

Valores de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 02 Valores de Titularización VTHVCPA02

Comité No. 112/2019	
Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2019	Fecha de comité: 18 de septiembre de 2019
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	Sept-16	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Fecha de comité	7/2/2017	27/4/2018	26/10/2018	16/4/2018	18/9/2019
Valores de Titularización Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 02					
Tramo 1	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. El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

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

Racionalidad

En Comité Ordinario de clasificación de riesgo, PCR ratifica la clasificación de "AAA", perspectiva "Estable" a todos los tramos de los Valores de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 02.

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

Perspectiva

Estable.

Resumen Ejecutivo

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

menor en 0.08 veces en comparación al período pasado. Cabe destacar que la segunda emisión del fondo de titularización cuenta con un resguardo financiero, mencionando que el ratio de deuda neta entre el EBITDA no deberá superar el valor de 9 veces, mismo que a la fecha de análisis fue de 8.4 veces cumpliendo con el resguardo establecido.

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

Metodología utilizada

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

Información utilizada para la clasificación

- **Perfil de la Titularizadora:** Reseña y Gobierno Corporativo.
- **Información sobre la Emisión:** Prospecto de la Emisión y Modelo Financiero
- **Información financiera:** Estados Financieros auditados correspondientes de diciembre 2014 hasta diciembre 2018 y no auditados correspondientes al 30 de junio de 2019
- **Riesgo Operativo:** Modelo Financiero del fondo de titularización.
- **Documentos Legales:** Contrato de Titularización FTHVCPA02, Contrato de Orden Irrevocable de Pago y Contrato de administración de Fondos

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

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

Hechos Relevantes

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

Entorno Económico

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

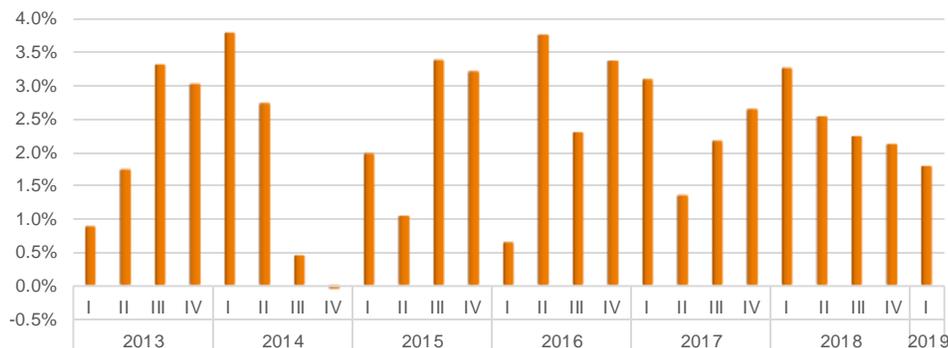
Por otra parte, en cuanto a los componentes de la demanda, el consumo de los hogares reportó un crecimiento de 4.6% (0.6% en marzo 2018), la inversión privada 3.6% (11.6% en marzo 2018), exportaciones 1.5% (7.5% en marzo 2018), mientras que las importaciones registraron una tasa de crecimiento de 7.4% (2.0% en marzo 2018). En este sentido, la desaceleración de la producción en el primer trimestre estuvo asociada principalmente al menor ritmo de crecimiento de la inversión privada y las exportaciones.

En cuanto a la Inversión Privada, se debe mencionar que, durante el primer trimestre de 2019, El Salvador estuvo bajo un contexto de elecciones presidenciales, en el cual resultó electo presidente el candidato de GANA¹, Nayib Bukele. Este resultado significó un cambio de la estructuración política que había estado funcionando por diez años

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

de gobierno del partido FMLN, por lo que la incertidumbre ante una nueva administración pudo haber influido en las decisiones de inversión del sector privado. Asimismo, el menor ritmo de crecimiento de las exportaciones a marzo de 2019 estaría asociado a la desaceleración de la economía mundial y el debilitamiento del comercio internacional.

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



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

Resumen de la Estructura de Titularización

Datos básicos de la Emisión	
Emisor	Fondo de Titularización - Hencorp Valores – Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma - VTHVCPA 02
Originador	Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma
Emisor	Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, en carácter de administradora del VTHVCPA 02 y con cargo a dicho Fondo.
Sociedad de Titularización	Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora
Clase de Valor	Valores de Titularización- FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES COMISIÓN EJECUTIVA PORTUARIA AUTÓNOMA CERO DOS, cuya abreviación es VTHVCPA 02.
Monto de la Emisión	Hasta US\$69,700,000.00 de dólares norteamericanos.
Plazo de la Emisión	La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, están representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tiene un plazo de hasta 180 meses.
Respaldo de la Emisión	El pago de los Valores de Titularización - Títulos de Deuda, está respaldado únicamente por el patrimonio del Fondo de Titularización VTHVCPA CERO DOS, que se constituye como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador. El Fondo de Titularización está constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta emisión, sirviéndose de los derechos adquiridos sobre los flujos financieros futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos mensuales percibidos por la CEPA en concepto de: a) Ingresos por venta de bienes y servicios (sean estos aeroportuarios, portuarios o ferroviarios); b) Ingresos por actualizaciones y ajustes; c) Ingresos financieros y otros; y d) Cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos.
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 será necesario presentarle el Contrato de Titularización de la emisión correspondiente y la certificación del asiento registral que emita la Superintendencia, a la que se refiere el inciso final del Artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.
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. La fecha de negociación fue comunicada a la Bolsa de Valores mediante certificación de punto de acta de Junta Directiva de la Titularizadora.
Mecanismos de Cobertura	(i) Cuenta Restringida: Cuyo saldo no deberá ser menor a un monto de cesión mensual de flujos financieros futuros, que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos a pagarse a los Tenedores de Valores. (ii) Orden Irrevocable de Pago: por medio de un contrato se compromete a que al agente colector (de igual manera al de respaldo) a transferir los flujos al Fondo de Titularización.
Destino de los Fondos de la Emisión	Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión son invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos de cada mes de la CEPA según se establece en los artículos dos, cuatro y dieciséis de la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma
Destino de los Fondos	Los fondos que CEPA, recibe en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, son invertidos por CEPA en el mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios que requiere el Aeropuerto Internacional El Salvador.

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

Instrumentos Clasificados

Características de los instrumentos clasificados

Detalle de la Emisión	
Monto de la emisión	Hasta US\$69,700,000
Monto emitido	US\$39,310,000
Saldo de la emisión a la fecha	US\$39,310,000
Plazo de la emisión	Hasta 180 meses
Tasa de Interés	La Tasa de Interés es fija a opción de la Titularizadora, lo que se determinó antes de la colocación de los Valores de Titularización
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual

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

El monto de la emisión podrá ser hasta por la suma de hasta US\$69.70 millones, con un plazo de hasta ciento ochenta (180) meses; y la cual es representada por un tramo como mínimo. La negociación de la emisión fue de oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa. El plazo de la negociación de los Valores de Titularización fue de ciento ochenta (180) días contados a partir de la fecha de la primera oferta pública, para colocar al menos el 75% de la misma, plazo que podrá ser prorrogado por una ocasión hasta por 180 días, previa autorización de la Superintendencia, a solicitud de la Titularizadora, y de conformidad a los instructivos o reglamentos de Bolsa de Valores correspondientes.

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

Los fondos que se obtuvieron por la negociación de la presente emisión son invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los ingresos de cada mes de la CEPA según se establece en los artículos dos, cuatro y dieciséis de la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma, tales como: a) Ingresos por venta de bienes y servicios, sean estos aeroportuarios, portuarios o ferroviarios, que le correspondan, entre los que se comprenden: los derechos de embarque por el uso de las instalaciones de la terminal de pasajeros, los derechos que pagan las líneas aéreas por el uso de las facilidades de embarque y desembarque de pasajeros y carga, incluyendo: pistas de despegue y aterrizaje de aeronaves, espacios comerciales y de oficina, terminal de pasajeros, terminal de carga, áreas de mantenimiento, y otros; b) Ingresos por actualizaciones y ajustes; c) Ingresos financieros y otros; y d) Cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicados, correspondiéndola a CEPA, el pago ya sea a la administración tributaria o a la entidad competente, de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso aplicasen.

Características de los Tramos

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

Características de los Tramos emitidos						
Estado	Denominación del Tramo	Monto del Tramo	Plazo de la Emisión	Fecha de colocación	Fecha de caducidad.	Tasa de interés
Emitido	Tramo 1	US\$ 39,310,000	180 meses	19/12/2017	20/12/2032	6.8%

Fuente: Bolsa de Valores de El Salvador / Elaboración: PCR

Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros.

Mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión Irrevocable la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA) cede, a título oneroso a Hencorp Valores LTDA, como administradora del Fondo de Titularización - Hencorp Valores – Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma - VTHVCPA 02, todos los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros de ingresos mencionados anteriormente, a partir del día uno de cada mes, hasta completar el monto de cada una de los ciento ochenta mensualidades cedidas. La suma máxima del total de las ciento ochenta cuotas cedidas dependerá de la colocación en la primera oferta pública y de los tramos adicionales; hasta un máximo de US\$135,629,000.

Descripción de los Flujos Futuros.

La cesión de los Flujos Futuros es en 180 pagos mensuales que dependen de la colocación en la primera oferta pública y de los tramos adicionales; hasta un máximo de US\$135,629,000. Los flujos futuros cedidos de ingresos libres de impuestos estarán conformados por ingresos percibidos por: a) Ingresos por venta de bienes y servicios; b) Ingresos por actualizaciones y ajustes; c) Ingresos financieros y otros; y d) Cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos.

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

Los flujos financieros futuros a ser recibidos por Hencorp Valores LTDA. Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 02 se utilizarán para abonar únicamente cuando esto haga falta la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida hasta acumular un saldo mínimo de fondos equivalentes a un monto mensual de cesión de flujos financieros futuros que servirán para el pago de capital, intereses, comisiones y emolumentos, el cual será inicialmente constituido por un monto seiscientos veinticinco mil dólares de los estados unidos de américa; obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; las comisiones a la Sociedad Titularizadora; el saldo de costos y gastos adeudados a terceros. Cu cualquier remanente que existiere después de cumplir con las obligaciones antes mencionadas se devolverá al Originador.

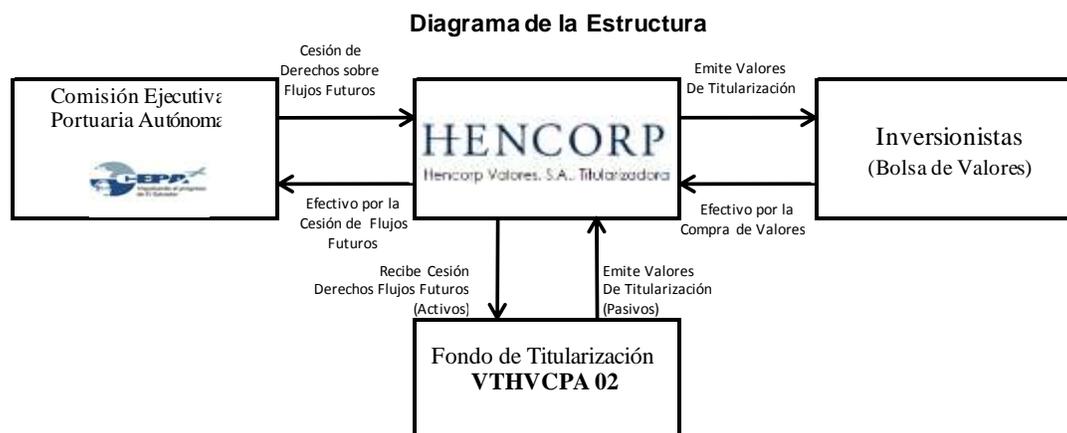
Operatividad de la Estructura de Titularización

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

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

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

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



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

Operación Mensual del Fondo

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

Destino de los fondos

Los fondos que CEPA, recibe en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, serán invertidos en el mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios que requiere el 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 a la Superintendencia del Sistema Financiero.

Mecanismo de redención anticipada

Al cumplirse sesenta meses después de su colocación, los Valores de Titularización - Títulos de Deuda podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. La redención se efectuará al valor del principal a redimir, según aparezca anotado electrónicamente en los registros de CEDEVAL, S.A. de C.V. En caso de redención anticipada, el Fondo de Titularización por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia, a la Bolsa de Valores y a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. con quince días de anticipación. La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora.

Procedimiento

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

Caducidad del plazo de la emisión

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros a ser otorgado por CEPA y la Titularizadora, dicha institución procederá a enterar a la Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de ciento treinta y cinco millones seiscientos veintinueve mil dólares de los estados unidos de américa, en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establezcan en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores de Valores a efecto de que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores de Titularización y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del Artículo sesenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente emisión. En este caso, la Titularizadora deberá proceder a enterar de inmediato, a los Tenedores de Valores de Titularización, la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por CEPA, hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de Valores de manera inmediata a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

Análisis de la Estructura

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

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

Perfil de la Titularizadora

Reseña

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

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

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

Participantes Sociales y Consejo de Gerentes

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

Participantes Sociales	
Participantes Sociales	Participantes Sociales
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%
Total	100%

Concejo de Gerentes	
Cargo	Nombre
Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Gerente Administrativo	Victor Manuel Henríquez
Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
Gerente Suplente	Felipe Holguín
Gerente Suplente	Roberto Arturo Valdivieso
Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés

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

Análisis del Originador

Reseña

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

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

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

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

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

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

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

Gobierno corporativo del Originador

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

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

Junta Directiva

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

Junta Directiva de CEPA	
Director	Cargo
Nelson Edgardo Vanegas Rodríguez	Presidente
Nelson Napoleón García Rodríguez	Director Propietario
Merlín Alejandrina Barrera	Director Propietario
Carlos Jaime Mena Torres	Director Propietario
Dalila Marisol Soriano de Rodríguez	Director Propietario
Ricardo Antonio Ballesteros 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

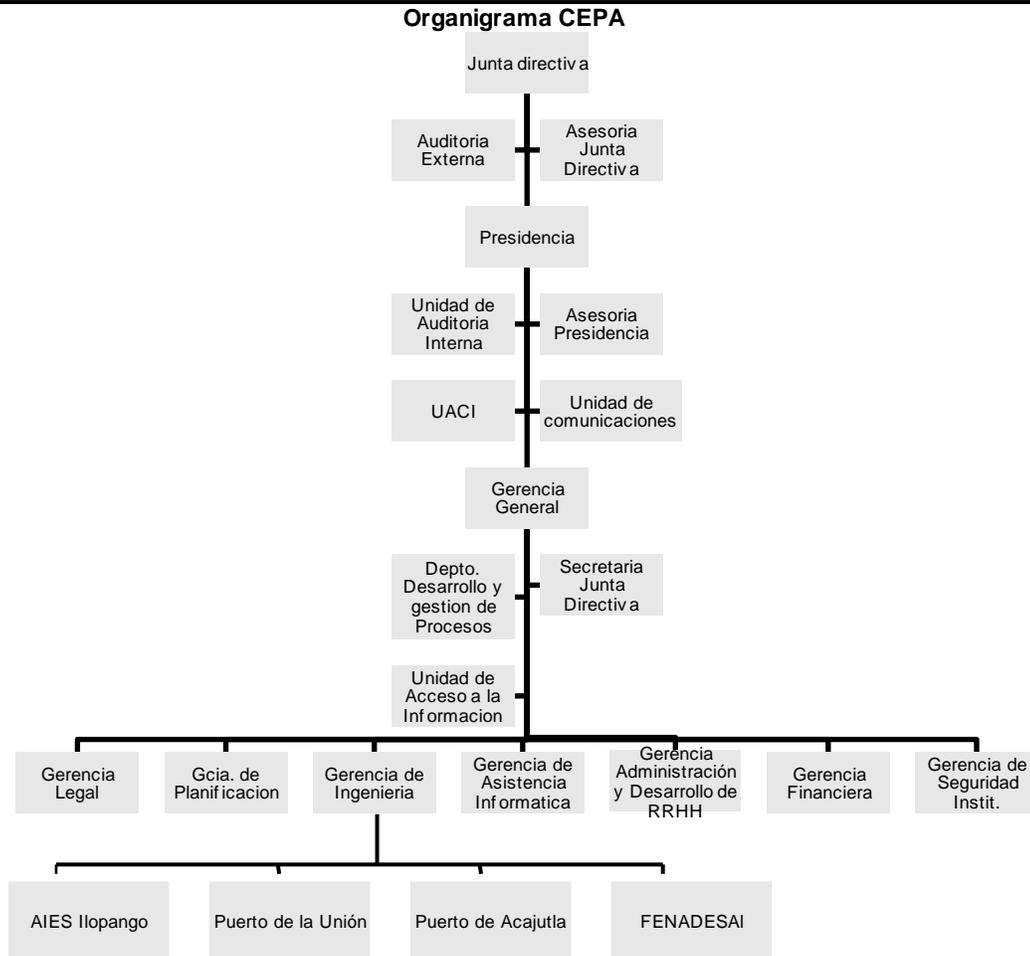
Fuente: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma / Elaboración: PCR

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 Alarcía	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 periodos, 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 período para hacer frente a cualquier incremento de precios.

Amenazas

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

Análisis Financiero

El análisis financiero se ha realizado en base a los Estados Financieros al cierre de 2014-2018 e intermedios de junio 2019 y 2018; preparados en conformidad a los Principios de Contabilidad Gubernamental, Dependencia del Ministerio de Hacienda de El Salvador, las cuales son una base contable distinta a las Normas Internacionales de Información Financiera, (NIIF).

Análisis del Balance General

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

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

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Estructura de Pasivos y Patrimonio

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

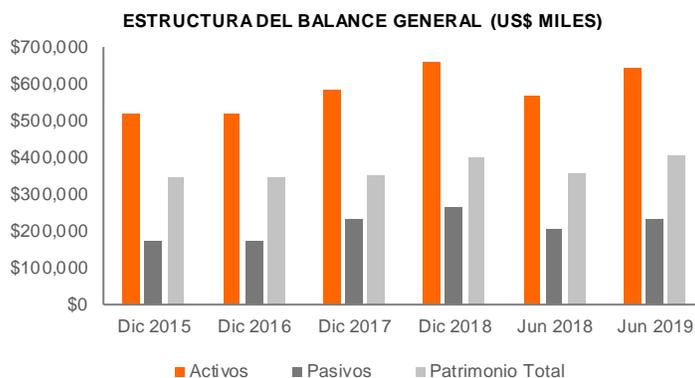
Componentes	Estructura del Pasivo (Miles US\$)					
	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
Depósitos de terceros	3,005	3,207	29,211	27,224	29,765	27,482
Acreedores monetarios					4,916	4,756
Endeudamiento Interno	88,195	81,973	103,393	95,588	99,544	91,501
Endeudamiento Externo	57,064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

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

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

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

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Análisis de Resultados

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

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

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

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

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

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

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

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Análisis de rentabilidad y cobertura

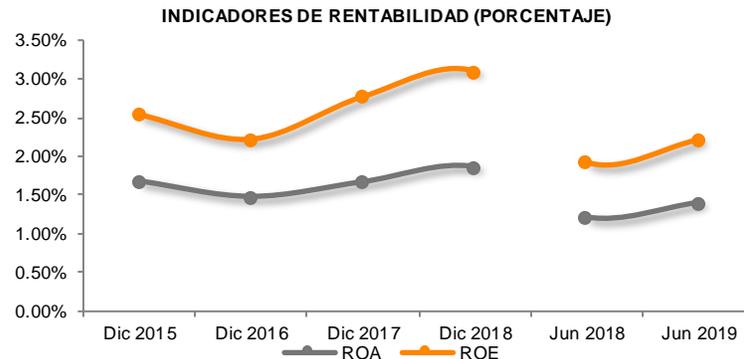
El nivel de EBITDA a junio 2019 fue de US\$23.96 millones, mayor en US\$1.72 millones con respecto a junio 2018, impulsada por el incremento de las ventas en bienes y servicios (13.25%). De igual manera, lo anterior fue influyente para que la utilidad neta del período fuera 31.2% mayor en comparación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

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

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

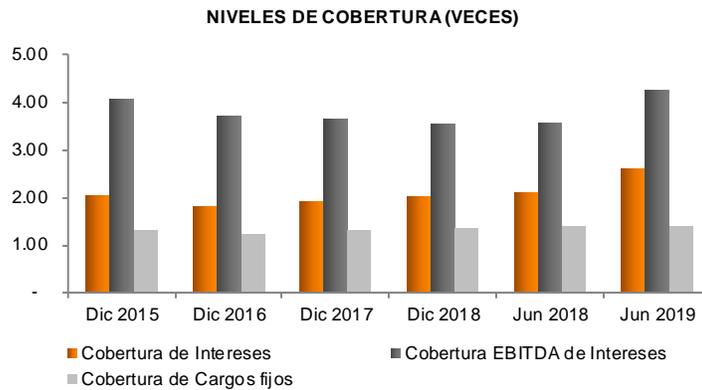
Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

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



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

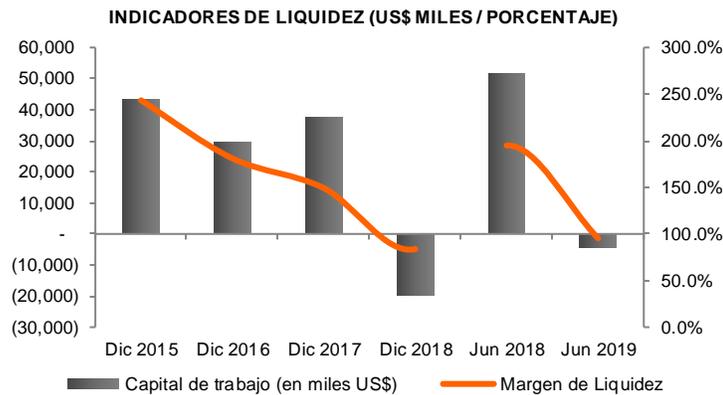
La buena gestión por parte de CEPA, permiten que la institución muestre niveles de cobertura adecuados para hacer frente a sus obligaciones. A la fecha de análisis la utilidad operacional cubre en 2.60 veces el pago de intereses, mientras que la cobertura de los cargos fijos fue de 1.39 veces, mientras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



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Liquidez

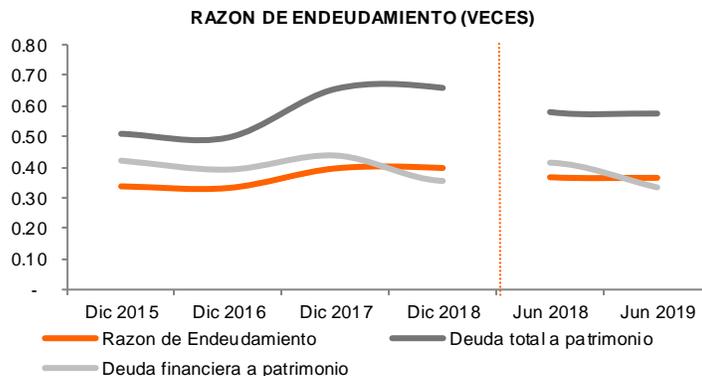
Los proyectos de ampliación y construcción que mantiene la institución desde finales del 2018 han incidido en la disminución de los niveles de liquidez que presenta CEPA, debido a la necesidad de efectivo que han requerido, esto llevó a la institución a disminuir sus inversiones que poseía, más específicamente,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



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Endeudamiento y Solvencia

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



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Mientras que la deuda financiera respecto al patrimonio presenta una reducción de 0.8%, debido al incremento del patrimonio por los donativos y legados de bienes recibidos durante todo el año 2018, además, de la reducción del endeudamiento total que posee la institución. A la fecha la deuda financiera respecto al patrimonio fue de 0.33 veces.

Resguardos Financieros

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

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

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

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

Cobertura de la titularización

La estructura del pago de las cesiones anuales para el fondo de titularización se realizó tomando en cuenta la primera emisión del fondo de titularización (VTHVCPA01), de modo que esta segunda titularización (VTHVCPA02) tiene una estructura de pago con cuotas ascendentes para minimizar el impacto de la nueva deuda respecto a la cesión total de ambas emisiones.

Ingresos Cesión (En millones US\$)															
Componentes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Cesión Anual CEPA02	5.5	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	7.4	7.5	7.5	7.5	7.5	14.2	15.5	15.9	18.0

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

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

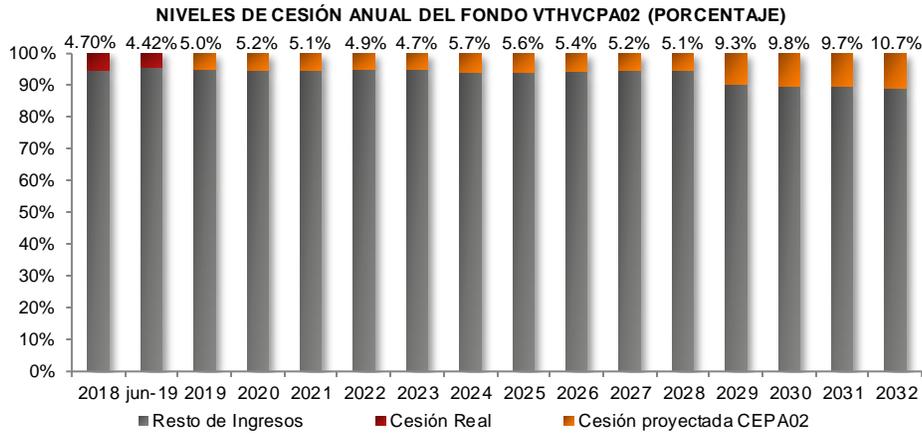
- El crecimiento promedio de los ingresos se estima en 3.0% anual, sin cambios, para los siguientes 15 ejercicios. Esto implica que se está desestimando que las mejoras a realizarse puedan provocar aumentos en los ingresos; al mismo tiempo que se desestima que el Puerto de La Unión genere una mayor actividad e ingresos, o que se concesione y se reduzcan los costos para CEPA.
- Los gastos por actualizaciones y ajustes no son tomados en cuenta para las proyecciones por dos motivos: su comportamiento altamente variable en los últimos años, y su naturaleza, como una cuenta de corrección de ejercicios previos, sin que signifiquen una salida de fondos para la institución.

Teniendo en cuenta estos supuestos, se estima los ingresos y cesiones para los años 2018 a 2032.

Ingresos y Cesión (En millones US\$)															
Componentes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ingresos	116.2	110.3	113.9	117.7	121.6	125.7	129.8	134.2	138.6	143.2	148.0	152.9	158.0	163.2	168.7
Cesión Anual CEPA02	5.5	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	7.4	7.5	7.5	7.5	7.5	14.2	15.5	15.9	18.0

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

Como se establece en el Decreto Legislativo que autoriza la titularización, CEPA no puede ceder más del 20% de sus ingresos. Tomando en cuenta la cesión de flujos generada únicamente por el fondo de titularización VTHVCPA02, el máximo de cesión según el modelo de proyección establecido ocurre el último año cuando se tiene el monto de cesión máximo, por ello, la cesión tiene una participación del 10.7% del total de los ingresos. Sin embargo a la fecha de análisis, el monto de cesión anual tiene una participación de 4.42% del total de ingresos del periodo.

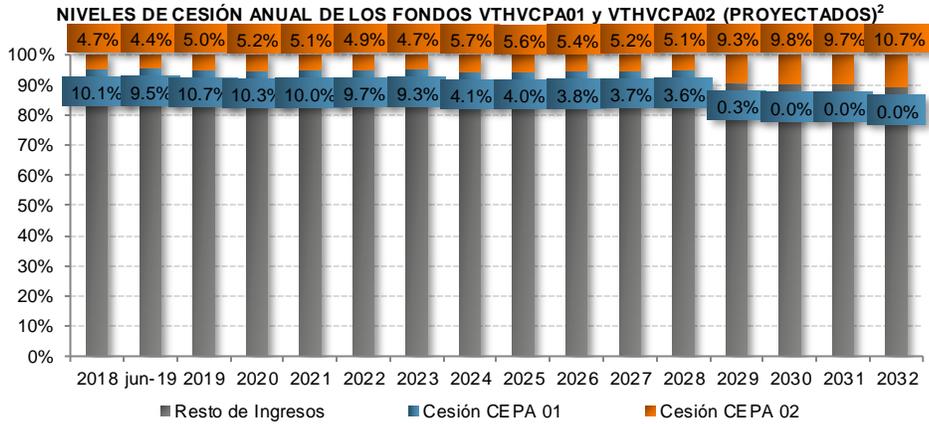


Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / **Elaboración:** PCR

Tomando en cuenta la cesión que debe realizarse por el pago de ambas titularizaciones, los niveles de cesión anual se incrementan hasta un máximo de 15.6% para el año 2019. Mientras que al cierre del primer semestre de 2019 el nivel de cesión fue de 13.9% del total de los ingresos, cumpliendo con el primer resguardo financiero establecido para otorgar una mayor seguridad al fondo.

Ingresos Cesión (En millones US\$)															
Componentes	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ingresos totales	116.2	110.3	113.9	117.7	121.6	125.7	129.8	134.2	138.6	143.2	148.0	152.9	158.0	163.2	168.7
CEPA01 + CEPA02	17.2	17.2	17.7	17.7	17.7	17.7	12.7	12.8	12.8	12.8	12.8	14.6	15.5	15.9	18.0

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



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

Respecto al segundo resguardo financiero, la deuda neta equivale a 8.4 veces el valor del EBITDA al 30 de junio de 2019, estando únicamente 0.6 veces por debajo del límite establecido para el segundo resguardo financiero (9 veces). Sin embargo, según datos proyectados a partir de 2019, los niveles de deuda presentan decrementos graduales, en la medida que la institución realiza el pago de sus obligaciones.

Segundo resguardo financiero (Millones US\$/VECES)																
	2018	Jun-19	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBITDA	43.5	24.0	40.0	40.7	41.2	41.8	42.3	42.8	43.3	43.7	44.1	44.4	44.7	44.9	45.1	45.1
Deuda neta	235.8	202.5	187.9	174.3	160.3	145.7	135.8	125.1	113.7	103.7	99.1	96.6	87.3	75.6	62.9	45.1
Veces	5.4	8.4	4.6	4.2	3.8	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4	1.0

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

² Proyectados a partir de 2019

Flujos por ceder por CEPA al Fondo de Titularización VTHVCPA02 (en miles US\$)											
Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión
1	455.0	31	496.0	61	496.0	91	625.0	121	625.0	151	1,290.0
2	455.0	32	496.0	62	496.0	92	625.0	122	625.0	152	1,290.0
3	455.0	33	496.0	63	496.0	93	625.0	123	625.0	153	1,290.0
4	455.0	34	496.0	64	496.0	94	625.0	124	625.0	154	1,290.0
5	455.0	35	496.0	65	496.0	95	625.0	125	625.0	155	1,290.0
6	455.0	36	496.0	66	496.0	96	625.0	126	625.0	156	1,290.0
7	455.0	37	496.0	67	496.0	97	625.0	127	625.0	157	1,290.0
8	455.0	38	496.0	68	496.0	98	625.0	128	625.0	158	1,290.0
9	455.0	39	496.0	69	496.0	99	625.0	129	625.0	159	1,290.0
10	455.0	40	496.0	70	496.0	100	625.0	130	625.0	160	1,290.0
11	455.0	41	496.0	71	496.0	101	625.0	131	625.0	161	1,290.0
12	455.0	42	496.0	72	496.0	102	625.0	132	625.0	162	1,290.0
13	455.0	43	496.0	73	496.0	103	625.0	133	625.0	163	1,290.0
14	455.0	44	496.0	74	625.0	104	625.0	134	625.0	164	1,290.0
15	455.0	45	496.0	75	625.0	105	625.0	135	1,290.0	165	1,290.0
16	455.0	46	496.0	76	625.0	106	625.0	136	1,290.0	166	1,290.0
17	455.0	47	496.0	77	625.0	107	625.0	137	1,290.0	167	1,500.0
18	455.0	48	496.0	78	625.0	108	625.0	138	1,290.0	168	1,500.0
19	455.0	49	496.0	79	625.0	109	625.0	139	1,290.0	169	1,500.0
20	455.0	50	496.0	80	625.0	110	625.0	140	1,290.0	170	1,500.0
21	455.0	51	496.0	81	625.0	111	625.0	141	1,290.0	171	1,500.0
22	455.0	52	496.0	82	625.0	112	625.0	142	1,290.0	172	1,500.0
23	455.0	53	496.0	83	625.0	113	625.0	143	1,290.0	173	1,500.0
24	455.0	54	496.0	84	625.0	114	625.0	144	1,290.0	174	1,500.0
25	496.0	55	496.0	85	625.0	115	625.0	145	1,290.0	175	1,500.0
26	496.0	56	496.0	86	625.0	116	625.0	146	1,290.0	176	1,500.0
27	496.0	57	496.0	87	625.0	117	625.0	147	1,290.0	177	1,500.0
28	496.0	58	496.0	88	625.0	118	625.0	148	1,290.0	178	1,500.0
29	496.0	59	496.0	89	625.0	119	625.0	149	1,290.0	179	1,500.0
30	496.0	60	496.0	90	625.0	120	625.0	150	1,290.0	180	1,500.0
TOTAL (En miles US\$)						\$135,629					

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

Resumen de Estados Financieros No Auditados

Balance de Situación Financiera (En miles US\$)							
Componentes	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
Activos							
Fondos	58,675	28,450	22,802	44,855	64,623	56,662	64,248
Inversiones financieras	11,940	39,895	37,748	63,990	31,514	45,625	20,747
Inversiones en existencias	4,986	5,306	5,386	5,283	5,509	5,020	5,144
Inversiones en bienes de uso	407,236	429,281	426,242	430,376	466,727	429,544	459,151
Inversiones en proyectos y programas	40,688	17,256	26,828	37,278	93,662	29,227	93,553
Total	523,526	520,188	519,006	581,782	662,035	566,079	642,844
Pasivos							
Depósitos de terceros	2,925	3,005	3,207	29,211	27,224	29,765	27,482
Acreedores monetarios				-	-	4,916	4,756
Endeudamiento interno	69,292	88,195	81,973	103,393	95,588	99,544	91,501
Endeudamiento externo	62,578	57,064	53,951	50,574	46,130	49,003	44,807
Acreedores	47,811	27,221	33,166	47,226	94,040	24,586	66,202
Total	182,605	175,485	172,297	230,404	262,983	207,814	234,747
Patrimonio							
Patrimonio	330,680	340,875	344,659	348,102	394,450	351,380	399,064
Detrimento patrimonial	(0)	(0)	(7)	(8)	(12)	(8)	(12)
Resultado a la fecha	10,241	3,828	2,058	3,285	4,614	6,893	9,044
Patrimonio Total	340,921	344,703	346,709	351,378	399,053	358,264	408,096
Total pasivo + Patrimonio	523,526	520,188	519,006	581,782	662,035	566,079	642,844

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Estado de Resultados (En miles US\$)							
Componentes	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
Financieros y otros	6,603	6,273	7,500	8,551	7,217	3,908	3,643
Por transferencias corrientes recibidas	379	107	474	79	107	82	74
Venta de bienes y servicios	71,143	80,436	92,890	94,771	103,910	49,527	56,091
Por actualizaciones y ajustes	13,185	7,503	12,704	3,427	4,998	2,815	1,934
INGRESOS TOTALES	91,309	94,319	113,568	106,829	116,231	56,333	61,742
Personal	16,998	18,527	20,260	23,129	37,298	18,030	22,806
Bienes de consumo y servicios	30,217	29,162	37,762	31,855	24,294	9,288	8,709
Bienes capitalizables	244	314	285	333	268	86	107
Financieros y otros	8,565	8,150	9,247	10,287	12,025	6,150	5,542
Por transferencias otorgadas	4,224	4,880	6,096	8,635	6,285	3,001	3,404
Costos de ventas y cargos calculados	15,290	19,017	18,055	18,363	18,799	9,179	9,296
Por actualizaciones y ajustes	5,530	5,514	14,159	4,486	4,893	3,704	2,835
GASTOS TOTALES	81,069	85,564	105,863	97,088	103,863	49,440	52,699
SUPERAVIT (DEFICIT)	10,241	8,755	7,705	9,741	12,369	6,893	9,044
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	6,893	9,044

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Indicadores de la entidad						
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2018	Jun 2019
Rentabilidad						
EBITDA (en miles US\$)	34363	35,270	38,657	43,453	22,242	23,966
ROE	2.54%	2.22%	2.77%	3.10%	1.92%	2.22%
ROA	1.68%	1.48%	1.67%	1.87%	1.22%	1.41%
Margen de Utilidad Neta	0.093	6.78%	9.12%	10.64%	12.24%	14.65%
Liquidez						
Margen de Liquidez	2.43	181.02%	149.18%	83.79%	194.95%	95.37%
Capital de trabajo (en miles US\$)	43336	29,468	37,593	-19,660	51,609	-4,341
Solvencia						
Deuda total a patrimonio	0.51	0.50	0.66	0.66	0.58	0.58
Activo / Pasivo	0.34	0.33	0.40	0.40	0.37	0.37
EBITDA/ Deuda neta	-	4.79	5.20	5.43	7.78	8.45
Cobertura						
Cobertura EBITDA de Intereses	4.06	3.70	3.64	3.53	3.57	4.24
Cobertura de Intereses	2.03	1.81	1.92	2.01	2.11	2.60

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Historial de clasificaciones		
Con información financiera correspondiente a:	Clasificación otorgada	Perspectiva
Del 30 de septiembre del 2016 al 31 de diciembre de 2018	AAA	Estable

Fuente y elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis.

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

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