

Fitch Centroamérica, S.A.  
T (503) 2516 6600 F (503) 2516 66 50  
Edificio Plaza Cristal 3er Nivel, 79Av. Sur y Calle Cuscatlán  
San Salvador, El Salvador

Fitch Costa Rica Calificadora de Riesgo S.A.  
T (506) 2296 9182 / 2296-9454 F (506) 2296 98 95  
Apartado 10828-1000  
San José, Costa Rica

31 de octubre de 2018  
FITCHCA SV-216-18

Licenciada  
Ana Virginia de Guadalupe Samayoa Barón  
**Superintendente Adjunto de Valores**  
**Superintendencia del Sistema Financiero**  
Presente

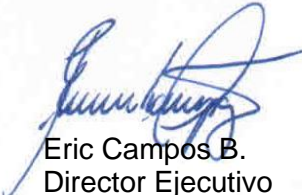
Estimada Licenciada Samayoa:

Con la presente estamos remitiendo informe de Clasificación de Riesgo de **Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores CEPA02 (FTHVCPA02)**, al 30 de junio de 2018. Esta Clasificación ha sido asignada en estricto cumplimiento al Artículo 95B 95C, del Capítulo II, Título VI de la Ley de Mercado de Valores de El Salvador y a las “Normas Técnicas sobre Obligaciones de las Sociedades Clasificadoras de Riesgo” emitida por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

Asimismo, para dar cumplimiento a lo establecido en el Artículo 32 de la Norma NRP-07 emitida por el Banco Central de Reserva de El Salvador, en mi calidad de Representante Legal de **FITCH CENTROAMÉRICA, S.A.**, bajo juramento declaro que ningún miembro del Comité de Clasificación u otro empleado de mi representada, es persona interesada en la Clasificación de la Entidad a la que se hace referencia la clasificación que adjunto, en los términos establecidos en el artículo 95 de la Ley del Mercado de Valores.

Atentamente,

**FITCH CENTROAMÉRICA S.A.**



Eric Campos B.  
Director Ejecutivo

Eduardo Alfaro  
Valentín Arrieta  
Melissa Franco

Hencorp Valores Ltda. Titularizadora  
Bolsa de Valores de El Salvador  
Fitch Centroamérica S.A.

# Fondo de Titularización CEPA02

## Títulos con Cargo a FTHVCPA02

### Informe de Clasificación

#### Índice

Resumen de la Transacción	1
Factores Clave de la Clasificación	1
Factores de Clasificación Adicionales	2
Sensibilidad de la Clasificación	2
Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información	2
Descripción del Originador	3
Estructura Financiera y Legal de la Transacción	3
Análisis del Activo Subyacente	6
Proyecciones Financieras	8
Riesgo de Contraparte	9
Clasificación en Escala de Fitch	10

#### Clasificación

Título	Monto Máximo (USD)	Plazo	Tasa (%)	Clasificación	Perspectiva
FTHVCPA02	69.700.000 <sup>a</sup>	15 años	6.82 <sup>b</sup>	AA-(slv)	Estable

<sup>a</sup> Al momento se han colocado USD39.9 millones. <sup>b</sup> Tasa del primer tramo. La clasificación se basa en información provista por el originador con corte a junio de 2018. Nota: Las clasificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

#### Resumen de la Transacción

Fitch Ratings afirmó la clasificación nacional de largo plazo de 'AA-(slv)' con Perspectiva Estable para los tramos que conforman la emisión de los títulos de deuda con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores CEPA02 (FTHVCPA02) por hasta USD69.7 millones. La clasificación de los títulos de deuda emitidos por FTHVCPA02 parte de la calidad crediticia del emisor y su puntaje de evaluación de negocio en marcha (GCA por sus siglas en inglés para *going concern assessment score*). Además, está limitada por el nivel de endeudamiento de flujos futuros relativo al balance general. La clasificación contempla el pago oportuno mensual de capital e intereses, con período de gracia de 24 meses para pagos de capital.

#### Factores Clave de la Clasificación

**Calidad Crediticia del Originador:** La clasificación de los títulos de deuda FTHVCPA02 toma como punto de partida la calidad crediticia del emisor, la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA), la cual refleja un proyecto con un flujo de ingresos proveniente de dos activos principales: un aeropuerto y un puerto. El aeropuerto muestra una base de tráfico resistente y una volatilidad baja en términos de generación de ingresos, mientras que el puerto presenta volatilidad moderada en la demanda del mercado local e internacionales. Aunque no hay aumentos anuales en las tarifas cobradas por el uso de la infraestructura, el hecho de que sean propiedad de y operados por una entidad gubernamental sugiere una flexibilidad alta para ajustarlas de ser necesario.

**Riesgo de Desempeño y Evaluación de Negocio en Marcha No Son Limitantes:** El GCA, proporcionado por el Grupo de Infraestructura Global de Fitch, permite una diferencia de hasta seis niveles (*notches*) con respecto a la calidad crediticia del emisor. Sin embargo, el nivel alto de la deuda de flujos futuros con respecto a la deuda total de CEPA limita este diferencial.

**Endeudamiento Alto de Flujos Futuros Relativo al Balance General:** La deuda de flujos futuros es alta en relación con el pasivo general de CEPA y restringe la diferenciación de la clasificación sobre la calidad crediticia de CEPA, ya que aumenta el impacto potencial del pago de la deuda de flujos futuros. Si el fondo FTHVCPA02 es 100% emitido, dada su subordinación estructural con respecto al fondo FTHVCPA01, FTHVCPA02 representará cerca de 73% de la deuda total de CEPA en 2019. En los casos en que la deuda de flujos futuros supera 50% es poco probable que la clasificación se diferencie de la calidad crediticia del emisor. En opinión de Fitch, los beneficios que brinda la estructura a la calidad crediticia de CEPA en general permiten cierto diferencial.

#### Informes Relacionados

- [El Salvador \(Junio 19, 2018\).](#)
- [Avianca Holdings S.A. \(Abril 24, 2018\).](#)

#### Analistas

Melissa Franco Godoy  
+57 1 484 6770 ext. 1252  
[melissa.francoagodoy@fitchratings.com](mailto:melissa.francoagodoy@fitchratings.com)

Samir Álvarez  
+57 1 484 6770 ext.1130  
[samir.alvarez@fitchratings.com](mailto:samir.alvarez@fitchratings.com)

## Factores de Clasificación Adicionales

**Riesgo de Desviación de Fondos Mitigado:** El contrato de cesión irrevocable de derechos sobre flujos futuros (CCIDSFF) permite a la estructura apropiar los flujos cedidos de los ingresos de CEPA por medio de las órdenes irrevocables de descuento (OID) instaladas en cualquier fuente de ingresos de CEPA y transferir a la cuenta discrecional los fondos hasta alcanzar el monto de cesión mensual. En opinión de Fitch, esta característica estructural beneficia a los títulos emitidos por el FTHVCPA02 sobre la calidad crediticia de CEPA, haciéndolos sénior frente a otras obligaciones. Además, en caso de que las obligaciones con el fondo no se cumplan por medio del descuento directo, CEPA tiene la obligación final del pago oportuno de intereses y capital.

**Niveles de Cobertura Apropiados:** De acuerdo a las estimaciones de Fitch, los niveles de cobertura que los ingresos de CEPA ofrecen para atender los montos cedidos y el servicio de la deuda son apropiados para la categoría de clasificación asignada.

**Concentración Alta en Acreditado:** Los ingresos aeronáuticos, flujos que sirven el pago de los títulos emitidos por el FTHVCPA02, presentan una concentración de 67% en Avianca Holdings S.A. [B con Perspectiva Estable], al considerar los meses comprendidos entre enero de 2013 y diciembre de 2017. La exposición a grandes deudores individuales o a deudores en una sola industria podría aumentar la volatilidad de los flujos. Teniendo en consideración que esta exposición no se puede mitigar, la clasificación tiene como límite máximo la calidad crediticia de Avianca Holdings. Actualmente, la calidad crediticia de Avianca Holdings no limita la clasificación del fondo en la escala nacional.

**Características Adecuadas y Naturaleza del Activo:** Las notas están respaldadas por los segundos ingresos mensuales de CEPA, cedidos a través del CCIDSFF. CEPA administra y opera exclusivamente los puertos y aeropuertos de El Salvador según lo establecido en la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma. Fitch considera que los atributos del producto son adecuados y proporcionan una generación consistente de flujo de efectivo.

**Características Estructurales Adecuadas:** La estructura legal de la transacción permite al fondo beneficiarse de todos los ingresos de CEPA. Las características estructurales, tales como la cuenta de restringida igual a una cesión mensual y el CCIDSFF que dirige los flujos mensuales, benefician a la transacción sobre el posible riesgo de liquidez de CEPA.

## Sensibilidad de la Clasificación

**Cambios en la Calidad Crediticia del Emisor:** Modificaciones en la calidad crediticia de CEPA podrían afectar la clasificación de los títulos y esta se movería en la misma dirección.

**Reducción de los Ingresos con Descuento Directo:** Una reducción significativa en los ingresos en los que se han instalado OID podría afectar la cantidad de recursos potenciales para el fondo de titularización y presionaría los indicadores de cobertura. En tal caso, Fitch podría realizar una revisión extraordinaria con el fin de incluir el estrés adicional.

**Disminución de Calidad Crediticia de Acreditado de Mayor Concentración:** Modificaciones a la baja en la calidad crediticia del acreditado o agente colector de mayor concentración podrían ocasionar una revisión extraordinaria de la clasificación con el fin de evaluar el impacto potencial en los flujos de la transacción.

## Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

### Criterios Aplicados

Los criterios aplicables a esta transacción, disponibles en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com), son:

- “Criterio Global de Clasificación de Finanzas Estructuradas”, del 21 de mayo de 2018;

### Metodologías Relacionadas

[Criterio Global de Clasificación de Finanzas Estructuradas \(Mayo 21, 2018\).](#)

[Metodología de Clasificación de Bursatilización de Flujos Futuros \(Septiembre 17, 2018\).](#)

[Metodología de Clasificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos \(Septiembre 20, 2018\).](#)

- “Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros”, del 17 de septiembre de 2018;
- “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos” del 20 de septiembre de 2018.

### Simulación

Con el objetivo de verificar el cumplimiento de los pagos por parte del patrimonio autónomo, Fitch realizó varias simulaciones en distintos escenarios con las características definitivas de los títulos. La agencia hizo una verificación para determinar si los flujos de caja estresados y los mecanismos de mejoras crediticias provistos por la transacción son suficientes para cubrir el pago oportuno tanto de capital como de intereses. Para ello, consideró la cascada y los mecanismos de dirección de pagos en la forma en que se especificaron en los documentos de la emisión.

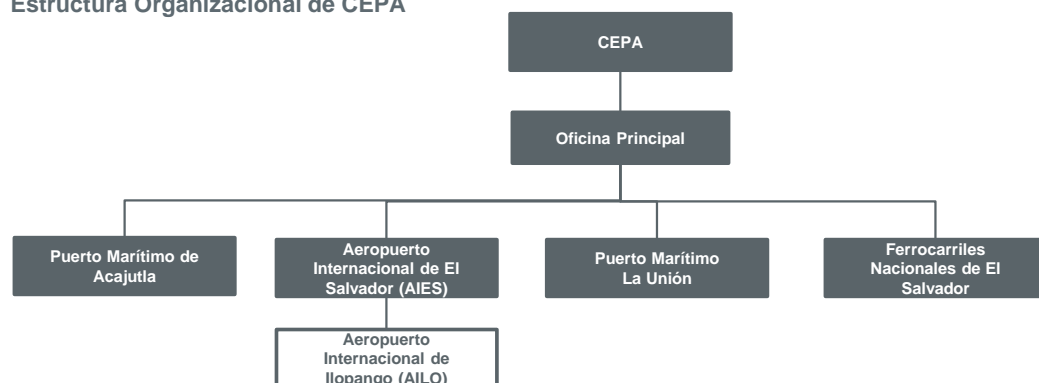
### Suficiencia de la Información

CEPA, como originador, y Hencorp Valores Ltda., Titularizadora (Hencorp), como estructurador y administrador de la emisión, suministraron a Fitch información sobre el comportamiento del activo subyacente y las proyecciones del fondo, la cual incluyó saldo, pagos de interés, amortización de capital y otras variables claves. La información se entregó en el formato solicitado por la clasificadora y, al ser revisada, se encontró que era adecuada para el análisis.

### Descripción del Originador

CEPA fue constituida en julio de 1965 de acuerdo con lo establecido en la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma, con el propósito de administrar, operar, dirigir y ejecutar actividades portuarias en todos los puertos de El Salvador y custodiar, manipular y almacenar todo tipo de bienes de exportación e importación. Inicialmente, CEPA administraba los dos puertos marítimos y el sistema ferroviario. En 1976, el gobierno encargó a la compañía la construcción, administración y operación del Aeropuerto Internacional de El Salvador (AIES), el cual comenzó operaciones en enero de 1980.

#### Estructura Organizacional de CEPA



Fuente: CEPA.

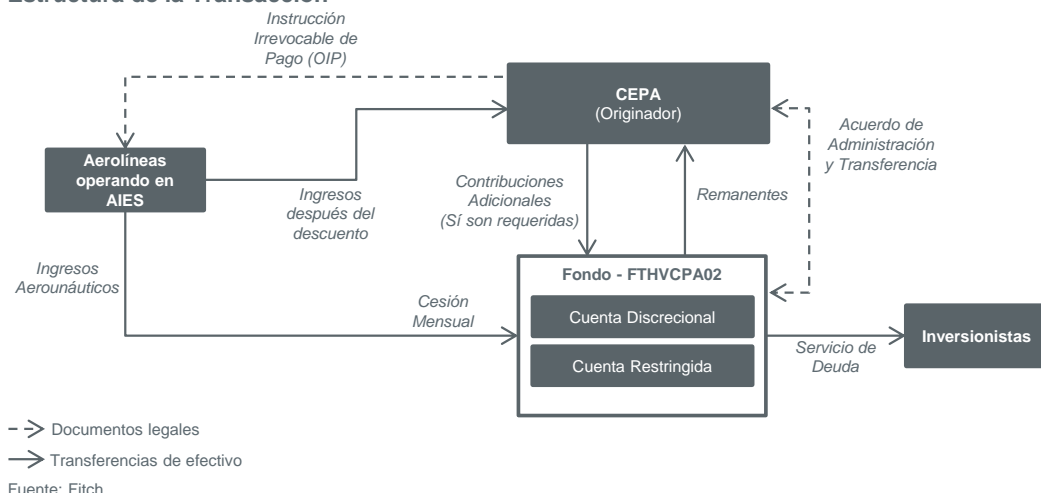
En 2004, la entidad pública recibió la concesión para rehabilitar y administrar el Aeropuerto Internacional de Ilopango (AILO). Posteriormente, en 2005, CEPA inició la construcción del Puerto de La Unión, la cual finalizó en diciembre de 2008. Actualmente, CEPA mantiene una oficina central que se encarga de administrar dos puertos marítimos, dos aeropuertos y el sistema ferroviario de El Salvador.

### Estructura Financiera y Legal de la Transacción

El programa de emisión de hasta USD69.7 millones de bonos estructurados de CEPA con cargo al fondo de titularización FTHVCPA02 está dividido en tramos. El primero fue emitido en diciembre de

2017 por USD39.3 millones. Los títulos emitidos por FTHVCPA02 podrán colocarse durante la vida de la emisión hasta completar el monto máximo del programa. Los tramos serán emitidos con una tasa fija máxima de 7.25%.

### Estructura de la Transacción



La titularización consiste en la adquisición de los segundos ingresos de CEPA generados por su oficina central, AIES, AILO, el Puerto Marítimo de Acajutla, el Puerto Marítimo La Unión, Ferrocarriles Nacionales de El Salvador y cualquier otro ingreso al que tenga derecho. Se han instalado OIDs en todas las aerolíneas que operan en AIES, las cuales deberán descontar y transferir directamente a la cuenta discrecional los flujos solicitados por el administrador del fondo, de acuerdo a un cronograma de cesión mensual preestablecido.

A través del contrato de cesión irrevocable a título oneroso de derechos sobre flujos futuros, CEPA cederá USD135.62 millones, divididos en 180 pagos. Hencorp, como administrador del fondo, adquiere la potestad de solicitar a CEPA instalar instrucciones irrevocables de descuento en sus diferentes fuentes de ingresos, hasta garantizar flujos que permitan completar el monto cedido mensual. En caso de que los recursos no sean suficientes para cumplir con las obligaciones de CEPA con el fondo, la primera será responsable de trasladar oportunamente la totalidad del monto de cesión a la cuenta discrecional.

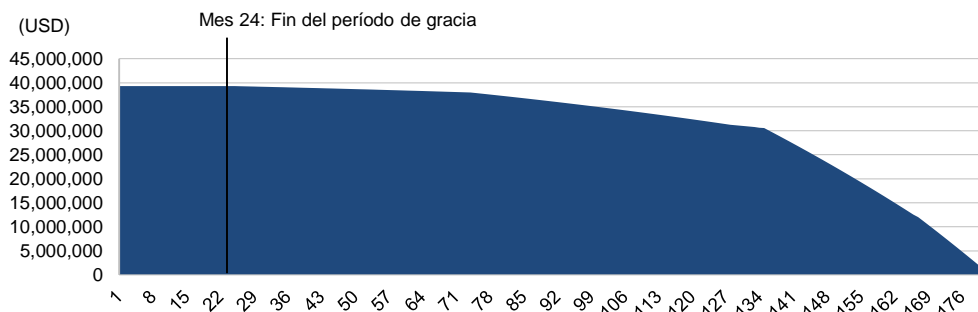
### Características del Programa

Monto máximo a emitir	USD69,700,000
Tasa máxima	7.2%, fija
Plazo	15 años (180 meses)
Periodicidad del pago de capital	Mensual. El programa considera un período de gracia de 24 meses.
Periodicidad del pago de Intereses	Mensual
Tramos	Primer Tramo: Monto: USD 39,310,000 Tasa: 6.82%, fija
Monto de cesión mensual	Del mes 1 al mes 24: USD455,000 Del mes 25 al mes 73: USD496,000 Del mes 74 al mes 134: USD625,000 Del mes 135 al mes 166: USD1,290,000 Del mes 167 al mes 180: USD1,500,000 Total monto cedido: USD135,620,000
Liquidez disponible (cuenta restringida)	Siguiente monto de cesión mensual

Fuente: Hencorp.



### Perfil de Amortización



Fuente: Hencorp.

El perfil de amortización contempla únicamente el tramo que ha sido emitido al mercado por USD39.3 millones.

### Prelación de Pagos

Todos los pagos se manejarán a través de la cuenta discrecional en el siguiente orden:

1. abono de la cantidad necesaria en la cuenta restringida, hasta que su saldo sea equivalente mínimo a el próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros;
2. pago de intereses y capital a favor de los tenedores de valores;
3. comisiones a pagar a la sociedad titularizadora;
4. costos y gastos adeudados a terceros;
5. remanentes transferidos a CEPA.

### Cuenta Restringida

La cuenta restringida tiene mínimo recursos equivalentes al próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros. Estos fondos servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos en caso de que los flujos cedidos no sean suficientes. Durante toda la vida de la emisión, CEPA tiene la responsabilidad de que el saldo de esta cuenta esté en el nivel requerido.

### Eventos de Incumplimiento

- Si 10 días antes de la fecha de pago de intereses o capital de la emisión de valores no se ha completado el monto mensual especificado en la cuenta discrecional y los fondos de la cuenta restringida tampoco son suficientes, se entenderá que CEPA entró en mora de su obligación. En este caso, el administrador del fondo informará al representante de tenedores, la bolsa de valores y la Superintendencia del Sistema Financiero (SFS). Dicho representante comunicará del suceso a la junta de tenedores para determinar los pasos a seguir. Para efectos de esta clasificación, Fitch contempla el pago oportuno mensual de capital e intereses en las fechas de pago establecidas, lo cual deberá comenzar 2 años después de la fecha de colocación.
- El incumplimiento de los *covenants* financieros por más de dos semestres consecutivos resultará en un evento técnico de incumplimiento.

### Covenants Financieros

Los *covenants* financieros consisten en lo siguiente.

- El monto total anual cedido CEPA para atender las obligaciones con las titularizaciones (FTHVCPA01 y FTHVCPA02) no podrá superar 97.5% del 20% de su ingreso anual total. Este 20% es establecido por la ley salvadoreña. Para no superar 20% de los ingresos, el esquema de amortización se construyó suponiendo un ingreso fijo durante la vida del préstamo; los montos utilizados provienen de los ingresos de 2016 de CEPA.
- La relación de deuda neta sobre EBITDA de los últimos 12 meses debe ser inferior a 9 veces

(x).

El administrador del fondo (Hencorp) será el encargado de solicitar la información pertinente a CEPA, así como de realizar el cálculo y monitoreo de las razones mencionadas. Cabe resaltar que el incumplimiento de estos convenios por más de dos semestres consecutivos resultará en un evento técnico de incumplimiento. Si CEPA no resuelve estos eventos en 12 meses desde su ocurrencia, el acuerdo expirará y todas las obligaciones quedarán a cargo de CEPA.

### Análisis Legal

Fitch revisó los documentos de la emisión para asegurarse de que los términos y condiciones de la garantía y de la emisión concuerdan con la información recibida con anterioridad. Los principales documentos revisados fueron:

- prospecto de la emisión;
- contrato de cesión irrevocable a título oneroso de derechos sobre flujos financieros futuros;
- instrucción irrevocable de pago de flujos futuros;
- contrato de administración de flujos financieros futuros;
- contrato de titularización;
- opinión legal con respecto a la venta verdadera de los activos titularizados y validez legal de los documentos de la transacción;
- Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma.

### Análisis del Activo Subyacente

El activo de la transacción corresponde a los segundos ingresos de CEPA (después del descuento del monto cedido correspondiente al fondo FTHVCPA01). Los ingresos de CEPA, como se definen en los documentos de la transacción, se componen de las siguientes fuentes:

- ingresos por la venta de bienes y servicios;
- ingresos aeronáuticos, portuarios o del sistema de ferrocarriles, incluidos: derechos de embarque por el uso de instalaciones de terminales de pasajeros y de instalaciones de carga y descarga de pasajeros, pistas de despegue y aterrizaje de aeronaves, espacios comerciales y de oficinas, terminal de pasajeros, terminal de carga, áreas de mantenimiento y otras;
- ingresos por actualizaciones y ajustes;
- ingresos financieros y otros;
- cualquier otro determinado por las leyes y reglamentos.

El análisis de Fitch se enfocó en la generación de flujos mensuales provenientes de los ingresos del AIES, ya que es la fuente que está comprometida actualmente para el repago de los títulos. Aunque el fondo puede solicitar legalmente fuentes adicionales de ingresos (por ejemplo OIDs en los ingresos portuarios), por medio de su administrador (Hencorp), la intención del originador es cubrir el servicio de la deuda y los gastos de la emisión con los flujos del AIES, ya que su expansión es lo que se está financiando.

El AIES, también conocido como Aeropuerto Internacional de El Salvador Monseñor Óscar Arnulfo Romero y Galdámez, es un aeropuerto de categoría 1 ubicado a 50 kilómetros de San Salvador. Su construcción comenzó en 1976 y este inició su operación en 1980 bajo la dirección de CEPA. La última modernización del AIES tuvo lugar entre 1996 y 1998, cuando se expandió la terminal de pasajeros y, con ello, la capacidad del aeropuerto aumentó de 600 mil pasajeros a 1.6 millones.

En 2013, se realizó la primera fase de modernización de sus instalaciones, equipos e infraestructuras, obras que concluyeron en 2016. Para financiarla, CEPA cedió una porción de sus ingresos para atender el servicio de deuda y gastos del fondo FTHVCPA01 y recibió el monto procedente de la emisión en el mercado local de El Salvador.

El Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), en particular la Oficina de

Servicios para Proyectos de las Naciones Unidas (UNOPS por sus siglas en inglés), supervisó el uso de los fondos y la ejecución de la modernización del AIES. Después de 15 años, CEPA solamente había mantenido la infraestructura del aeropuerto, pero no había realizado inversiones mayores.

Fitch recibió un informe preparado por la UNOPS, titulado "Lecciones Aprendidas de la 1ª Expansión de AIES". En este, la UNOPS aclara que los retrasos durante las obras de construcción no fueron responsabilidad de la empresa constructora, sino que se debieron a la falta de consenso entre las partes involucradas para realizar eficazmente ajustes a las características técnicas y de diseño del proyecto para cumplir con los requerimientos establecidos.

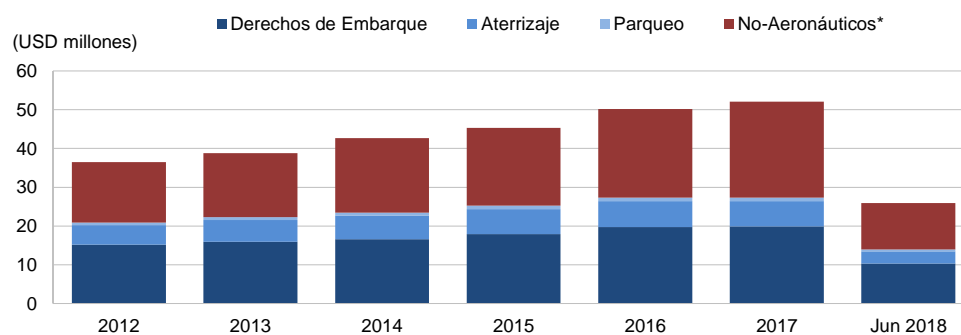
CEPA espera recibir fondos por USD69.7 millones, como producto de la emisión de deuda de flujos futuros para financiar la segunda fase de la expansión del aeropuerto. La ampliación consistirá en construir cuatro salas de espera adicionales y una terminal anexa con siete nuevas salas de espera. Según el originador, una vez finalizada la construcción, la capacidad del aeropuerto aumentará desde 3.05 millones de pasajeros a 3.6 millones. La experiencia obtenida por el equipo directivo de CEPA durante la primera fase de expansión, junto con la asesoría de UNOPS durante la segunda fase, es fundamental para que el proyecto se ejecute dentro del presupuesto y las fechas previstas.

Las principales fuentes de ingresos de la CEPA son:

- AIES (45% de los ingresos): servicios aeronáuticos, uso de espacios comerciales, arrendamiento (*leasing*) y servicios asociados, servicios de carga, aterrizaje y estacionamiento de aeronaves.
- Puerto de Acajutla (47% de los ingresos): carga general, carga sólida y líquida y servicios de administración y custodia de contenedores.
- Otros ingresos (8% de los ingresos): principalmente contratos de arrendamiento de terrenos propiedad de CEPA, así como los ingresos generados por AILO, Puerto de La Unión e ingresos financieros.

Como se mencionó, el análisis se centra en los ingresos aeronáuticos, ya que las OIDs actuales están instaladas en las aerolíneas que operan en AIES como agentes colectores o usuarias de la infraestructura.

### Ingresos Anuales de AIES



\*Espacios comerciales, ingresos financieros, otros.  
Fuente: CEPA y Hencorp.

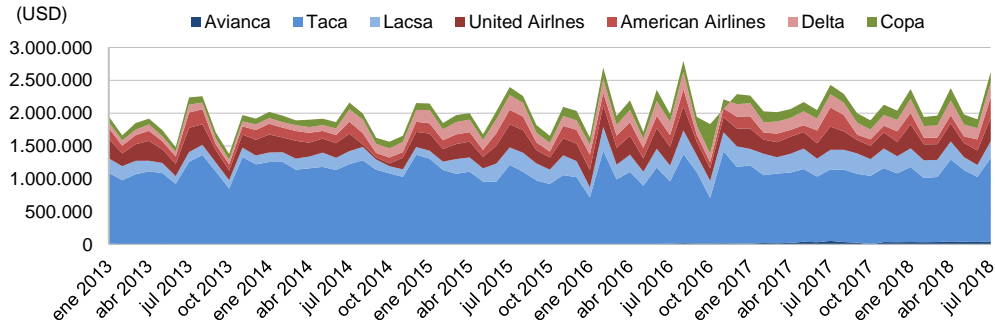


Como se muestra en el gráfico anterior, los ingresos de AIES presentan una tendencia positiva, con un crecimiento anual de 7.43% en promedio. A junio de 2018, en comparación con el mismo periodo del año anterior, el crecimiento fue de 3.39% y los ingresos totales sumaron USD25.88 millones. Los ingresos aeronáuticos representaron aproximadamente 54% de los ingresos totales de AIES (USD13.93 millones).

**Ingresos Aeroáuticos de AIES**

Evolución Histórica

(USD)



Fuente: CEPA y Hencorp.

En los últimos 5 años (a junio de 2018), los ingresos aeronáuticos mensuales de AIES, sobre los que está instalada la OID, han sido en promedio de USD2.03 millones. La serie en la gráfica muestra estacionalidad y volatilidad. A pesar de lo anterior, los valles no duran más de uno o dos meses y el ingreso aeronáutico mínimo mensual de los últimos 5 años fue de USD1.37 millones.

En opinión de Fitch, los flujos que sirven como fuente de descuento por medio de las OIDs para atender los montos cedidos mensuales ofrecen una protección adecuada. En caso de que los flujos provenientes de los ingresos aeronáuticos no sean suficientes, el CCIDSFF permite a la estructura capturar los flujos de otras fuentes de ingresos de CEPA y transferir los fondos a la cuenta discrecional hasta que se cumpla la cesión mensual.

**Tamaño del Programa respecto a Otros Pasivos de CEPA**

Al evaluar una transacción de flujos futuros, Fitch considera el tamaño relativo del programa frente a los pasivos totales de la compañía. Para diferenciar materialmente la clasificación del originador de la de la emisión, es importante que esta última represente solamente una porción limitada de los pasivos totales de la entidad para minimizar el impacto sobre el pago de la deuda de flujos futuros.

De acuerdo con la información provista, a junio de 2018, la deuda de flujos futuros representaba 67% de la deuda de CEPA. Fitch espera que, en caso de que el FTHVCPA02 sea emitido totalmente, la deuda de flujos futuros represente cerca de 73% de la deuda de CEPA para 2019. Para Fitch, el tamaño relativo del programa frente al endeudamiento de la empresa es alto, razón por la cual la diferenciación de la clasificación otorgada es limitada frente a la calidad crediticia del emisor.

**Proyecciones Financieras**

Los flujos de caja proyectados se sometieron a diversas tensiones mediante la sensibilización de diferentes variables que inciden en el comportamiento de los flujos futuros que respaldan la emisión. Entre estas, se estresaron indicadores macroeconómicos, ingresos operacionales y precios de mercado. Conforme a los escenarios evaluados, las coberturas del servicio de la deuda resultaron en niveles acordes con la clasificación asignada.

## Riesgo de Contraparte

Como parte de la evaluación de la estructura financiera, Fitch analiza cualquier dependencia de contrapartes. En este caso, se enfocó en la calidad crediticia de CEPA por su responsabilidad como originador del activo de la emisión, así como en la de Avianca Holdings, como mayor acreditado, y en la de El Salvador.

### Contrapartes de la Transacción

Nombre del Participante	Rol	Clasificación
CEPA	Originador/administrador	Sin clasificación
Avianca Holdings	Mayor acreditado	B con Perspectiva Estable
El Salvador	Soberano	B-
Fondo de Titularización FTHVCPA02	Emisor	AA-(slv) con Perspectiva Estable
Hencorp Valores	Administrador del FTHVCPA02	Sin clasificación
Banco Davivienda Salvadoreño	Banco cuentas del FTHVCPA02	EAAA(slv) con Perspectiva Estable

Fuente: Fitch Ratings.

### El Salvador – Soberano

La estabilidad macroeconómica de El Salvador se ha apoyado en la dolarización oficial desde 2001, lo que limita la posibilidad de una crisis monetaria tradicional y un aumento de la devaluación inducido por el incremento en las razones de endeudamiento. El crecimiento económico, la inflación y la volatilidad del tipo de cambio efectivo real son inferiores a la mediana de sus pares.

El Salvador tiene ingresos per cápita e indicadores de desarrollo social y gobernabilidad mayores que los de sus pares. El país ha sido capaz de implementar varias reformas tributarias y reducir los subsidios a la electricidad a pesar del crecimiento bajo y las dificultades para alcanzar un consenso legislativo. El sistema bancario está capitalizado y supervisado adecuadamente. El Indicador Macroprudencial de Fitch de '1' indica una baja vulnerabilidad potencial al estrés sistémico. La participación extranjera alta limita el potencial de los pasivos contingentes soberanos.

La clasificación de El Salvador de 'B-' refleja su historia reciente de incumplimientos en moneda local y el aumento de las tensiones políticas que dificultaron el logro de acuerdos sobre financiamiento gubernamental (se necesita una mayoría de dos tercios en el órgano legislativo para la autorización de la deuda externa). De igual forma, el ciclo de elecciones presidenciales de 2019 podría dificultar el logro de nuevos acuerdos hacia finales de 2018, cuando comiencen las campañas para las elecciones presidenciales de febrero de 2019.

### CEPA – Originador

La calidad crediticia de CEPA considera un proyecto con un flujo de ingresos proveniente de dos activos principales: un aeropuerto y un puerto. El primero muestra una base de tráfico resistente y una volatilidad baja en términos de generación de ingresos, mientras que el puerto presenta una volatilidad moderada en la demanda del mercado local e internacionales. Aunque no hay aumentos anuales en las tarifas cobradas por el uso de la infraestructura, el hecho de que sean propiedad de y operados por una entidad gubernamental sugiere una flexibilidad alta para realizar ajustes de tarifas en caso de que se considere.

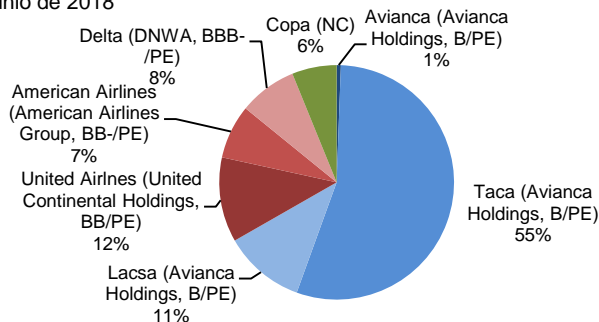
La naturaleza y características de CEPA como un grupo de activos de infraestructura estratégicos para el gobierno de El Salvador, debido a su posición monopolística como único gestor y operador de aeropuertos y puertos, son aspectos positivos que contribuyen a su capacidad de continuar generando flujos incluso en situación de crisis financiera. Además, en caso de que las obligaciones con el fondo no se cumplan por medio del descuento directo, CEPA tiene la obligación final del pago oportuno de intereses y capital, así como de garantizar que los fondos de la cuenta restringida se mantengan en los niveles requeridos.

### Avianca Holdings – Mayor Acreditado

El promedio de los ingresos mensuales por aerolínea que obtuvo el AIES muestra que Taca (miembro de Avianca Holdings) fue responsable de aproximadamente 55% en los últimos 5 años (a junio de 2018). Además, al analizar por *holding*, Avianca Holdings (compuesto por Avianca, Avianca - Costa Rica [anteriormente LACSA] y Transportes Aéreos del Continente Americano S.A, Taca) representaron 67% de los ingresos aeronáuticos mensuales de AIES en el mismo período.

#### Participación de Ingresos Aeronáuticos Promedio de CEPA

Ultimos 5 años - Junio de 2018



PE – Perspectiva Estable. NC – No clasificado.  
Fuente: CEPA.

En opinión de Fitch, la exposición a grandes deudores individuales o de una sola industria podría aumentar la volatilidad de los flujos. Teniendo en consideración que esta exposición no se puede mitigar, la clasificación de la transacción se vería limitada por la calidad crediticia de Avianca Holdings ('B' con Perspectiva Estable). Actualmente, la calidad crediticia de Avianca Holdings no limita la clasificación del fondo en la escala nacional.

### Información Importante

Para establecer una claridad aún mayor, la agencia puede acudir a las opiniones de profesionales expertos en temas legales o tributarios, si fuese necesario. Como Fitch siempre ha dejado en claro, la clasificadora no provee consejo legal o tributario ni confirma que las opiniones legales o tributarias o cualquier otro documento de la transacción o estructura son suficientes para algún propósito específico. La aclaración, al final de este informe, deja en claro que el mismo no constituye consejo legal, tributario o de estructuración por parte de Fitch y no debería ser interpretado como tal. Si los lectores de este informe requieren de una opinión experta en alguno de estos temas, se les sugiere contactar a un asesor relevante en dicha jurisdicción.

### Clasificación en Escala de Fitch

La clasificación de riesgo vigente en escala de Fitch se detalla a continuación:

- FTHVCPA02: 'AA-(slv)' con Perspectiva Estable.

**Información Regulatoria de El Salvador**

Nombre del Emisor o Sociedad Administradora	Originador: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma; Emisión: Fondo de Titularización Hencorp Valores CEPA02
Fecha del Consejo de Clasificación	22/10/2018
Número de Sesión	0100-2018
Fecha de la Información Financiera en que Se Basó la Clasificación	AUDITADA: 31/12/2017 NO AUDITADA: 30/06/2018
Clase de Reunión (Ordinaria/Extraordinaria)	Ordinaria
Clasificación Anterior (si aplica)	'AA-(slv)' con Perspectiva Estable
Link del Significado de la Clasificación	<a href="https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6a0e5ed1-7dc1-4305-9d18-1d35fcd451e9/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20de%20El%20Salvador.pdf">https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6a0e5ed1-7dc1-4305-9d18-1d35fcd451e9/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20de%20El%20Salvador.pdf</a>

Se aclara que cuando en los documentos que sustentan la calificación (RAC/Reporte) se alude a calificación debe entenderse incluido el término clasificación.

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.

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO.

**Las clasificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de clasificación.**

TODAS LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CLASIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CLASIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CLASIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CLASIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2018 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión clasificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una clasificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una clasificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las clasificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una clasificación o un informe. La clasificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una clasificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las clasificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las clasificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las clasificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las clasificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una clasificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer clasificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de clasificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".