

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

Comité No. 76/2019	
Informe con EEFF no auditados al 31 de diciembre de 2018	Fecha de comité: 16 de abril de 2018
Periodicidad de actualización: Semestral	Originador perteneciente al sector de instituciones autónomas San Salvador, El Salvador

Equipo de Análisis		
Fernando Vásquez fvasquez@ratingspcr.com	Isaura Merino imerino@ratingspcr.com	(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES					
Fecha de información	Jun-13	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Fecha de comité	23/10/2013	22/4/2016	31/3/2018	27/4/2018	16/4/2018
Valores de Titularización Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01					
Tramo 2 al 7	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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

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

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La clasificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago de este; ni estabilidad de su precio y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora.

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.

Racionalidad

En Comité Ordinario de clasificación de riesgo, PCR ratifica la clasificación de "AAA", perspectiva "Estable" a todos los tramos de los Valores de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01.

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

Perspectiva

Estable.

Resumen Ejecutivo

- **Adecuada generación de ingresos de la gestión.** Los ingresos generados por la institución en el periodo de 2018 fueron mayores en US\$9.4 millones (+8.8%) que en el periodo anterior, debido al incremento de los bienes y servicios brindados cabe destacar que el incremento presentado en los ingresos es mayor en comparación al crecimiento de los costos y gastos que se tuvo en el mismo periodo (+7.0%).
- **Niveles de cesión de flujos dentro del rango proyectado.** Del total de ingresos del periodo CEPA destina el 10.1% para el pago de las cesiones que corresponde al primer fondo de titularización (VTHVCPA01). En un escenario que combina las cesiones de ambos fondos, el porcentaje de cesión es del 14.8% del total de los ingresos. Cabe destacar que la entidad posee un máximo de cesión del 20% de los ingresos.
- **Indicadores de endeudamiento y solvencia adecuados.** Los indicadores presentan una relativa estabilidad al compararlos interanualmente, con un índice de endeudamiento patrimonial de 0.39 en diciembre de 2018 y 2017, el índice con mayor variación interanualmente corresponde a la participación de la deuda financiera respecto al pasivo, reduciéndose en 0.08 veces, a la fecha el índice es de 0.35 veces.
- **Cumplimiento de resguardos financieros y respaldo legal de la emisión.** Se cuenta con dos principales resguardos: la Cuenta Restringida, que acumula un saldo mínimo equivalente a una cuota mensual de capital e intereses a pagarse mensualmente; y las Ordenes irrevocables de pago; puestas por medio de un contrato

a las agentes recolecciones. Además, los títulos valores fueron emitidos con la aprobación de la Asamblea Legislativa de El Salvador, en Decreto Legislativo N°126; que establece, entre otras cosas, que CEPA puede utilizar hasta el 20% de sus ingresos para garantizar el pago de la obligación contraída producto de la titularización.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de deuda titulizada, vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 09 de abril 2018. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: A la fecha no se cuenta con la información financiera auditada por parte del originador

Resumen de la Estructura de Titularización

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

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

Instrumentos Clasificados

Características de los instrumentos clasificados

Detalle de la Emisión	
Monto de la emisión	Hasta US\$77,700,000.
Plazo de la emisión	Hasta 211 meses
Plazo de lo emitido	Hasta 180 meses
Tasa de Interés	Variable por cada tramo
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual
Monto total emitido	US\$77,700,000.
Saldo de la deuda emitida	US\$56,277,826

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

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

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

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

Características de los Tramos

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

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

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

Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros

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

Descripción de los Flujos Futuros

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

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

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

Tenedores de Valores; las comisiones a la Sociedad Titularizadora; el saldo de costos y gastos adeudados a terceros. Cualquier remanente que existiere después de cumplir con las obligaciones antes mencionadas se devolverá al Originador.

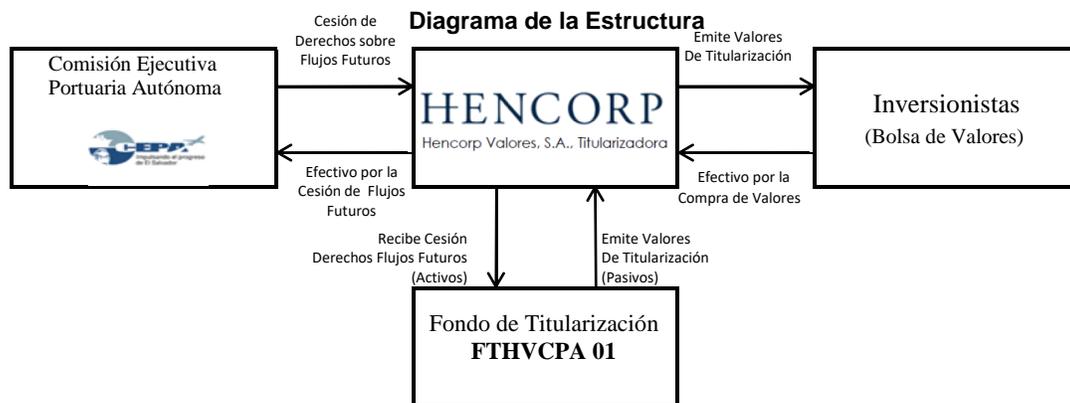
Operatividad de la Estructura de Titularización

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

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

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

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



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

Operación Mensual del Fondo

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

Ejecución del Proyecto de Modernización del Aeropuerto

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

Procedimiento en Caso de Mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda. Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión, habrá lugar a una situación de mora. Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y la Superintendencia del Sistema Financiero.

Mecanismo de redención anticipada

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

Caducidad del plazo de la emisión

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

Análisis de la Estructura

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

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

Perfil de la Titularizadora

Reseña

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

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

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora, es el brindarles liquidez a activos propiedad del sector corporativo Salvadoreño y regional, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales. El objetivo de la organización consiste en introducir mecanismos adicionales que provean financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzcan nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables.

Participantes Sociales y Consejo de Gerentes

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

Participantes Sociales		Concejo de Gerentes	
Participantes Sociales	Participantes Sociales	Cargo	Nombre
Hencorp, Inc.	82.50%	Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Eduardo Alfaro Barillas	11.20%	Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
FHH Corp.	6.30%	Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
Total	100%	Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
		Gerente Suplente	Felipe Holguín
		Gerente Suplente	Roberto Arturo Valdivieso
		Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
		Gerente Suplente	Víctor Guillermo Quijano

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

Análisis del Originador

Reseña

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

En la década de los años cincuenta, el creciente desarrollo económico en El Salvador exigió la creación de un conjunto de instalaciones portuarias, para facilitar la exportación de productos salvadoreños a los mercados internacionales, así como la importación de mercaderías en general.

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

Los proyectos en marcha alcanzaron su primera meta en 1961, con la inauguración del Muelle "A". Debido al aumento de intercambios comerciales y competencia económica, en 1965 el Gobierno decidió ampliarle sus facultades, concediéndole la administración, explotación y dirección de los Ferrocarriles Nacionales de El Salvador (FENADESAL), incluido el Puerto de Cutuco; convirtiéndose de esta manera en la actual Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA).

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

Como un reconocimiento a su buena labor, en el año de 1976 el Gobierno de El Salvador cede a CEPA la construcción, administración y operación del Aeropuerto Internacional El Salvador, el cual inició operaciones en el año 1980. La edificación estuvo a cargo de la empresa japonesa Hazama Gum, quedando desde entonces su operación bajo la responsabilidad de CEPA.

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

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

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

Gobierno corporativo del Originador

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

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

Junta Directiva

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

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

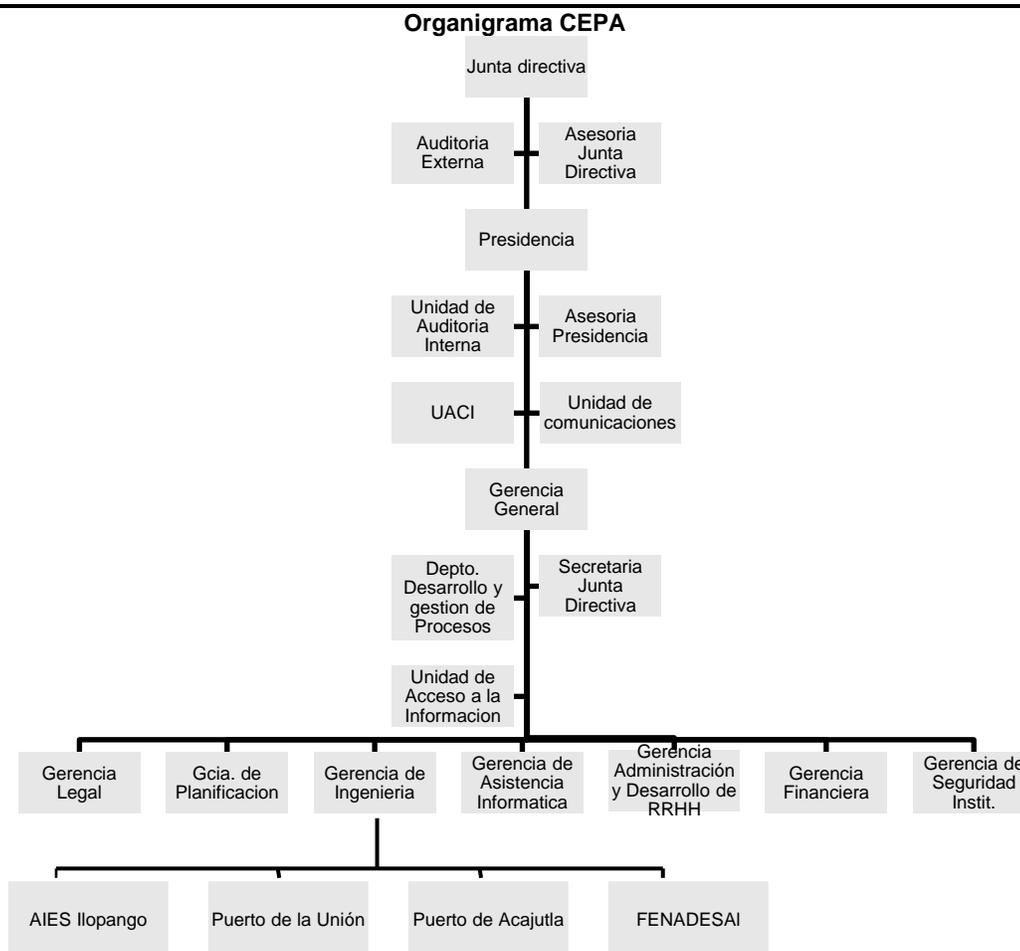
Fuente: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma / Elaboración: PCR

Plana Gerencial

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

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

Fuente: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma / Elaboración: PCR



Fuente: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma / Elaboración: PCR

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

Análisis FODA de la Titularización de CEPA

Fortalezas

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

Oportunidades

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

Debilidades

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

Amenazas

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

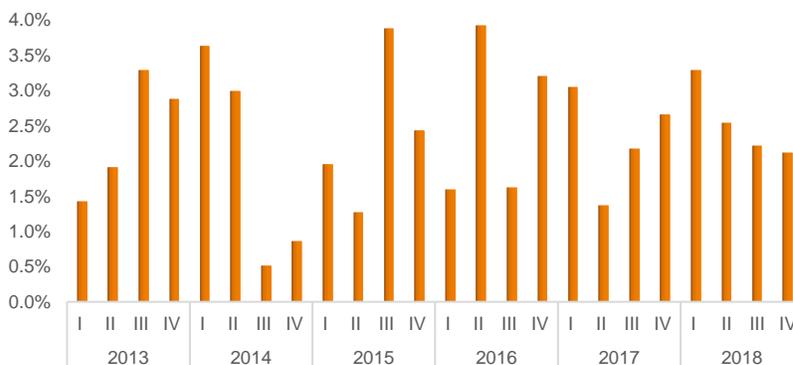
Entorno Económico

Entorno económico¹

En el cuarto trimestre de 2018 la economía salvadoreña tuvo un crecimiento de 2.1%, el cual al ser comparado con el cuarto trimestre de 2017 muestra una reducción de 0.5 p.p, sin embargo, el crecimiento acumulado anual para el país demuestra un crecimiento económico de 2.5%, es decir, 0.2 p.p mayor al crecimiento de 2017, con ello el país concluyó el año con un crecimiento por encima del crecimiento potencial, resultado del aumento en el consumo privado (+3.9%) y la formación bruta de capital (10.5%). Respecto al comercio internacional, las exportaciones crecieron en 4.5%, siendo en menor proporción al compararse con las importaciones que crecieron un 11.7%, el saldo neto del comercio internacional, merma el crecimiento económico levemente.

En términos corrientes, el PIB salvadoreño asciende a US\$26,056.9 millones, un aumento de US\$1,128.9 millones, debido al dinamismo de la demanda interno por el consumo de los hogares que gracias a las remesas presenta un mejor crecimiento, asimismo, la inversión extranjera directa en el sector industrial dinamizó la formación bruta de capital total. A nivel de sectores económicos, para el cierre del año 2018, los sectores de la economía con un mejor desempeño comparado a 2017 fueron la producciones en minas y canteras (+6.8%), construcción (+6.6%), alojamiento (+4.2%), y comercio (+3%).

VARIACIONES ANUALES DEL PIB AL CUARTO TRIMESTRE 2018 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

Análisis Financiero

El análisis financiero se ha realizado en base a los Estados Financieros al cierre de 2014-2018 de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA); preparados en conformidad a los Principios de Contabilidad Gubernamental, Dependencia del Ministerio de Hacienda de El Salvador, las cuales son una base contable distinta a las Normas Internacionales de Información Financiera, (NIIF).

Análisis del Balance General

Al 31 de diciembre de 2018, los activos totales de CEPA ascienden a US\$662 millones, teniendo un crecimiento de US\$80.2 millones (13.8%), resultado de un incremento en las inversiones de proyectos y programas por US\$56.3 millones (151.3%), destinados a la ampliación y modernización del Aeropuerto Internacional Monseñor Oscar Arnulfo Romero, y al puerto de Acajutla principalmente, vinculado a lo anterior, los bienes de usos tuvieron un incremento de US\$36.3 millones (8.4%); en menor medida los fondos disponibles aumentaron en US\$19.7 millones

¹ Con fuente de información suministrada por el BCR con base de datos económica al 31 de diciembre de 2018.

(44%). La única reducción en el periodo la presenta las inversiones financieras con US\$32.4 millones menos que a diciembre de 2017, debido a la reducción de los depósitos a plazo que realiza la institución.

Estructura del Activo (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018
Fondos	58,675	28,450	22,802	44,855	64,623
Inversiones financieras	11,940	39,895	37,748	63,990	31,514
Inversiones en existencias	4,986	5,306	5,386	5,283	5,509
Inversiones en bienes de uso	407,236	429,281	426,242	430,376	466,727
Inversiones en proyectos y programas	40,688	17,256	26,828	37,278	93,662
Activo Total	523,526	520,188	519,006	581,782	662,035

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Estructura de Pasivos y Patrimonio

Los pasivos de la institución muestran un incremento de US\$32.5 millones (+14.1%), totalizando a diciembre 2018 un monto de US\$262.9 millones, el incremento se debe en su totalidad en un incremento de las provisiones de sus acreedores monetarios (+99.1%), soportado por la reducción del endeudamiento total de la institución (-16.3%) y un menor volumen de depósitos de terceros (-6.8%).

Respecto a la composición de su deuda, la deuda interna que equivale al 36.3% del total de pasivos, se compone principalmente por los valores de titularización y otros títulos de deuda del mercado nacional, mientras que la composición de la deuda externa (35.7% del total de pasivos), la componen préstamos con instituciones internacionales como el Banco Japonés para la Cooperación Internacional (JBIC) y Kreditnastal Fur Wiederaufbau (KfW). Cabe mencionar que el préstamo con JBIC fue adquirido para la construcción del Puerto de La Unión, por US\$101.3 millones, en octubre del 2001. Este tiene la particularidad de estar estipulado en Yenes japoneses, y tiene aval soberano.

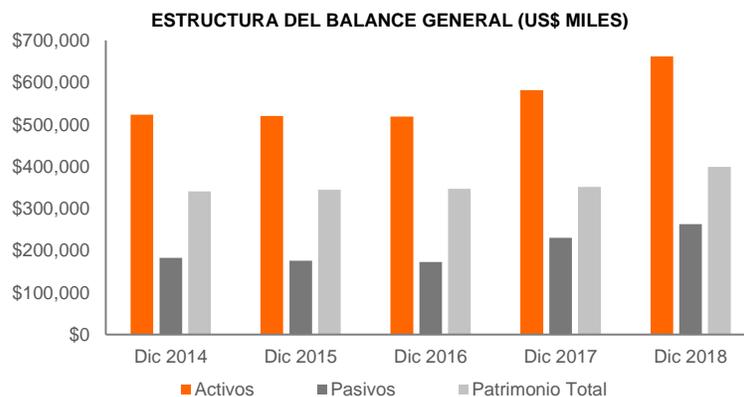
Estructura del Pasivo (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018
Depósitos de terceros	2,925	3,005	3,207	29,211	27,224
Endeudamiento Interno	69,292	88,195	81,973	103,393	95,588
Endeudamiento Externo	62,578	57,064	53,951	50,574	46,130
Acreedores Financieros	47,811	27,221	33,166	47,226	94,040
Pasivo Total	182,605	175,485	172,297	230,404	262,983

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

A la fecha de análisis el patrimonio de la institución suma US\$399 millones, es decir un incremento del US\$47.6 millones (13.6%), debido a un incremento de los donativos y legados de bienes recibidos a la fecha por US\$43 millones, asimismo, la buena gestión de la institución le permitió incrementar el nivel de sus utilidades a la fecha en US\$1.3 millones.

Estructura del Patrimonio (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018
Patrimonio	330,680	340,875	344,659	348,102	394,450
Detrimento patrimonial	(0)	(0)	(7)	(8)	(12)
Resultado a la fecha	10,241	3,828	2,058	3,285	4,614
Patrimonio Total	340,921	344,703	346,709	351,378	399,053

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Análisis de Resultados

Al 31 de diciembre de 2018 los ingresos de gestión de CEPA ascienden a US\$116.2 millones, teniendo un incremento de US\$9.4 millones (+8.8%), resultado de presentar mayores ventas de bienes y servicios prestados que se incrementaron en US\$9.1 millones, mientras que los ingresos financieros se redujeron en US\$1.3 millones consecuencia de menores montos recibidos por arrendamiento de bienes.

Componentes	Ingresos de Gestión (Miles US\$)				
	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018
Financieros y otros	6,603	6,273	7,500	8,551	7,217
Por transferencias corrientes recibidas	379	107	474	79	107
Venta de bienes y servicios	71,143	80,436	92,890	94,771	103,910
Por actualizaciones y ajustes	13,185	7,503	12,704	3,427	4,998
Ingreso Total	91,309	94,319	113,568	106,829	116,231

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

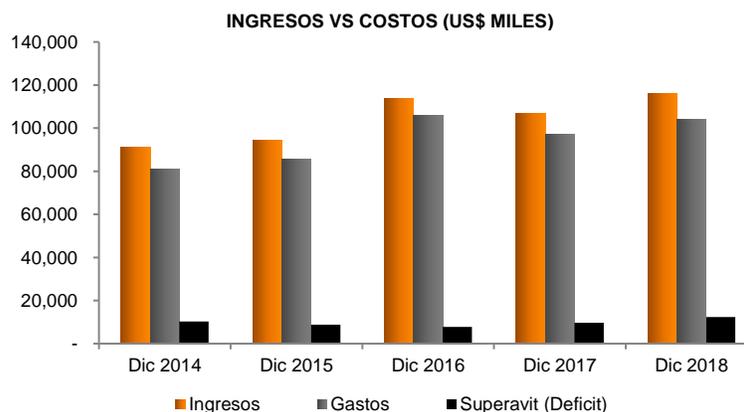
Los costos y gastos de gestión durante el año 2018, tuvieron un incremento de US\$6.7 millones, totalizando US\$103.8 millones, los aumentos que más influyeron en el periodo son los realizados como gastos en personal (+61.3%), principalmente en las remuneraciones otorgadas a personal eventual o por servicios extraordinarios, asimismo, un incremento en los costos financieros (+16.9%), por el pago de interés de los títulos valores en emisión. Por el lado de las reducciones, la entidad realizó menos compras en bienes de consumo y servicios (-23.7%), además de reducir las transferencias otorgadas al sector público (-27.2%).

Componentes	Gastos de Gestión (Miles US\$)				
	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018
Personal	16,998	18,527	20,260	23,129	37,298
Bienes de consumo y servicios	30,217	29,162	37,762	31,855	24,294
Bienes capitalizables	244	314	285	333	268
Financieros y otros	8,565	8,150	9,247	10,287	12,025
Por transferencias otorgadas	4,224	4,880	6,096	8,635	6,285
Costos de ventas y cargos calculados	15,290	19,017	18,055	18,363	18,799
Por actualizaciones y ajustes	5,530	5,514	14,159	4,486	4,893
GASTOS TOTALES	81,069	85,564	105,863	97,088	103,863

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Análisis de Rentabilidad y cobertura

El nivel de EBITDA a diciembre de 2018 fue de US\$43.3 millones, mayor en US\$4.7 millones con respecto a 2017, impulsada por el incremento de mayores ventas en bienes y servicios, en cuanto a utilidades, el resultado del ejercicio fue de US\$12.3 millones, cifra superior en US\$2.6 millones con respecto a 2017, consecuencia del incremento de los ingresos (+8.8%) en mayo medida del crecimiento de los costos y gastos (+7%). Sin embargo la utilidad neta se vio afectada por la retribución fiscal y otros impuestos que la redujeron a un monto de US\$4.6 millones, pese a ello, tuvo un incremento de US\$1.3 millones en comparación a la utilidad neta obtenida en diciembre de 2017.



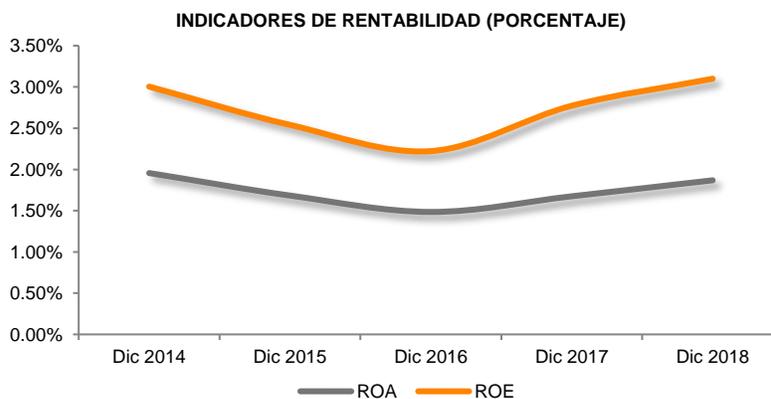
Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

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

Componentes	Margen de utilidad (Miles US\$)				
	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018
Utilidad neta	10,241	3,828	2,058	3,285	4,614
EBITDA	34,340	34,364	35,270	38,657	43,453
Margen de Utilidad Neta	11.2%	9.3%	6.8%	9.1%	10.6%
Margen de EBITDA	37.6%	36.4%	31.1%	36.2%	37.4%

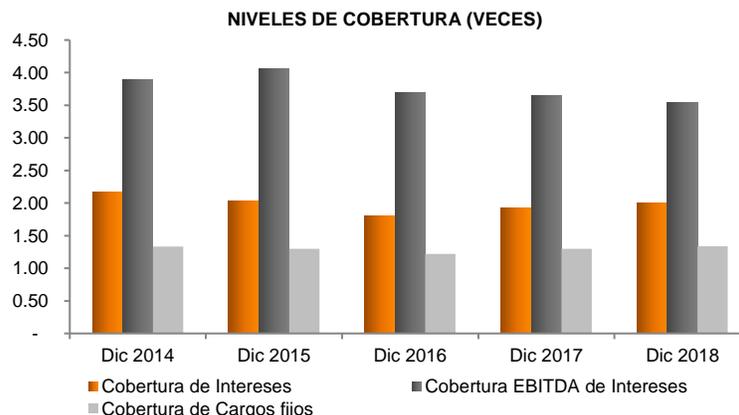
Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

A la fecha de análisis los indicadores de rentabilidad muestran haber mejorado en comparación a diciembre de 2017, el retorno sobre activos obtenido en el periodo fue de 1.87%, levemente superior al 1.67% del año pasado, igualmente el retorno sobre patrimonio obtenido fue de 3.10%, siendo mayor en un 0.33% que lo obtenido en diciembre de 2017.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

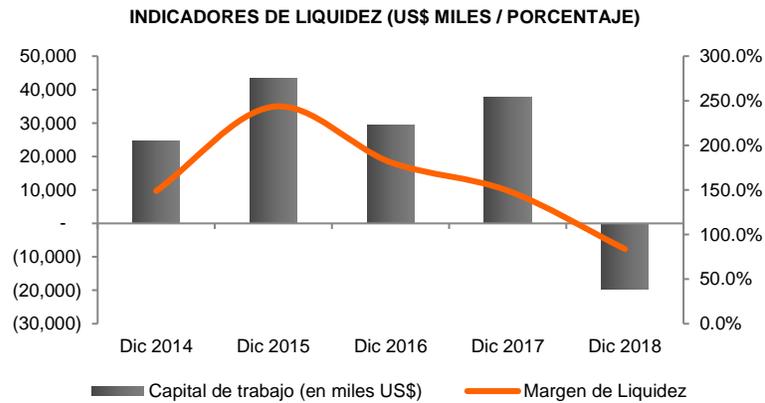
Al 31 de diciembre de 2018, la buena gestión de parte de CEPA, permiten que la institución muestre niveles de cobertura adecuados para hacer frente a sus obligaciones. A la fecha de análisis la utilidad operacional cubre en 2.01 veces el pago de intereses, mientras que la cobertura de los cargos fijos fue de 1.34 veces, a diciembre de 2017 la cobertura fue de 1.92 y de 1.30 respectivamente.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Liquidez

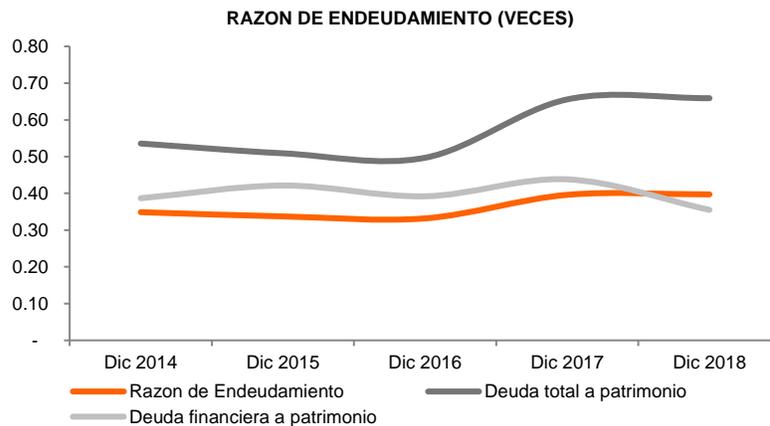
Al cierre del año 2018, los niveles de liquidez se vieron afectados por el incremento de los pasivos corrientes de los acreedores financieros y monetarios, (+US\$46.8 millones), que junto a la disminución de las inversiones financieras (-US\$32.4 millones). De modo que el margen de liquidez fue de 83.8%, menor que el margen de diciembre 2017 (149.2%), asimismo, el capital de trabajo disponible presenta un saldo negativo de US\$19.6 millones. Esto es una tendencia natural debido a que el Aeropuerto Internacional se encuentra en fase de ampliación, dónde CEPA utiliza como fuentes de fondeo Fondos Propios y Financiamiento de Corto Plazo para apoyar sus actividades de operación. Los niveles de liquidez mejorarán con la próxima adquisición de fondeo a largo plazo (tramo 2 CEPA02).



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Endeudamiento y Solvencia

Los indicadores de endeudamiento mantienen una estabilidad al compararse interanualmente, tal es el caso de la razón de apalancamiento de la institución que a la fecha de análisis fue de 0.66 veces, manteniéndose en el mismo nivel en comparación a diciembre de 2017, de igual manera, la razón de endeudamiento que mide la porción de los activos que son financiados por fondos ajenos a la institución, es decir, pasivo contra activo fue de 0.40 veces en ambos años.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Mientras que la deuda financiera respecto al patrimonio presenta una reducción de 0.8%, debido al incremento del patrimonio por los donativos y legados de bienes recibidos durante todo el año 2018, además, de la reducción del endeudamiento total que posee la institución. A la fecha la deuda financiera respecto al patrimonio fue de 0.36 veces.

Cobertura de la titularización

La titularización de los ingresos futuros de CEPA, tiene una estructura muy particular, dadas las condiciones impuestas para la colocación de los montos. Ante esto, y como esta descrito en el prospecto de esta emisión, se obtiene los siguientes totales a ceder por año de parte del originador.

Cesión anual (En millones US\$)																		
Año	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18 ²
Cesión anual	3.7	3.7	5.2	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.2	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	2.6	2.6	1.5

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Una vez definidos los montos de las cesiones, se evaluaron las proyecciones de los ingresos futuros estimados para CEPA, de 2013 a 2020. Estos han sido calculados con los siguientes supuestos:

- El crecimiento de los ingresos se estima en 3.1% anual, sin cambios, para los siguientes 8 ejercicios. Esto implica que se está desestimando que las mejoras a realizarse puedan provocar aumentos en los ingresos;

² La cesión anual del año 18 solo refleja los últimos 7 meses del periodo de vigencia del fondo.

al mismo tiempo que se desestima que el Puerto de La Unión genere una mayor actividad e ingresos, o que se concesione y se reduzcan los costos para CEPA.

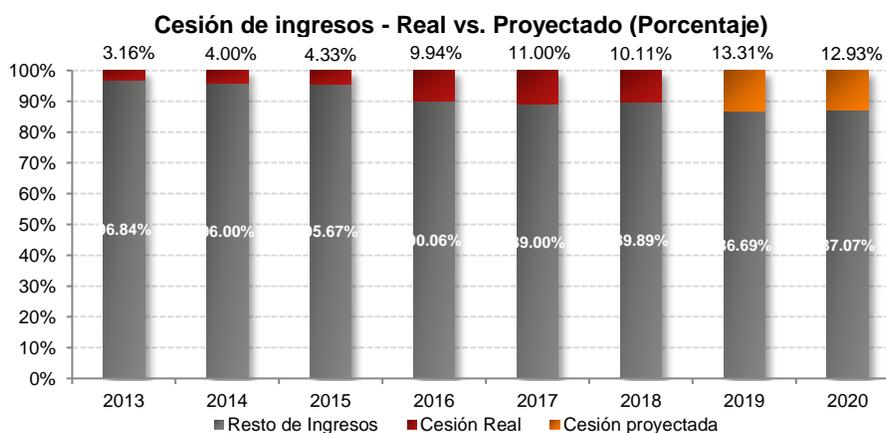
- Los gastos por actualizaciones y ajustes no son tomados en cuenta para las proyecciones por dos motivos: su comportamiento altamente variable en los últimos años, y su naturaleza, como una cuenta de corrección de ejercicios previos, sin que signifiquen una salida de fondos para la institución.

Teniendo en cuenta estos supuestos, se estima los ingresos para los años 2017 a 2020.

Ingresos Diciembre 2013 a Diciembre 2020 ³ (En miles US\$)								
Componentes	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos	96.190	91.309	94.319	113.568	106.829	116.231	88.286	90.866
Cesión	3.040	3.648	4.080	11.289	11.748	11.748	11.748	11.748

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Como se establece en el Decreto Legislativo que autoriza la titularización, CEPA no puede ceder más del 20% de sus ingresos. El máximo de cesión, según el modelo de proyección establecido, ocurría en 2017, cuando se cede el 14.09% de los ingresos totales, sin embargo para ese año se cede un 11% del total de los ingresos, es decir 3.09% menos del máximo proyectados. Actualmente en 2018, el monto de cesión anual, corresponde a un 10.11% del total de los ingresos estando 9.89% por debajo del máximo legal.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

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

³ Datos proyectados a partir de diciembre de 2019

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

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Resumen de Estados Financieros No Auditados

Balance de Situación Financiera (En miles US\$)					
Componentes	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018
Activos					
Fondos	58,675	28,450	22,802	44,855	64,623
Inversiones financieras	11,940	39,895	37,748	63,990	31,514
Inversiones en existencias	4,986	5,306	5,386	5,283	5,509
Inversiones en bienes de uso	407,236	429,281	426,242	430,376	466,727
Inversiones en proy. y prog.	40,688	17,256	26,828	37,278	93,662
Total	523,526	520,188	519,006	581,782	662,035
Pasivos					
Depósitos de terceros	2,925	3,005	3,207	29,211	27,224
Acreedores monetarios				-	-
Endeudamiento interno	69,292	88,195	81,973	103,393	95,588
Endeudamiento externo	62,578	57,064	53,951	50,574	46,130
Acreedores	47,811	27,221	33,166	47,226	94,040
Total	182,605	175,485	172,297	230,404	262,983
Patrimonio					
Patrimonio	330,680	340,875	344,659	348,102	394,450
Detrimento patrimonial	(0)	(0)	(7)	(8)	(12)
Resultado a la fecha	10,241	3,828	2,058	3,285	4,614
Patrimonio Total	340,921	344,703	346,709	351,378	399,053
Total pasivo + Patrimonio	523,526	520,188	519,006	581,782	662,035

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Estado de Resultados (En miles US\$)					
Componentes	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018
Financieros y otros	6,603	6,273	7,500	8,551	7,217
Por transferencias corrientes recibidas	379	107	474	79	107
Venta de bienes y servicios	71,143	80,436	92,890	94,771	103,910
Por actualizaciones y ajustes	13,185	7,503	12,704	3,427	4,998
INGRESOS TOTALES	91,309	94,319	113,568	106,829	116,231
Personal	16,998	18,527	20,260	23,129	37,298
Bienes de consumo y servicios	30,217	29,162	37,762	31,855	24,294
Bienes capitalizables	244	314	285	333	268
Financieros y otros	8,565	8,150	9,247	10,287	12,025
Por transferencias otorgadas	4,224	4,880	6,096	8,635	6,285
Costos de ventas y cargos calculados	15,290	19,017	18,055	18,363	18,799
Por actualizaciones y ajustes	5,530	5,514	14,159	4,486	4,893
GASTOS TOTALES	81,069	85,564	105,863	97,088	103,863
SUPERAVIT (DEFICIT)	10,241	8,755	7,705	9,741	12,369
Impuesto sobre la renta	-	3,140	3,664		4,911
Retribución fiscal	-	1,787	1,983		2,844
Utilidad Neta	10,241	3,828	2,058	9,741	4,614

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

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

Fuente y elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de la misma le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

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