%). El pronóstico del BCR para 2024 es que el índice oscile entre 0.5% y 1.0% debido a factores como el comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados, la continuidad de proyectos de diversificación de la matriz energética impulsados por recursos renovables, lo que permitirá mantener bajos los precios de la electricidad, así como una moderada disminución en los precios de los alimentos.

Con respecto al sistema financiero regulado, la cartera de préstamos neta registró un crecimiento de 5.69% (US\$999 millones), totalizando los US\$18,558 millones, similar al crecimiento promedio de los últimos cinco cierres anuales (5.73%). En cuanto a los depósitos, totalizaron en US\$19,011 millones, con un aumento interanual de 4.15% (US\$758 millones); mientras que, el spread financiero se ubicó en 2.51%, mayor respecto a junio de 2023 (2.20%).

En cuanto a la situación fiscal del país, el Sector Público No Financiero (SPNF) a junio de 2024 registró un déficit fiscal de US\$157.0 millones, mayor al registrado a junio de 2023 (US\$34.2 millones). Cabe aclarar que el déficit a junio de 2024 no incluye la deuda previsional, dado que a partir de la reforma al sistema de pensiones en abril de 2023 se dejó de incluir como parte del SPNF. El comportamiento del déficit se explica por el aumento de los gastos y concesión neta de préstamos que registraron un incremento de 12.1% debido al aumento de gastos corrientes (12.0%) y gastos de capital (12.7%). Por su parte, los ingresos corrientes registraron un incremento de (8.9%), impulsados por los ingresos tributarios netos (11.0%) y por el superávit de operación de Empresas Públicas (33.5%).

Adicionalmente, la balanza comercial reportó un déficit de US\$4,580 millones, aumentando en 5.4% (US\$232.8 millones) como resultado del ligero incremento en las importaciones (+0.04%) y la reducción en las exportaciones (6.7%). El comportamiento en las exportaciones ha estado influenciado por la industria manufacturera de maquila con una disminución de 26.5%, aunado al comportamiento estable de las importaciones, que fueron impulsadas principalmente por las industrias manufactureras (+2.2%).

En cuanto a aspectos sociales, el país ha tenido avances significativos en términos de seguridad y control de la criminalidad, lo que genera un ambiente propicio para el desarrollo de negocios; sin embargo, se han tenido retrocesos en temas como transparencia, percepción de la corrupción y confianza en sistemas democráticos. Adicionalmente, se necesita mantener un crecimiento económico sostenible que permita continuar con la lucha por la erradicación de la pobreza y la alta vulnerabilidad frente a eventos climáticos.

Finalmente, las expectativas de crecimiento económico se mantienen moderadas. Para 2024, el BCR proyecta una tasa de crecimiento real del PIB en un rango del 3.0% al 3.5%, que será impulsado principalmente por la inversión privada y pública, y el turismo que es promovido por un ambiente de seguridad y certidumbre para personas y empresas, así como la demanda externa, que se espera favorezca a las exportaciones. El Salvador tiene como uno de los principales desafíos controlar los niveles de endeudamiento y robustecer los niveles de liquidez del país para afrontar sus compromisos financieros.

## Resumen de la Estructura de Titularización

Datos básicos de la Emisión	
<b>Fondo de Titularización</b>	Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Dos - FTHVCPA 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>Clase de Valor</b>	Valores de Titularización - Títulos de Deuda con Cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Dos representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
<b>Monto de la Emisión</b>	Hasta US\$69,700,000.00
<b>Plazo de la Emisión</b>	La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de hasta ciento noventa y cinco 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 CEPÁ 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>Factor de riesgo de mora</b>	Este riesgo está asociado a una disminución en los ingresos de la institución que puedan poner en riesgo el impago de las cesiones del fondo. Este riesgo se ve administrado por los mecanismos incorporados al fondo de Titularización: la Orden Irrevocable de Pago y la Cuenta Restringida.
<b>Factor de riesgo regulatorio</b>	CEPA es una entidad regida por la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma. Cambios regulatorios podrían ocasionar un impacto en la generación o transferencia de los flujos futuros de CEPA hacia el Fondo, afectando así la liquidez y solvencia del Fondo de Titularización. Dicho riesgo se ve mitigado por los mecanismos de cobertura del Fondo, siendo éstos la Orden Irrevocable de Pago y la Cuenta Restringida.
<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 o transferencia 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</b>	Los fondos que CEPA, recibe 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, así como para las inversiones en adquisición de activos inmobiliarios, proyectos de reasentamientos, construcción, ampliación y mantenimiento de infraestructura, adquisición y mantenimiento de equipo y servicios que estime convenientes para las empresas existentes de la Comisión y proyectos futuros, de conformidad a las competencias otorgadas por la Ley Orgánica de CEPA y demás facultades contenidas en el ordenamiento jurídico.

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

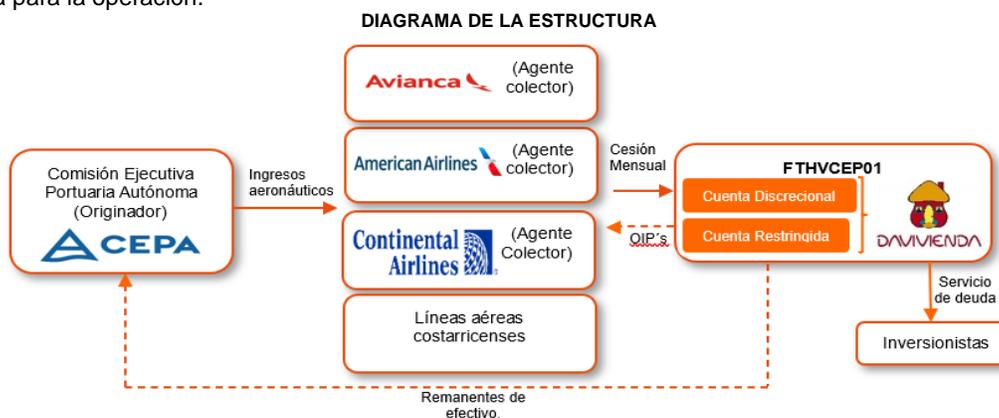
#### MONTOS DE CESIÓN MENSUAL REESTRUCTURADOS FTHVCPA02

Meses	Cesión (US\$)	Periodo
Mes 1 al 25	455,000	General
Mes 26 al 28	496,000	General
Mes 29 al 49	40,800	1° Excepción
Mes 50 al 52	443,000	2° Excepción
Mes 53 al 79	496,000	
Mes 80 al 132	625,000	Restitución
Mes 133 al 134	1,290,000	
Mes 135 al 172	1,290,000	General
Mes 173 al 195	1,500,000	General

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

### Operatividad de la Estructura de Titularización

Se abrieron las cuentas denominadas: Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización que será utilizada para recibir los fondos del originador, pagar a los inversionistas, cubrir gastos, transferir fondos y recibir fondos de la cuenta restringida y una Cuenta Restringida del Fondo de Titularización que garantizará el resguardo de los fondos que sirven de garantía para la operación.



**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.

#### 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 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.

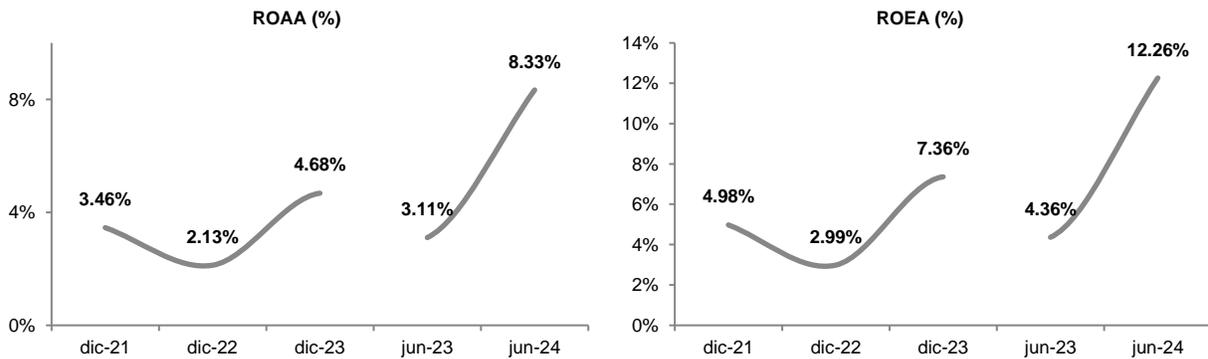
Junta Directiva de CEPA	
Director	Cargo
Federico Gerardo Anliker López	Presidente
Luis Enrique Sánchez Castro	Director Propietario
Ricardo Antonio Ballesteros Andino	Director Propietario
Dalila Marisol Soriano de Rodríguez	Director Propietario
Yanci Yanet Salmerón de Artiga	Director Propietario
Pablo Alberto Soriano Cruz	Director Propietario
Marvin Alexis Quijada	Director Suplente
Vinicio Alessi Morales Salazar	Director Suplente
Omar Iván Hernández Martínez	Director Suplente
Juan Carlos Canales Aguilar	Gerente General y Secretario de Actas

Fuente: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma / Elaboración: PCR

## Análisis Financiero

### Análisis de Resultados

PCR considera que CEPA presenta niveles de rentabilidad apropiados debido a una mejora en sus indicadores de rentabilidad que han sido impulsados por mayores ingresos, que registraron un incremento interanual de 33.37% y por un controlado comportamiento de los costos y gastos de gestión. Lo anterior generó un ROEA de 12.26% y un ROAA de 8.3%, ambos superiores al promedio de los últimos años (2021-2023, ROEA: 5.11% y ROAA: 3.42%).



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Los ingresos operativos ascendieron a US\$101.49 millones, reflejando un crecimiento del 33.37% (+US\$25.39 millones), impulsado principalmente por mayores ingresos provenientes de la venta de bienes y servicios (+35.53%: US\$24.08 millones), especialmente en servicios públicos como transporte aéreo y actividades portuarias. Además, las actualizaciones y ajustes crecieron en 31.52% (+US\$1.33 millones) debido al aumento en ingresos diversos. En cuanto a las ganancias financieras, estas incrementaron en 2.51% (+US\$0.98 millones), explicado por la mayor rentabilidad de las inversiones de la entidad (+US\$0.80 millones).

Los ingresos provenientes de las actividades aeroportuarias ascendieron a US\$63.07 millones, reflejando un crecimiento del 69.31% (+US\$25.82 millones) y representando el 62.15% del total de los ingresos de CEPA. Dentro de estos, los ingresos no aeronáuticos experimentaron el mayor aumento, creciendo un 103.95% (+US\$17.77 millones), impulsados principalmente por las tarifas de mejoras aeroportuarias<sup>3</sup> que asciende a US\$15.85 millones a junio 2024. Por su parte, los ingresos aeronáuticos aumentaron un 32.10% (+US\$6.23 millones), con los derechos de embarque mostrando un incremento del 34.82% (+US\$5.38 millones). Asimismo, dichos ingresos aeroportuarios presentan una holgada cobertura de cesión<sup>4</sup> de 19.01 veces.

A junio 2024, el número de pasajeros aumentó en 29.86% (+0.6 millones), alcanzando un total de 2.62 millones de usuarios que han utilizado la terminal aeroportuaria. En cuanto a los aterrizajes, se registró un crecimiento del 16.34% (+1,714 aterrizajes), totalizando 12,202. Además, el volumen de carga manejado también incrementó en 18.78% (+2.42 millones de kilogramos), alcanzando un total de 15.29 millones de kilogramos.

<sup>3</sup> Se ha implementado la Tarifa de Mejoras Aeroportuarias, que las líneas aéreas notificarán diariamente a la Sección de Facturación, Recaudación y Pagos del AIES. Esta tarifa, que asciende a US \$1,000.00 + I.V.A. por pasajero con nacionalidad perteneciente al continente africano; con el objetivo de contribuir al desarrollo y modernización de las instalaciones aeroportuarias.

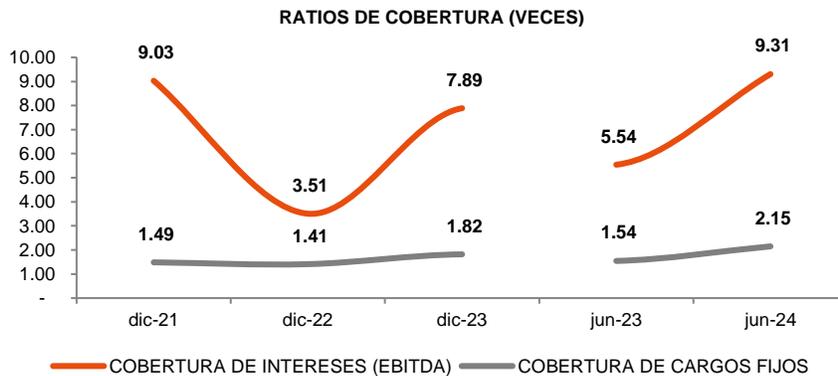
<sup>4</sup> Se considera los flujos cedidos del FTHVCPA01 y FTHVCPA02.

Por otra parte, los ingresos generados por el puerto de Acajutla ascendieron a 34.67 millones, experimentando una reducción del 1.46% (-US\$0.51 millones); por la disminución de la carga total en 13.52% (-US\$1.92 millones), específicamente por la carga general. Además, los otros ingresos se redujeron en 32.27% (-US\$0.77 millones) por menor recaudación de arrendamientos de bienes contrarrestado por el incremento de los servicios de contenedores y naves en 11.70% (+US\$2.18 millones).

Con respecto a los costos y gastos de gestión, totalizaron US\$58.78 millones, mostrando un leve incremento del 0.29% (+US\$0.17 millones). Este aumento se debió principalmente al alza en los bienes de consumo y servicios, que crecieron un 35.22% (+US\$2.81 millones). Sin embargo, fue parcialmente compensado por la significativa reducción en la cuenta de actualización y ajuste, que disminuyó un 97.56% (-US\$1.79 millones), y una reducción en los gastos de personal del 2.91% (-US\$0.86 millones).

El aumento en los ingresos operativos impulsó el EBITDA del periodo, que alcanzó US\$58.60 millones, incrementando en 78.60% (+US\$25.80 millones). En ese sentido, el margen EBITDA mejoró situándose en 57.74% (junio 2023: 43.12%). Por su parte, la utilidad neta resultó en US\$42.71 millones, lo que representó un crecimiento significativo del 144.20% (+US\$25.20 millones), con una mejora en el margen neto, que pasó del 22.98% al 42.08%.

Al cierre del período de análisis, la cobertura de intereses (EBITDA/Gatos Financieros) fue de 9.31 veces, superior a la presentada en el periodo anterior (junio 2023: 5.54 veces). Así mismo, se observa que la cobertura de cargos fijos<sup>5</sup> pasó de 1.54 a 2.15 veces producto de los mayores ingresos de operación.



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

### **Análisis del Riesgo de Liquidez**

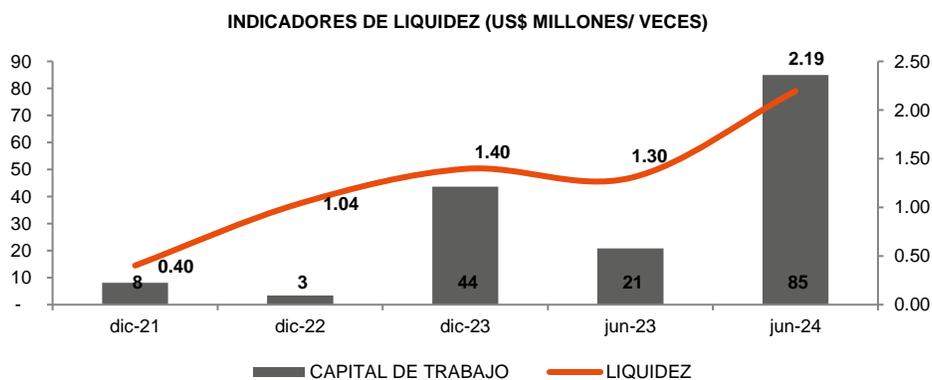
PCR considera adecuado los niveles de liquidez de CEPA, que están sustentados por el incremento de sus recursos disponibles, que mejoran su capacidad para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

Los activos de CEPA totalizaron US\$686 millones, registrando un aumento del 12.43% (+US\$75.86 millones), impulsados principalmente por el crecimiento de los fondos disponibles (+87.77%: US\$66.24 millones), destacando el incremento del efectivo en bancos comerciales (+132.72%). Además, las inversiones en proyectos y programas crecieron un 32.84% (+US\$23.90 millones), debido a las ampliaciones realizadas en el Puerto de Acajutla y el Aeropuerto Internacional de El Salvador.

Por su parte, los pasivos de CEPA ascendieron a US\$177 millones, reflejando un incremento del 11.78% (+US\$18.7 millones), impulsado principalmente por el aumento del endeudamiento interno, que alcanzó los US\$100 millones, creciendo en 23.99% (+US\$19.3 millones), representando el 56.40% de los pasivos. Este incremento se debe a la deuda interna a largo plazo (+32.34%: US\$22.49 millones), relacionada con los tramos emitidos del Fondo de Titularización CEPA 02, con vencimiento hasta 2034 y una tasa de interés del 7.75% hasta el mes 10 y 8.32% a partir del mes 11. Los acreedores financieros también presentaron un crecimiento de 29% (+US\$8.5 millones) y representan el 21.30% de los pasivos totales de CEPA.

En ese sentido, el indicador de liquidez aumentó a 2.19 veces, superior al 1.30 veces registrado en junio 2023. Asimismo, el indicador de liquidez ácida, que mide la capacidad de responder con los activos más líquidos, alcanzó 1.99 veces (junio 2023: 1.10 veces). Además, el capital de trabajo se fortaleció, situándose en US\$85 millones, en comparación con los US\$20.8 millones de junio 2023. Los niveles de liquidez se han robustecido soportados por una mejor recaudación de ingresos, lo que refleja una clara recuperación económica en los sectores aeronáutico y portuario.

<sup>5</sup> Utilidad Bruta / (Gastos de administración + Otros gastos)

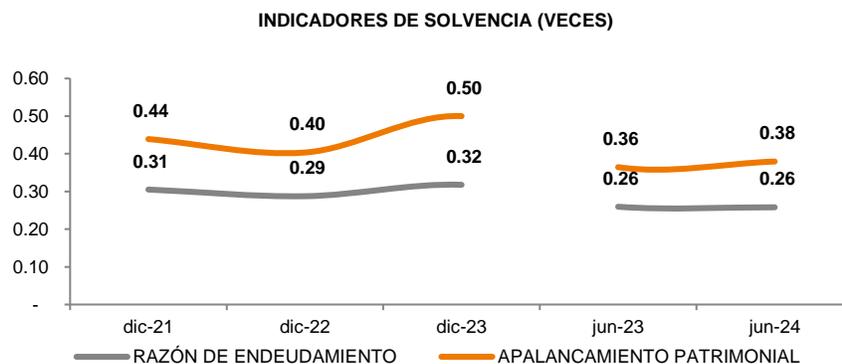


*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

### **Análisis del Riesgo de Solvencia**

El patrimonio de CEPA alcanzó los US\$509 millones, reflejando un aumento del 12.7% (+US\$57 millones), impulsado por los resultados acumulados de ejercicios anteriores (+26.40%: US\$32 millones) y los resultados del periodo actual (+144.20%: US\$25 millones).

En cuanto a los indicadores de solvencia, estos históricamente se han mantenido por debajo de 1.0 vez, debido a los bajos niveles de endeudamiento producto del mayor respaldo que tienen los activos a través del capital propio. El apalancamiento patrimonial<sup>6</sup> se situó en 0.38 veces a junio 2024, levemente inferior al promedio de los últimos años (2021-2023: 0.45 veces), igual comportamiento presenta la razón de endeudamiento, que se mantuvo en 0.26 veces (2021-2023: 0.30 veces). Estos indicadores reflejan una relación adecuada entre el crecimiento de las obligaciones y el patrimonio, manteniendo niveles de solvencia holgados.



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

### **Resguardos financieros de la Emisión**

- CEPA podrá comprometer hasta el 97.5% del límite (20% de sus ingresos totales), como se establece en el Decreto Legislativo N°126 que autoriza la titularización, en cuanto a la proporción de derechos sobre sus ingresos totales para garantizar en su totalidad el pago de la presente Cesión y de la Cesión de Flujos al FTHVCPA01. A la fecha de análisis cedió el 16.48% sus ingresos totales.
- La relación de deuda neta sobre EBITDA de los últimos 12 meses debe ser inferior a 9.0 veces, para la fecha de análisis, dicho ratio se ubicó en -0.17 veces.

### **Cobertura de Cesión y Proyecciones Financieras**

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 2024 a 2028.

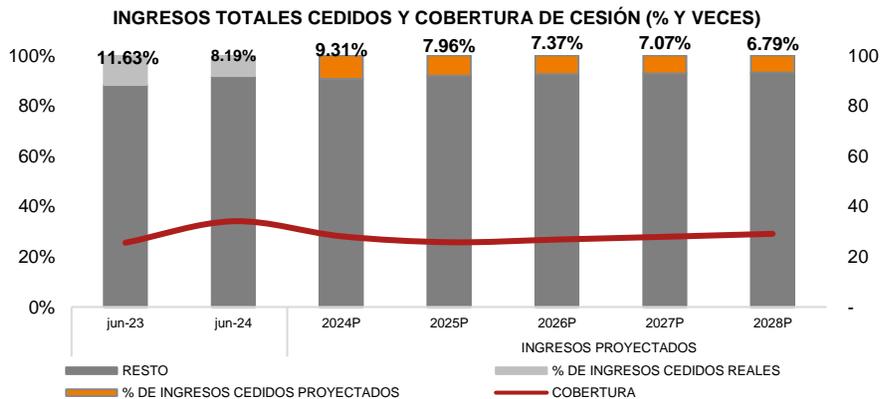
De acuerdo con las estimaciones contempladas mediante el modelo financiero, se proyecta que la emisión tenga una participación de 5.8% sobre los ingresos totales del Originador y una cobertura de 17.4 veces.

<sup>6</sup> Pasivo/Patrimonio

Por su parte, el monto cedido a junio 2024 representó el 8.19% de los ingresos totales comprometidos por el Originador para el pago oportuno del Fondo después de cumplidas las obligaciones del FTHVCPA01, registrando una cobertura de 12.20 veces, la cual es mayor a la proyectada (10.74 veces).

	INGRESOS REALES								INGRESOS PROYECTADOS				
	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	
INGRESOS TOTALES	125.69	79.83	133.40	143.84	178.46	76.10	101.49	185.63	193.18	201.13	209.51	218.33	
FLUJO POR CEDER	17.21	6.45	1.84	14.05	17.26	8.85	8.32	17.28	15.38	14.82	14.82	14.82	
% DE INGRESOS CEDIDOS REALES	13.7 %	8.1%	1.4%	9.8%	9.7%	11.63%	8.19%	9.3%	8.0%	7.4%	7.1%	6.8%	
COBERTURA	7.30	12.38	72.59	10.24	10.34	8.60	12.20	10.74	12.56	13.57	14.14	14.73	

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



## Perfil de la Titularizadora

### Reseña

El 17 de diciembre de 2007, se publicó la Ley de Titularización de Activos, aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. Posteriormente, el 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp estableció en El Salvador una Sociedad Titularizadora bajo el nombre de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, siendo la primera entidad de su tipo en el país. El 29 de diciembre de 2016, la Superintendencia del Sistema Financiero autorizó la transformación de Hencorp Valores, S.A. Titularizadora a una Sociedad de Responsabilidad Limitada, cambiando su denominación a Hencorp Valores, Limitada, Titularizadora.

La titularizadora Hencorp Valores, LTDA., demuestra el compromiso del Grupo Hencorp con el desarrollo de los mercados de capitales en El Salvador y la región. Fundada siguiendo los valores del grupo y con asesoría de expertos internacionales en titularización, su objetivo principal es proporcionar liquidez a activos del sector corporativo salvadoreño, regional y del sector público.

Esto se logra mediante la conexión de dichos activos con el mercado de capitales, ofreciendo un mecanismo adicional de financiamiento y generando nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables. Por lo tanto, hasta la fecha de análisis, la entidad gestiona 26 de las 45 titularizaciones activas dentro del mercado de valores salvadoreño, lo que representa una participación del 57.8%.

### Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, PCR considera que Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora reconoce la importancia de contar con un adecuado Gobierno Corporativo y Código de ética que oriente la estructura y funcionamiento de sus diferentes departamentos en interés de la sociedad y sus accionistas, así como el apoyo en la toma de decisiones por parte de los diversos Comités.

La estructura de Gobierno Corporativo se soporta a través de:

- Código de Ética y Conducta.
- Código de Gobierno Corporativo.
- Manuales de Políticas, Normas y Procedimientos.
- Comités: Auditoría, Administración Integral de Riesgos, Prevención de Lavado de Dinero y Activos y demás Comités de apoyo.
- Junta Directiva y Alta Gerencia.
- La Misión, Visión, Valores y Objetivos corporativos.

### Estructura Organizacional

En opinión de PCR, Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora posee una estructura organizacional adecuada y su administración de riesgos se encuentra acorde a su modelo de negocio.

## Accionistas y Concejo de Gerentes

En el siguiente cuadro se detallan los principales Participantes Sociales y Concejo de Gerentes de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora, con una vigencia de la estructuración de cinco años:

PARTICIPANTES SOCIALES		CONCEJO DE GERENTES <sup>7</sup>	
Accionista	Participación	Cargo	Nombre
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.99%	Gerente Presidente	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Eduardo Alfaro Barillas	00.01%	Gerente Secretario	Roberto Arturo Valdivieso Aguirre
<b>Total</b>	<b>100%</b>	Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
		Gerente Administrativo	José Adolfo Galdámez Lara
		Gerente Suplente	Felipe Holguín
		Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
		Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés
		Gerente Suplente	Gerardo Miguel Barrios Herrera

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

## Gestión de riesgos

Para reducir los riesgos asociados al desempeño de sus actividades económicas y en cumplimiento de las Normas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades Bursátiles (NPR-11) emitidas por el Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), Hencorp Valores ha desarrollado un Manual de Gestión de Riesgos. Este tiene como objetivo identificar, medir, controlar, monitorear y comunicar los riesgos, así como las metodologías y herramientas utilizadas en los distintos procesos y líneas de negocio de Hencorp Valores y sus fondos administrados. Hencorp Valores cuenta con una Auditoría Externa, regulada por el Banco Central de Reserva y supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero, para garantizar un manejo adecuado de los riesgos que puedan afectar a la empresa.

## Resultados financieros

Debido a la naturaleza del negocio de la Titularizadora, es crucial evaluar el riesgo de liquidez de la compañía. En este contexto, a junio de 2024, Hencorp ha registrado un leve incremento en su razón corriente frente a su comparativo interanual, alcanzando 3.6 veces (junio 2023: 3.4 veces). Este incremento refleja una sólida capacidad financiera para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

LIQUIDEZ (VECES)						
Liquidez	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
Razón Corriente	3.3	3.0	3.2	3.0	3.4	3.6

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

Por otra parte, las utilidades netas reportadas a junio 2024 alcanzaron los US\$1,317 miles, mostrando una contracción de 5.15% (-US\$71.5 miles) respecto a junio 2023, como efecto de la disminución en los ingresos de explotación en un -6.81% (-US\$210 miles). Lo anterior influyó en un ajuste de los indicadores de rentabilidad al reportar un retorno sobre activos (ROA) de 66.4% (junio 2023: 67.4%). Asimismo, el retorno patrimonial (ROE) se ubicó en 92.1%, evidenciando una ligera contracción de 3.9 p.p en comparación a junio 2023. La titularizadora continúa mostrando niveles de rentabilidad altos, por encima de su promedio de los últimos cuatro años.

ROA Y ROE (%)						
Rentabilidad	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
ROA	32.8%	37.7%	40.5%	42.0%	67.4%	66.4%
ROE	47.2%	56.2%	58.9%	62.6%	96.0%	92.1%

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

<sup>7</sup> Concejo de Gerentes electo el 17 de enero 2022; con Credencial de Elección del Registro de Comercio al número 58 del Libro 4506 del Registro de Sociedades, del Folio 322 al 324. Fecha de inscripción: 20 de enero 2022

## Resumen de Estados Financieros no Auditados CEPA

Componentes	BALANCE GENERAL (US\$ MILLONES)						
	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
FONDOS	49.0	36.2	54.5	62.8	130.0	75.5	141.7
INVERSIONES FINANCIERAS	17.3	6.8	13.9	17.6	18.8	11.7	12.4
INVERSIONES EN EXISTENCIAS	5.3	5.1	4.8	5.7	5.9	5.3	5.6
INVERSIONES EN BIENES DE USO	481.9	469.3	454.3	451.6	437.5	445.2	430.0
INVERSIONES EN PROY. Y PROG.	69.0	64.7	68.2	72.3	91.7	72.8	96.7
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>622.5</b>	<b>582.1</b>	<b>595.7</b>	<b>609.9</b>	<b>683.9</b>	<b>610.5</b>	<b>686.4</b>
DEPÓSITOS DE TERCEROS	28.0	28.1	27.7	25.5	24.9	24.6	21.9
ACREEDORES MONETARIOS		-	-	-	-	6.9	5.7
ENDEUDAMIENTO INTERNO	87.3	87.5	87.5	85.6	104.1	80.6	99.9
ENDEUDAMIENTO EXTERNO	41.5	38.3	29.3	20.9	15.5	17.2	11.9
ACREEDORES	57.5	35.1	37.3	43.4	72.7	29.2	37.7
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>214.3</b>	<b>188.9</b>	<b>181.8</b>	<b>175.4</b>	<b>217.3</b>	<b>158.4</b>	<b>177.1</b>
PATRIMONIO	399.1	409.1	393.3	421.6	434.6	434.6	466.6
DETRIMENTO PATRIMONIAL	(0.0)	(0.0)	(0.0)	-	(0.0)	-	-
RESULTADO A LA FECHA	9.2	(15.8)	20.6	13.0	32.0	17.5	42.7
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>408.2</b>	<b>393.2</b>	<b>413.9</b>	<b>434.6</b>	<b>466.6</b>	<b>452.1</b>	<b>509.3</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>622.5</b>	<b>582.1</b>	<b>595.7</b>	<b>609.9</b>	<b>683.8</b>	<b>610.5</b>	<b>686.4</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Componentes	ESTADO DE RESULTADOS (US\$ MILLONES)						
	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
<b>INGRESOS</b>							
FINANCIEROS Y OTROS	7.27	6.33	11.80	7.74	9.66	3.93	4.03
POR TRANSFERENCIAS CORRIENTES RECIBIDAS	0.09	0.27	0.08	0.37	0.36	0.15	0.03
POR TRANSFERENCIAS DE CAPITAL RECIBIDAS	-	-	6.00	-	-	-	-
VENTA DE BIENES Y SERVICIOS	113.53	70.61	108.45	124.41	161.12	67.79	91.87
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	4.79	2.62	7.07	11.32	7.32	4.23	5.56
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>125.69</b>	<b>79.83</b>	<b>133.40</b>	<b>143.84</b>	<b>178.46</b>	<b>76.10</b>	<b>101.49</b>
<b>GASTOS</b>							
PERSONAL	44.18	43.17	52.73	56.72	56.43	29.65	28.79
BIENES DE CONSUMO Y SERVICIOS	20.45	15.42	16.67	20.72	20.93	7.98	10.79
BIENES CAPITALIZABLES	0.47	0.57	0.11	0.40	0.44	0.33	0.29
GASTOS FINANCIEROS	11.50	7.04	6.15	15.33	11.11	5.59	6.01
POR TRANSFERENCIAS OTORGADAS	6.77	4.49	6.35	7.70	6.66	3.63	3.00
COSTOS DE VENTAS Y CARGOS CALCULADOS	18.82	21.45	19.58	18.82	19.58	9.59	9.86
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	3.82	3.54	0.86	3.55	3.33	1.84	0.04
<b>GASTOS TOTALES</b>	<b>106.01</b>	<b>95.68</b>	<b>102.45</b>	<b>123.23</b>	<b>118.47</b>	<b>58.61</b>	<b>58.78</b>
<b>SUPERAVIT (DEFICIT)</b>	<b>19.68</b>	<b>(15.84)</b>	<b>30.95</b>	<b>20.60</b>	<b>59.99</b>	<b>17.5</b>	<b>42.7</b>
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	6.64	-	6.63	7.63	28.00	-	-
RETRIBUCIÓN FISCAL	3.85	-	3.72	-	-	-	-
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>9.19</b>	<b>(15.84)</b>	<b>20.59</b>	<b>12.98</b>	<b>31.99</b>	<b>17.49</b>	<b>42.71</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Componentes	INDICADORES FINANCIEROS						
	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
<b>RENTABILIDAD</b>							
MARGEN BRUTO	85.02%	73.13%	85.32%	86.92%	89.03%	87.39%	90.29%
MARGEN OPERATIVO	25.18%	-10.32%	27.89%	25.26%	40.09%	30.76%	48.29%
MARGEN NETO	7.31%	-19.85%	15.44%	9.02%	17.93%	22.98%	42.08%
MARGEN DE EBITDA	40.10%	16.37%	42.40%	38.34%	51.04%	43.12%	57.74%
ROE (ANUALIZADO)	4.82%	-4.03%	7.48%	4.74%	12.86%	4.36%	12.26%
ROA (ANUALIZADO)	1.48%	-2.72%	3.46%	2.13%	4.68%	3.11%	8.33%
EBITDA	50.40	13.07	56.55	55.14	91.09	32.81	58.60
<b>LIQUIDEZ</b>							
LIQUIDEZ GENERAL	0.33	0.25	0.40	1.04	1.40	1.67	2.62
LIQUIDEZ ÁCIDA	0.23	0.19	0.30	0.77	1.18	1.57	2.52
CAPITAL DE TRABAJO NETO (US\$ MM)	-14.08	-15.15	8.07	3.4	43.6	35.9	96.5
ACTIVOS LÍQUIDOS / PASIVO TOTAL	0.31	0.23	0.38	0.46	0.68	0.55	0.87
<b>SOLVENCIA</b>							
RAZON DE ENDEUDAMIENTO	0.34	0.32	0.31	0.29	0.32	0.26	0.26
APALANCAMIENTO	0.52	0.48	0.44	0.40	0.47	0.36	0.38
DEUDA FINANCIERA A PATRIMONIO	0.32	0.32	0.28	0.46	0.49	0.42	0.45
PATRIMONIO A ACTIVO TOTAL	65.6%	67.5%	69.5%	71.3%	68.2%	71.2%	68.0%
COBERTURA DE INTERESES	2.64	-1.08	5.94	2.31	6.19	3.95	7.78
DEUDA FINANCIERA A PASIVO	60.09%	66.58%	64.22%	113.98%	104.31%	113.88%	119.68%

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

**Estados Financieros de Hencorp Valores Ltda., Titularizadora**

<b>BALANCE GENERAL</b>						
<b>HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA (US\$ MILES)</b>						
<b>COMPONENTE</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>jun-23</b>	<b>jun-24</b>
EFFECTIVO Y SUS EQUIVALENTES	0	0	0	0	0	0
BANCOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS	2,543	3,580	4,350	1,741	3,468	2,771
INVERSIONES FINANCIERAS	143	143	222	2,372	122	472
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	1,045	1,008	528	1,633	373	546
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR RELACIONADAS	92	71	91	129	94	113
RENDIMIENTOS POR COBRAR	19	-	1	10	1	1
IMPUESTOS	54	92	97	94	50	47
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>3,897</b>	<b>4,894</b>	<b>5,289</b>	<b>5,980</b>	<b>4,108</b>	<b>3,950</b>
MUEBLES	10	10	13	12	10	13
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>13</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3,907</b>	<b>4,904</b>	<b>5,301</b>	<b>5,992</b>	<b>4,118</b>	<b>3,963</b>
CUENTAS POR PAGAR	497	703	755	887	631	467
CUENTAS POR PAGAR RELACIONADAS	147	121	-	-	-	70
IMPUESTOS POR PAGAR	544	792	907	1,082	595	567
DIVIDENDOS POR PAGAR	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>1,188</b>	<b>1,616</b>	<b>1,663</b>	<b>1,969</b>	<b>1,226</b>	<b>1,104</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,188</b>	<b>1,616</b>	<b>1,663</b>	<b>1,969</b>	<b>1,226</b>	<b>1,104</b>
CAPITAL	1,200	1,200	1,254	1,254	1,254	1,254
RESERVAS DE CAPITAL	235	240	251	251	251	251
RESULTADOS	1,284	1,848	2,134	2,518	1,388	1,354
RESULTADOS ACUMULADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	0	-	-	-	-	38
RESULTADOS DEL PRESENTE PERIODO	1,283	1,848	2,134	2,518	1,388	1,316
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2,719</b>	<b>3,288</b>	<b>3,639</b>	<b>4,023</b>	<b>2,893</b>	<b>2,859</b>
<b>TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO</b>	<b>3,907</b>	<b>4,904</b>	<b>5,301</b>	<b>5,992</b>	<b>4,118</b>	<b>3,963</b>
<b>CUENTAS CONTINGENTES DE COMPROMISO DEUDORAS</b>	<b>654,915</b>	<b>786,028</b>	<b>948,633</b>	<b>1,078,593</b>	<b>990,500</b>	<b>1,101,516</b>
OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	654,915	786,028	948,633	1,078,593	990,500	1,101,516
<b>TOTAL</b>	<b>654,915</b>	<b>786,028</b>	<b>948,633</b>	<b>1,078,593</b>	<b>990,500</b>	<b>1,101,516</b>
<b>CUENTAS CONTINGENTES Y DE COMPROMISOS</b>	<b>654,915</b>	<b>786,028</b>	<b>948,633</b>	<b>1,078,593</b>	<b>990,500</b>	<b>1,101,516</b>
RESPONSABILIDAD POR OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	654,915	786,028	948,633	1,078,593	990,500	1,101,516
<b>TOTAL</b>	<b>654,915</b>	<b>786,028</b>	<b>948,633</b>	<b>1,078,593</b>	<b>990,500</b>	<b>1,101,516</b>

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

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>						
<b>HENCORP VALORES, Ltda., TITULARIZADORA (US\$ MILES)</b>						
<b>COMPONENTE</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>jun-23</b>	<b>jun-24</b>
<b>INGRESOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>3,055</b>	<b>5,102</b>	<b>5,651</b>	<b>5,737</b>	<b>3,084</b>	<b>2,874</b>
INGRESOS POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3,055	5,102	5,651	5,737	3,084	2,874
<b>COSTOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>1,290</b>	<b>2,546</b>	<b>2,659</b>	<b>2,250</b>	<b>1,170</b>	<b>1,029</b>
GASTOS DE OPERACIÓN POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	15	900	700	158	94	1
GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN Y DE PERSONAL DE OPERACIONES DE TITULARIZACIÓN	1,272	1,642	1,956	2,089	1,075	1,027
GASTOS POR DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO POR OPERACIONES CORRIENTES	3	3	3	3	1	1
<b>RESULTADOS DE OPERACIÓN</b>	<b>1,765</b>	<b>2,556</b>	<b>2,991</b>	<b>3,487</b>	<b>1,914</b>	<b>1,845</b>
<b>INGRESOS FINANCIEROS</b>	<b>65</b>	<b>84</b>	<b>71</b>	<b>112</b>	<b>68</b>	<b>39</b>
INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS	24	2	36	99	59	28
INGRESOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	41	82	35	13	9	11
OTROS INGRESOS FINANCIEROS	-	0	0	-	-	-
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	-	-	-	-	-	-
GASTOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	0	0	0	0	0	0
OTROS GASTOS FINANCIEROS	7	-	10	-	-	-
PÉRDIDAS EN VENTA DE ACTIVOS	-	-	-	-	-	-
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>1,823</b>	<b>2,640</b>	<b>3,052</b>	<b>3,599</b>	<b>1,981</b>	<b>1,884</b>
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	540	792	907	1,082	595	567
<b>RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>1,283</b>	<b>1,848</b>	<b>2,145</b>	<b>2,517</b>	<b>1,387</b>	<b>1,317</b>
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	-	-	-	1	1	-
<b>RESULTADOS NETOS DEL PERIODO</b>	<b>1,283</b>	<b>1,848</b>	<b>2,145</b>	<b>2,518</b>	<b>1,388</b>	<b>1,317</b>

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

**Estados Financieros no Auditados FTHVCPA02**

<b>BALANCE GENERAL</b>							
<b>FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEPA 02 (US\$ MILES)</b>							
<b>COMPONENTES</b>	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
BANCOS	887	641	665	1,140	1,382	1,029	1,199
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	-	-	-	-	-	-	-
IMPUESTOS	-	-	-	-	-	-	-
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	5,716	5,338	5,338	5,530	5,604	5,672	7,067
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>6,603</b>	<b>5,979</b>	<b>6,003</b>	<b>6,670</b>	<b>6,986</b>	<b>6,701</b>	<b>8,266</b>
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	118,757	116,025	128,649	122,697	116,745	119,721	112,350
GASTOS DE COLOCACIÓN	-	-	-	-	-	-	-
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	-	-	-	-	-	-	-
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>118,757</b>	<b>116,025</b>	<b>128,649</b>	<b>122,697</b>	<b>116,745</b>	<b>119,721</b>	<b>112,350</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>125,360</b>	<b>122,004</b>	<b>134,652</b>	<b>129,367</b>	<b>123,731</b>	<b>126,422</b>	<b>120,616</b>
DOCUMENTOS POR PAGAR	29,999	29,997	30,019	30,065	371	30,088	226
COMISIONES POR PAGAR	2	2	2	2	3	2	3
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	10	11	11	11	11	18	18
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	15	4	6	8	8	10	6
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	377	1,783	4,545	4,733	4,774	4,687	4,723
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>30,402</b>	<b>31,797</b>	<b>34,583</b>	<b>34,820</b>	<b>5,166</b>	<b>34,804</b>	<b>4,975</b>
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	92,775	39,216	39,216	39,216	69,606	39,216	69,606
INGRESOS DIFERIDOS	-	47,605	55,479	48,137	41,058	44,441	38,701
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>92,775</b>	<b>86,821</b>	<b>94,695</b>	<b>87,353</b>	<b>110,664</b>	<b>83,657</b>	<b>108,307</b>
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	866	2,184	3,386	5,374	7,193	7,193	7,901
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	1,318	1,202	1,988	1,819	708	767	(568)
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	2,184	3,386	5,374	7,193	7,901	7,961	7,333
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>125,360</b>	<b>122,004</b>	<b>134,652</b>	<b>129,367</b>	<b>123,731</b>	<b>126,422</b>	<b>120,616</b>

*Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora / Elaboración: PCR*

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>							
<b>FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEPA 02 (US\$ MILES)</b>							
<b>COMPONENTES</b>	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	4,249	4,040	4,999	4,970	4,710	2,388	2,300
INGRESOS POR INVERSIONES	-	-	-	3	-	-	-
OTROS INGRESOS	-	0	-	0	1	-	-
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>4,249</b>	<b>4,040</b>	<b>4,999</b>	<b>4,973</b>	<b>4,711</b>	<b>2,388</b>	<b>2,300</b>
POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	12	208	208	208	275	6	7
POR TITULARIZADORA DE ACTIVOS	-	-	-	-	-	97	173
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	25	25	25	25	25	13	13
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	1	1	1	1	1	0	1
POR PAGO DE SERVICIO DE LA DEUDA	-	-	-	-	-	-	-
POR SERVICIO DE VALUACIÓN	-	-	-	-	304	-	-
POR SEGUROS	-	-	-	-	-	-	-
POR HONORARIOS PROFESIONALES	-	12	12	12	12	6	6
GASTOS POR ACTIVOS INMUEBLES TITULARIZADOS	-	-	-	-	-	-	-
<b>GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN</b>	<b>38</b>	<b>246</b>	<b>246</b>	<b>246</b>	<b>617</b>	<b>122</b>	<b>199</b>
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	2,681	2,588	2,762	2,905	3,356	1,497	2,670
GASTOS OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES BANCARIAS	-	-	-	-	-	-	-
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>2,681</b>	<b>2,588</b>	<b>2,762</b>	<b>2,905</b>	<b>3,356</b>	<b>1,497</b>	<b>2,670</b>
OTROS GASTOS	212	3	3	3	30	2	-
<b>TOTAL GASTO</b>	<b>2,931</b>	<b>2,837</b>	<b>3,011</b>	<b>3,154</b>	<b>4,003</b>	<b>1,621</b>	<b>2,869</b>
<b>EXCEDENTE DEL EJERCICIO</b>	<b>1,318</b>	<b>1,202</b>	<b>1,988</b>	<b>1,819</b>	<b>708</b>	<b>767</b>	<b>(568)</b>

*Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora / Elaboración: PCR*

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

Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión										
1	455,000	26	496,000	51	443,000	76	496,000	101	625,000	126	625,000	151	1,290,000	176	1,500,000
2	455,000	27	496,000	52	443,000	77	496,000	102	625,000	127	625,000	152	1,290,000	177	1,500,000
3	455,000	28	496,000	53	496,000	78	496,000	103	625,000	128	625,000	153	1,290,000	178	1,500,000
4	455,000	29	40,800	54	496,000	79	496,000	104	625,000	129	625,000	154	1,290,000	179	1,500,000
5	455,000	30	40,800	55	496,000	80	625,000	105	625,000	130	625,000	155	1,290,000	180	1,500,000
6	455,000	31	40,800	56	496,000	81	625,000	106	625,000	131	625,000	156	1,290,000	181	1,500,000
7	455,000	32	40,800	57	496,000	82	625,000	107	625,000	132	625,000	157	1,290,000	182	1,500,000
8	455,000	33	40,800	58	496,000	83	625,000	108	625,000	133	1,290,000	158	1,290,000	183	1,500,000
9	455,000	34	40,800	59	496,000	84	625,000	109	625,000	134	1,290,000	159	1,290,000	184	1,500,000
10	455,000	35	40,800	60	496,000	85	625,000	110	625,000	135	1,290,000	160	1,290,000	185	1,500,000
11	455,000	36	40,800	61	496,000	86	625,000	111	625,000	136	1,290,000	161	1,290,000	186	1,500,000
12	455,000	37	40,800	62	496,000	87	625,000	112	625,000	137	1,290,000	162	1,290,000	187	1,500,000
13	455,000	38	40,800	63	496,000	88	625,000	113	625,000	138	1,290,000	163	1,290,000	188	1,500,000
14	455,000	39	40,800	64	496,000	89	625,000	114	625,000	139	1,290,000	164	1,290,000	189	1,500,000
15	455,000	40	40,800	65	496,000	90	625,000	115	625,000	140	1,290,000	165	1,290,000	190	1,500,000
16	455,000	41	40,800	66	496,000	91	625,000	116	625,000	141	1,290,000	166	1,290,000	191	1,500,000
17	455,000	42	40,800	67	496,000	92	625,000	117	625,000	142	1,290,000	167	1,290,000	192	1,500,000
18	455,000	43	40,800	68	496,000	93	625,000	118	625,000	143	1,290,000	168	1,290,000	193	1,500,000
19	455,000	44	40,800	69	496,000	94	625,000	119	625,000	144	1,290,000	169	1,290,000	194	1,500,000
20	455,000	45	40,800	70	496,000	95	625,000	120	625,000	145	1,290,000	170	1,290,000	195	1,500,000
21	455,000	46	40,800	71	496,000	96	625,000	121	625,000	146	1,290,000	171	1,290,000		
22	455,000	47	40,800	72	496,000	97	625,000	122	625,000	147	1,290,000	172	1,290,000		
23	455,000	48	40,800	73	496,000	98	625,000	123	625,000	148	1,290,000	173	1,500,000		
24	455,000	49	40,800	74	496,000	99	625,000	124	625,000	149	1,290,000	174	1,500,000		
25	496,000	50	443,000	75	496,000	100	625,000	125	625,000	150	1,290,000	175	1,500,000		

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

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