

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

Comité No. 30/2020	
Informe con EEFF no auditados al 31 de diciembre de 2019	Fecha de comité: 29 de abril de 2020
Periodicidad de actualización: Semestral	Originador perteneciente al sector de instituciones autónomas San Salvador, El Salvador

Equipo de Análisis		
Adriana Rodríguez arodriguez@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	Jun-19	Dic-19
Fecha de comité	23/10/201	22/4/2016	31/3/2018	27/4/2018	16/4/2018	18/9/2019	29/4/2020
Valores de Titularización CEPA01							
Tramo 2 al 7	AAA						
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Negativa

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 decidió por unanimidad ratificar la clasificación de riesgo de "AAA", con cambio de perspectiva "Estable" a "Negativa" a todos los tramos de los Valores de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01.

La clasificación se fundamenta en la constante generación de ingresos por parte de CEPA, permitiéndole mejorar sus indicadores de rentabilidad y mantener adecuados niveles de cesión de flujos del fondo, siendo un originador con alta capacidad de pago. Además la institución mantiene bajos niveles de endeudamiento, 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.

El cambio de perspectiva obedece al impacto negativo en los flujos que se ceden para el pagó la emisión, producto de las medidas tomadas por el gobierno las cuales afectarán significativamente la economía local, aunado al cierre de operaciones del Aeropuerto Internacional por tiempo indefinido a partir de marzo, que dificultará la recaudación de los flujos requeridos para el pago de deuda.

Perspectiva

Negativa.

Resumen Ejecutivo

- **Capacidad de generación de ingresos y mejora en los indicadores de rentabilidad.** Al 31 de diciembre de 2019, CEPA mostró un crecimiento interanual del 8.14% de sus beneficios, resultado de la dinámica favorable que presentó el Aeropuerto Internacional y el puerto de Acajutla, los cuales impulsaron el incremento de los ingresos de bienes y servicios en 9.26%, en comparación al mismo periodo en 2018. Por lo anterior, el nivel de EBITDA se ubicó en US\$6.95 millones, asimismo los indicadores de rentabilidad se vieron beneficiados al reflejar un retorno patrimonial del 4.82% y un retorno sobre activos de 3.16% (3.10% y 1.87% respectivamente a diciembre 2018).
- **Adecuados niveles de cesión.** CEPA destinó un 9.35% del total de sus ingresos para cubrir el monto de las

cesiones del primer fondo de titularización (VTHVCPA01) al finalizar el 2019. Al considerar ambos fondos (VTHVCPA 01 y 02), el nivel de cesión se incrementa hasta un 13.69% 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.

- **Indicadores de solvencia estables y cumplimiento del resguardo financiero.** La disminución en el nivel de endeudamiento interno (-8.67%) y externo (-10.13%) que tuvo CEPA entre 2018 y 2019, influyó en la mejora de los indicadores de solvencia, ya que la deuda financiera respecto al patrimonio fue de 0.32 veces a diciembre 2019, menor en 0.04 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 3.69 veces cumpliendo con el resguardo establecido.
- **Sólidos resguardos legales.** El fondo de titularización posee una 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 los 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 (PCR-SV-MET-P-057), 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 31 de diciembre de 2019.
- **Riesgo Operativo:** Modelo Financiero del fondo de titularización.
- **Documentos Legales:** Contrato de Titularización FTHVCPA01, Contrato de Orden Irrevocable de Pago y Contrato de administración de Fondos

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: A diciembre 2019, no se cuenta con información auditada.

Limitaciones potenciales: PCR dará seguimiento a la capacidad del fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago de sus obligaciones, así como el cumplimiento de los resguardos financieros y legales establecidos en el contrato de cesión, los cuales podrían verse afectados por la coyuntura mundial del COVID-19, dichos efectos podrían impactar en los flujos de los aeropuertos y puertos, producto de las medidas de restricción por frenar la propagación del virus. Por su parte, aun no se pueden determinar los alcances económicos reales, pero deben de ser monitoreados para poder estimar el posible impacto en el sector.

Hechos Relevantes

- Para diciembre 2019, el proyecto de ampliación de la terminal de pasajeros del Aeropuerto Internacional de El Salvador cuenta con un avance del 67%, devengando US\$4.58 millones del total presupuestado (US\$10 millones). Mientras, que el proyecto de mejoramiento de instalaciones del Puerto de la Unión, aun no se encuentra ejecutado.
- En septiembre 2019, CEPA desembolsó US\$3.7 millones adicionales a los US\$37.8 millones que costaba el proyecto de ampliación del aeropuerto, por diferencias en listas de materiales que establecía el plan de oferta económica con la empresa constructora mexicana Caabsa.
- En junio 2019, CEPA firmó un acuerdo con representantes de la Agencia de Cooperación Internacional de Japón (JICA), para que se hiciera otro estudio sobre la reactivación de la terminal marítima del Puerto de la Unión.
- 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

Entorno económico

De acuerdo con la última medición del PIB publicada por el Banco Central de Reserva (BCR), al cierre del año 2019 la tasa de crecimiento económico del país se ubicó en 2.38%, similar a la registrada en el año 2018 (2.44%) y superior al promedio anual observado durante los últimos cinco años (2.2%). El crecimiento del país se vio influenciado por la recuperación económica mostrada al segundo y tercer trimestre de 2019, ambos trimestres con tasas de crecimiento interanuales del 3.0%, lo cual significó una reversión de la tendencia hacia la baja durante los cinco trimestres previos.

Desde el enfoque de la demanda, el elemento que mostró el mayor aporte al crecimiento fue el consumo privado, el cual reflejó una contribución de 2.19%, no obstante esta contribución fue levemente menor a la registrada en el año 2018 (2.59%), de tal forma que el comportamiento del consumo privado estaría influenciado por el desempeño de las Remesas Familiares las cuales constituyen un ingreso disponible para el gasto de consumo de las familias salvadoreñas y que a diciembre 2019 alcanzaron un valor de US\$5,648.96 millones, equivalente a un aumento de US\$258.4 millones (+4.8%) respecto a diciembre de 2018. La dinámica de las Remesas estaría asociada al comportamiento positivo del mercado laboral estadounidense donde la tasa de desempleo hispana disminuyó cuatro puntos básicos pasando de 3.9% en diciembre de 2018 a 3.5% en diciembre de 2019, reflejando una mayor ocupación de este segmento de población. Por su parte, las importaciones presentaron una contribución al crecimiento del PIB de 1.85%, menor al 2.47% reportado en el año 2018, influenciado por la desaceleración de estas que pasaron de registrar una tasa de crecimiento de 5.5% en 2018 a 3.8% en 2019.

Por el lado de la oferta, los sectores que reflejaron una mayor contribución al crecimiento fueron: la Construcción (0.49%), Actividades Financieras y de Seguros (0.29%), Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado (0.26%), y la Industria Manufacturera (0.22%). En cuanto al sector construcción este sigue siendo impulsado por la continuidad de proyectos de infraestructura residencial tales como condominios y torres de apartamento, así como edificios para centros comerciales y de oficina.

Las Actividades Financieras y de Seguros se han visto beneficiadas por la abundante liquidez de la economía y el crecimiento de las primas. A diciembre de 2019, los depósitos totales reportados por el sistema bancario ascendieron a US\$13,679.27 millones, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 11%. Mientras que la cartera crediticia se ubicó en US\$12,863.5 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 5.2%. En cuanto al sector seguros, este resultó favorecido por el crecimiento de las primas productos que presentaron un monto de US\$758.94 millones, reflejando una tasa de crecimiento de 4.93%.

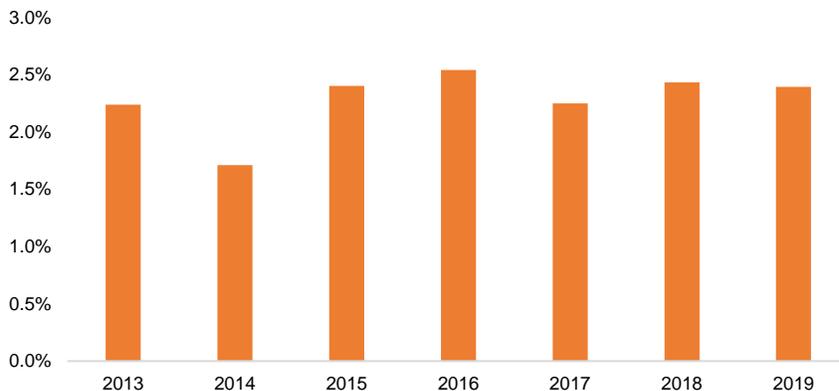
En cuanto a la Industria Manufacturera, su contribución al crecimiento estaría asociada a la fabricación de productos minerales no metálicos, así como la fabricación de metales comunes y productos metálicos, actividades que se encuentran relacionada a la dinámica del sector construcción.

Por su parte, el sector de suministro de electricidad se ha visto beneficiado por la reducción de los precios del petróleo lo cual permite que empresas locales muestren una mayor generación de energía eléctrica. A diciembre de 2019, la generación de energía térmica que se obtiene a base de derivados del petróleo alcanzó los 1,606.1 GWh, equivalente a un incremento de 426.5 GWh (+36.16%), mientras que en diciembre de 2018 había reflejado una reducción de -27.5%. En este sentido, la generación eléctrica nacional transada durante el año 2019 fue de 5,189.7 Gigavatios/hora, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 8.6%.

El PIB Nominal en el 2019 acumuló los US\$27,022.64 millones, con un incremento nominal interanual de \$905.24 millones (equivalente a una tasa de crecimiento de 3.47% anual), siendo menor a lo observado en el año previo cuando se registró un 4.55%.

En cuanto a los principales precios de la economía, el Índice de Precios del Consumidor se ubicó en 112.29 en diciembre de 2019 con una variación interanual de 0%, por debajo del 0.43% registrado en diciembre de 2018, este proceso des-inflacionario estaría relacionado a la reducción de precios en las divisiones de Alojamiento, Agua y Electricidad y Prendas de vestir que registraron tasas de -2.31% y -1.85%, respectivamente. Mientras que la división de Transporte solamente registró un crecimiento de 0.49%. Cabe destacar que las divisiones anteriormente mencionadas tienen una participación dentro de la canasta de bienes y servicios del IPC de 29.85%, por lo que sus variaciones inciden en buena parte en la inflación general.

VARIACIONES ANUALES DEL PIB 2013-2019 (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 - 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\$47,988,828.95

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

El monto de la emisión podrá ser hasta por la suma de hasta US\$77.70 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 del 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 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 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 terminó 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	Fecha de caducidad	Tasa de interés
Pagado	Tramo 1	US\$ 3,900,000	60 meses	18/2/2013	18/2/2018	4.75%
Emitido	Tramo 2	US\$ 38,344,000	144 meses	18/2/2013	18/2/2025	5.15%
Emitido	Tramo 3	US\$ 16,044,000	180 meses	18/2/2013	18/2/2028	5.93%
Emitido	Tramo 4	US\$ 4,853,000.00	180 meses	19/10/2015	19/10/2030	6.99%
Emitido	Tramo 5	US\$ 4,853,000.00	180 meses	19/10/2015	19/10/2030	6.99%
Emitido	Tramo 6	US\$ 4,853,000.00	180 meses	19/10/2015	19/10/2030	6.99%
Emitido	Tramo 7	US\$ 4,853,000.00	180 meses	19/10/2015	19/10/2030	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 de 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 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.

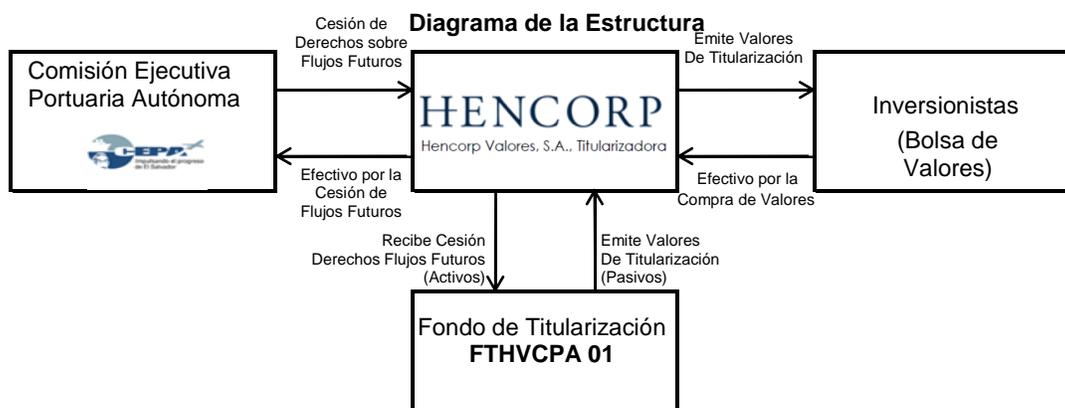
Operatividad de la Estructura de Titularización

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, transferir fondos 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 determinada 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 unos cuatro puntos 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 CEPA y la Titularizadora, 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 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 hacen 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 de la Ley de Titularización de Activos, aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. El 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp constituyó una Sociedad Titularizadora en El Salvador, la cual se denomina Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

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, regional y otras entidades del sector público, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales, introduciendo de esta forma, un mecanismo adicional que provea financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzca nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables.

Accionistas 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 V Holding, S. de R.L.	99.98%	Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%	Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Total	100%	Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
		Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
		Gerente Suplente	Felipe Holguín
		Gerente Suplente	Roberto Arturo Valdivieso
		Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
		Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés

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

Experiencia y participación de mercado

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora es una empresa autorizada por el regulador local para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. La Ley de Titularización de Activos fue aprobada en noviembre de 2007 y su normativa de aplicación, recién a inicios de 2010. Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales, lo que ha hecho posible que la Titularizadora al cierre del 2019 tenga colocados más de US\$851 MM en el mercado salvadoreño, equivalentes a más de 15 Fondos de Titularización que representan un 75.2% de participación total.

Gestión de riesgos

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, para mitigar los riesgos asociados a su correcto desempeño de sus actividades económicas y en cumplimiento con lo establecido en las Normas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades Bursátiles (NPR-11), emitidas por el BCR, ha elaborado un Manual de Gestión de Riesgos con el propósito de identificar, medir, controlar, monitorear y comunicar riesgos, metodologías y herramientas que se emplean en los diferentes procesos y líneas de negocio de Hencorp Valores y sus fondos administrados.

Adicional a lo anterior, Hencorp Valores cuenta con una Auditoría Externa, regulada por el BCR y supervisada por la SSF, para tener una amplia gama de acciones que le permitan el manejo óptimo de los riesgos que pudiesen afectar la estrategia, los procesos, los proyectos o las nuevas inversiones del negocio.

Resultados financieros

Por la naturaleza del negocio de la Titularizadora Hencorp Valores, LTDA., es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía, en ese sentido, al cierre del 2019 la Titularizadora presentó un incremento interanual en 0.8 p.p en su razón corriente pasando de 2.4 veces a 3.2 veces, significando una mayor capacidad financiera de la Titularizadora para responder a sus obligaciones de corto plazo.

LIQUIDEZ (VECES)					
Liquidez	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Razón Corriente	2.0	3.1	3.2	2.4	3.2

Fuente: Hencorp valores, S.A., Titularizadora / Elaboración: PCR

Así mismo, producto del crecimiento en las utilidades netas reportadas al cierre del 2019 que alcanzaron los US\$1,453 miles, agregada la estabilidad en el patrimonio y el comportamiento de los activos totales de la Titularizadora, los indicadores de rentabilidad con respecto a sus activos (ROA) y patrimonio (ROE) mejoraron interanualmente. El ROA reportó un incremento de 5.8 p.p. pasando de ubicarse en 28.8% para diciembre 2018 a situarse en 34.6% al cierre del año 2019, demostrando una mayor capacidad de los activos de la Titularizadora en la generación de utilidades. Así mismo, el ROE mejoró en 1.5 p.p. (diciembre 2018: 49.1% vs. diciembre 2019: 50.6%), demostrando mayores niveles de rentabilidad para retribuir a los accionistas.

ROA Y ROE (%)					
Rentabilidad	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
ROA	24.5%	34.4%	34.6%	28.8%	34.6%
ROE	49.4%	50.6%	49.9%	49.1%	50.6%

Fuente: Hencorp valores, S.A., 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 inició 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.

A diciembre 2019, la ampliación de la terminal de pasajeros del Aeropuerto Internacional reportaba el 67% de avance del proyecto; por su parte, la ampliación del patio de contenedores del Puerto de Acajutla se encuentra finalizado con un presupuesto total de \$220.51 miles. Dentro de los proyectos que se encuentran por ejecutarse por parte de CEPA están, el mejoramiento de las instalaciones en el Puerto de la Unión con un presupuesto de \$15 millones de dólares y la perforación del pozo n°. 3 del Puerto de Acajutla con un monto del proyecto de \$231.49 miles.

Gobierno corporativo del Originador

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

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

Junta Directiva

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

Junta Directiva de CEPA	
Director	Cargo
Federico Gerardo Anliker López	Presidente
Saúl Antonio Castelar Contreras	Director Propietario
Ricardo Antonio Ballesteros Andino	Director Propietario
Dalila Marisol Soriano de Rodríguez	Director Propietario
Francisco José Sol Schweikert	Director Propietario
José Alejandro Zelaya Villalobos	Director Propietario
Álvaro Ernesto O'byrne Cevallos	Director Suplente
Marvin Alexis Quijada	Director Suplente

Yanci Yanet Salmerón de Artiga	Director Suplente
Mauricio Alberto Solórzano Martínez	Director Suplente
Manuel Fabio Calderón Menéndez	Director Suplente
Exón Oswaldo Ascencio Albeño	Director Suplente
Emérito De Jesús Velásquez Monterrosa	Secretario de Actas

Fuente: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma / Elaboración: PCR

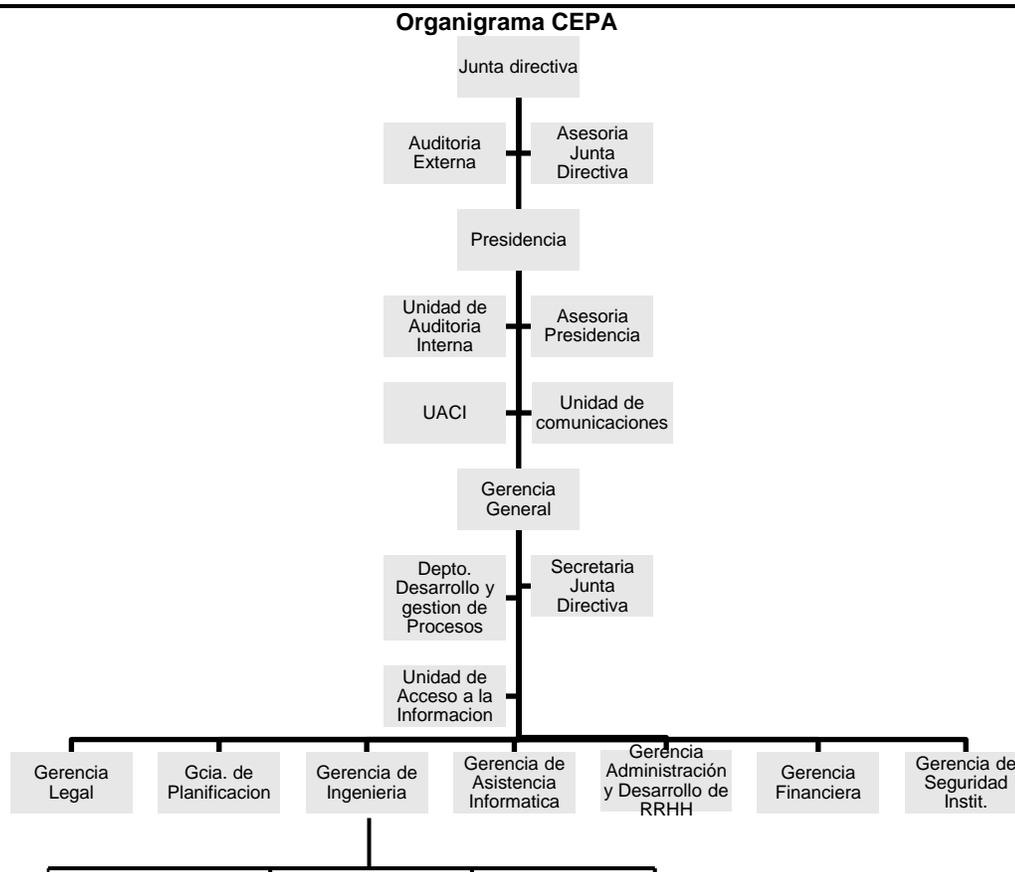
Plana Gerencial

CEPA tiene una oficina central para la mayoría de sus operaciones, así como 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 2019:

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

Organigrama Administrativo de CEPA



AIES e Ilopango

Puerto de la Unión

Puerto de Acajutla

FENADESAL

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, 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 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 del Originador

El análisis financiero se ha realizado con base a los Estados Financieros Auditados 2014-2018 y no auditados a diciembre 2019; 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

Activos

Al 31 de diciembre de 2019, los activos de la institución totalizaron US\$622.50 millones, reflejando una disminución de US\$39.54 millones (-5.97%) en comparación al mismo período en 2018, producto de la reducción en las inversiones en proyectos y programas en US\$24.63 millones (-26.30%), consecuencia del recorte en los costos

acumulados de inversión en -US\$10.38 millones y por la menor compra de equipo de transporte por -US\$9.18 millones. Además, se reportó una reducción en los fondos por US\$15.67 millones (-24.24%), debido a la disminución en los anticipos de fondos (-39.50%) y en las disponibilidades (-12.33%). Las inversiones financieras también mostraron una reducción significativa en US\$14.26 millones. Por otro lado, CEPA aumentó el monto que poseía en inversiones en bienes de uso, más específicamente en bienes depreciables con un crecimiento de +6.19%, producto del incremento en máquina y equipo en US\$14.49 millones.

Estructura del Activo (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
Fondos	28,450	22,802	44,855	64,623	48,955
Inversiones financieras	39,895	37,748	63,990	31,514	17,253
Inversiones en existencias	5,306	5,386	5,283	5,509	5,331
Inversiones en bienes de uso	429,281	426,242	430,376	466,727	481,929
Inversiones en proyectos y programas	17,256	26,828	37,278	93,662	69,032
Activo Total	520,188	519,006	581,782	662,035	622,499

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Pasivos y Patrimonio

A la fecha de análisis los pasivos totalizaron US\$214.26 millones, reflejando una disminución en US\$48.72 millones (-18.53%) con respecto al año anterior. Causado principalmente por la reducción en el financiamiento con terceros en 21.01% (-US\$49.54 millones), producto de la disminución en los acreedores financieros (-36.58 millones), seguido por la reducción en el endeudamiento interno y externo en -8.67% y -10.13% respectivamente; pese a ello, siguen teniendo el mayor porcentaje de participación dentro del pasivo de la institución con un 60.09%, siendo esta deuda, conformada a nivel interno por los dos fondos de titularización que tiene en emisión, mientras que el endeudamiento externo lo conforman préstamos con el banco Japonés para la Cooperación Internacional (JBIC).

Estructura del Pasivo (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
Depósitos de terceros	3,005	3,207	29,211	27,224	28,041
Acreedores monetarios	0	0	0	0	0
Endeudamiento Interno	88,195	81,973	103,393	95,588	87,299
Endeudamiento Externo	57,064	53,951	50,574	46,130	41,459
Acreedores Financieros	27,221	33,166	47,226	94,040	57,461
Pasivo Total	175,485	172,297	230,404	262,983	214,260

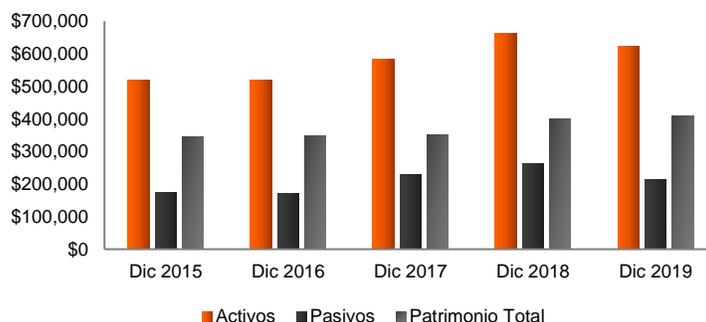
Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Respecto al patrimonio, este presenta un incremento de US\$9.19 millones (+2.30%), como consecuencia del aumento en el resultado del ejercicio (+US\$4.57 millones) con respecto a diciembre 2018, producto del incremento en mayor proporción de los ingresos totales en relación a los gastos (+8.14% y +2.07% respectivamente).

Estructura de Patrimonio (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
Patrimonio Estatal	340,875	344,652	348,094	394,439	399,053
Patrimonio	340,875	344,659	348,102	394,450	399,064
Detrimento patrimonial	(0)	(7)	(8)	(12)	(12)
Resultado a la fecha	3,828	2,058	3,285	4,614	9,187
Patrimonio Total	344,703	346,709	351,378	399,053	408,239

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

ESTRUCTURA DEL BALANCE GENERAL (US\$ MILES)



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Análisis de Resultados

Ingresos

Al 31 de diciembre de 2019, los ingresos de CEPA ascendieron a US\$125.69 millones, es decir US\$9.46 millones más que los obtenidos en el mismo periodo en 2018, con un crecimiento de 8.14%, resultado del aumento en los ingresos operacionales por la venta de bienes y servicios en US\$9.62 millones, representando el 90.33% de los ingresos totales. Vinculados al aumento en servicio de contenedores en el Puerto de Acajutla en 8.34% y los derechos de embarque dentro de los servicios aeronáuticos en 10.07%. Por su parte, los ingresos por actualizaciones y ajustes mostraron una reducción de (-4.20%) respecto a diciembre de 2018, producto de las diferencias por tipo de cambio M/E en -US\$1.09 millones.

Ingresos de Gestión (Miles de US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
Financieros y otros	6,273	7,500	8,551	7,217	7,272
Por transferencias corrientes recibidas	107	474	79	107	94
Venta de bienes y servicios	80,436	92,890	94,771	103,910	113,534
Por actualizaciones y ajustes	7,503	12,704	3,427	4,998	4,788
Ingreso Total	94,319	113,568	106,829	116,231	125,688

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Cuadro : Dinámica de los principales generadores de ingreso (Unidades)		
Aeropuerto Internacional	dic-18	dic-19
Aterrizajes	1,654,703	1,881,179
Pasajeros	3,411,015	3,742,499
Estacionamientos	2,442,059	3,199,072
Puerto de Acajutla	dic-18	dic-19
Buques	572	578
Servicio de Contenedores	137,278	152,446

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

A la fecha de análisis, los ingresos totales del Aeropuerto Internacional mostraron un crecimiento de 7.44%, principalmente por el incremento en los ingresos por derechos de embarque en US\$2.23 millones, seguido por los ingresos por aterrizaje (+12.98%) y estacionamientos (+28.90%). En cuanto, a los ingresos del puerto de Acajutla estos totalizaron US\$57.05 millones, con un crecimiento de 108.93%, representados en mayor porcentaje por el servicio de contenedores, con un 46.77% del total de los ingresos, seguido por la carga total¹ en 31.79%.

Costos y gastos

Respecto a los costos y gastos de gestión presentados por la institución en el periodo de análisis, estos totalizaron US\$106.01 millones, incrementando en US\$2.15 millones en comparación a diciembre 2018. Los aumentos de los gastos son resultado de mayores remuneraciones al personal en US\$6.88 millones y del aumento en transferencias otorgadas en US\$488.09 miles; cabe destacar que la institución redujo sus gastos en bienes de consumo y servicios en -US\$3.85 millones, producto de la disminución en servicios de mantenimiento y reducción de las licitaciones para servicios comerciales en -68.72%. Por su parte, los gastos por actualizaciones y ajustes también muestran un recorte en -US\$1.07 millones.

¹ Carga total: Carga general + Carga a granel líquida+ Carga a granel sólida.

Gastos de Gestión (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
Personal	18,527	20,260	23,129	37,298	44,179
Bienes de consumo y servicios	29,162	37,762	31,855	24,294	20,445
Bienes capitalizables	314	285	333	268	466
Financieros y otros	8,150	9,247	10,287	12,025	11,500
Por transferencias otorgadas	4,880	6,096	8,635	6,285	6,773
Costos de ventas y cargos calculados	19,017	18,055	18,363	18,799	18,822
Por actualizaciones y ajustes	5,514	14,159	4,486	4,893	3,823
Gastos Totales	85,564	105,863	97,088	103,863	106,009

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

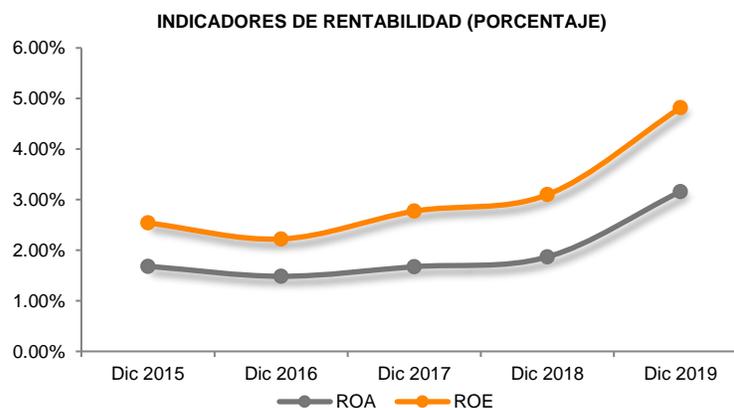
Análisis de rentabilidad y cobertura

El nivel de EBITDA a diciembre 2019 fue de US\$50.40 millones, mayor en US\$6.95 millones respecto a diciembre 2018, impulsado por el incremento de las ventas en bienes y servicios (9.26%). De igual manera, lo anterior fue influyente para que la utilidad neta del período fuera de 99.12% mayor en comparación al resultado de diciembre de 2018, como resultado el margen neto fue de 15.66%, mayor al 10.64% obtenido en diciembre 2018.

Margen de Utilidad (Miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
Utilidad neta	3,828	2,058	3,285	4,614	9,187
EBITDA	34,364	35,270	38,657	43,453	50,405
Margen de Utilidad Neta	9.3%	6.8%	9.1%	10.6%	15.7%
Margen de EBITDA	36.4%	31.1%	36.2%	37.4%	40.1%

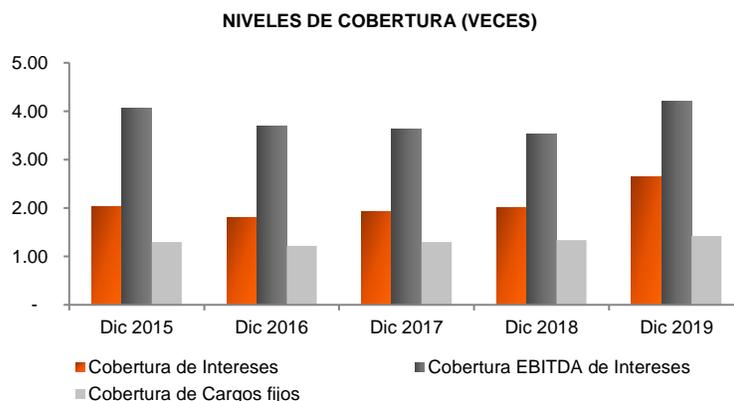
Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

El aumento de los beneficios obtenidos hasta diciembre 2019 influyó de manera positiva en los indicadores de rentabilidad, quienes muestran haber mejorado en comparación al mismo periodo en 2018, obteniendo un retorno sobre activos de 3.16%, superior al 1.87% de diciembre 2018, igualmente, el retorno sobre patrimonio obtenido fue de 4.82%, siendo mayor al 3.10% de diciembre 2018.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

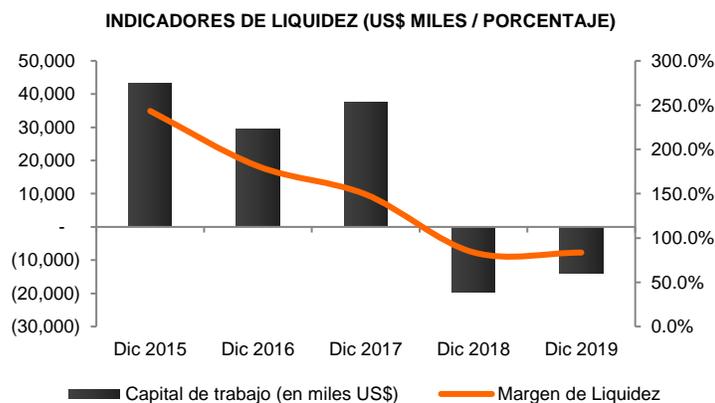
La buena gestión por parte de CEPA, permite que la institución muestre niveles de cobertura adecuados para hacer frente a sus obligaciones. A la fecha de análisis, la utilidad operacional cubre en 2.64 veces el pago de intereses, por otro lado la cobertura de los cargos fijos fue de 1.42 veces, mientras que a diciembre de 2018 la cobertura del pago de intereses y gastos fijos fue de 2.01 y de 1.34 respectivamente.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Análisis de Liquidez

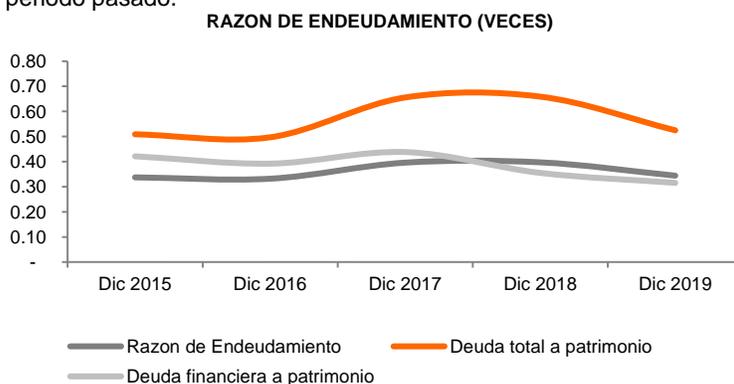
Al analizar la capacidad de pago de CEPA, a través del comparativo de sus disponibilidades en relación a sus obligaciones en el corto plazo; los indicadores de liquidez muestran una leve disminución respecto al periodo pasado, debido a la reducción en las cuentas de fondos e inversiones temporales, que en su conjunto disminuyeron (-US\$31.32 millones), pese a la reducción en los acreedores financieros y monetarios, se han visto afectados los niveles de liquidez, mismos que se encuentra en un nivel de 83.53% (83.79% a diciembre 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\$14.08 millones.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Análisis de Solvencia

En cuanto a los niveles de endeudamiento y solvencia, el endeudamiento patrimonial fue de 0.52, menor en 0.14 veces respecto a diciembre 2018, esto por la disminución en los pasivos no corrientes en (-21.01%) y un aumento en el patrimonio total (+2.30%). Es decir, que los pasivos de CEPA se encuentran mejor resguardados por el capital propio, asimismo la razón de endeudamiento presenta una disminución de 0.06 veces, teniendo un mayor nivel de cobertura respecto al periodo pasado.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Mientras que la deuda financiera respecto al patrimonio presenta una reducción de 0.04 p.p, debido a la disminución del endeudamiento total que posee la institución. A la fecha la deuda financiera respecto al patrimonio fue de 0.32 veces. Lo anterior, comprueba que la institución cuenta con niveles bajos de endeudamiento, mostrándose por debajo de 1.0 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 está descrito en el prospecto de esta emisión, 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; 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.

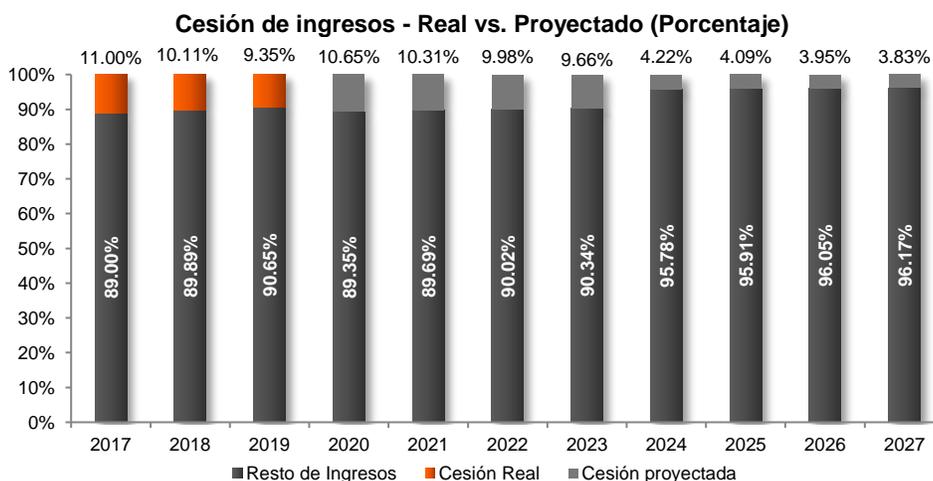
Teniendo en cuenta estos supuestos, se estima los ingresos para los años 2018 a 2030.

Ingresos y Cesión (En millones US\$)												
Componentes	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ingresos	125.7	113.9	117.7	121.6	125.7	129.8	134.2	138.6	143.2	148.0	152.9	158.0
Cesión Anual CEPA01	11.74	11.74	11.74	11.74	11.74	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30
Cesión/Ingresos	9.35%	10.65%	10.31%	9.98%	9.66%	4.22%	4.09%	3.95%	3.83%	3.70%	3.58%	3.47%

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. 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 cedió un 11% del total de los ingresos, es decir 3.09% menos del máximo proyectado.

Al cierre del 2019, el monto de cesión anual corresponde a un 9.35% del total de los ingresos estando 10.65% por debajo del máximo legal. Cuando 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 en 1.30% a lo proyectado 2019 (10.65%) y manteniéndose en niveles bajos respecto al techo legal del 20% de cesión.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Resumen de Estados Financieros CEPA

Balance de Situación Financiera (En miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
Activos					
Fondos	28,450	22,802	44,855	64,623	48,955
Inversiones financieras	39,895	37,748	63,990	31,514	17,253
Inversiones en existencias	5,306	5,386	5,283	5,509	5,331
Inversiones en bienes de uso	429,281	426,242	430,376	466,727	481,929
Inversiones en proyectos y programas	17,256	26,828	37,278	93,662	69,032
Total	520,188	519,006	581,782	662,035	622,499
Pasivos					
Depósitos de terceros	3,005	3,207	29,211	27,224	28,041
Acreedores monetarios			-	-	-
Endeudamiento interno	88,195	81,973	103,393	95,588	87,299
Endeudamiento externo	57,064	53,951	50,574	46,130	41,459
Acreedores	27,221	33,166	47,226	94,040	57,461
Total	175,485	172,297	230,404	262,983	214,260
Patrimonio					
Patrimonio Estatal	340,875	344,652	348,094	394,439	399,053
Patrimonio	340,875	344,659	348,102	394,450	399,064
Detrimento patrimonial	(0)	(7)	(8)	(12)	(12)
Resultado a la fecha	3,828	2,058	3,285	4,614	9,187
Patrimonio Total	344,703	346,709	351,378	399,053	408,239
Total pasivo + Patrimonio	520,188	519,006	581,782	662,035	622,499

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Estado de Resultados (En Miles US\$)					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
Financieros y otros	6,273	7,500	8,551	7,217	7,272
Por transferencias corrientes recibidas	107	474	79	107	94
Venta de bienes y servicios	80,436	92,890	94,771	103,910	113,534
Por actualizaciones y ajustes	7,503	12,704	3,427	4,998	4,788
INGRESOS TOTALES	94,319	113,568	106,829	116,231	125,688
Personal	18,527	20,260	23,129	37,298	44,179
Bienes de consumo y servicios	29,162	37,762	31,855	24,294	20,445
Bienes capitalizables	314	285	333	268	466
Financieros y otros	8,150	9,247	10,287	12,025	11,500
Por transferencias otorgadas	4,880	6,096	8,635	6,285	6,773
Costos de ventas y cargos calculados	19,017	18,055	18,363	18,799	18,822
Por actualizaciones y ajustes	5,514	14,159	4,486	4,893	3,823
GASTOS TOTALES	85,564	105,863	97,088	103,863	106,009
SUPERAVIT (DEFICIT)	8,755	7,705	9,741	12,369	19,679
Impuesto sobre la renta	3,140	3,664		4,911	6,640
Retribución fiscal	1,787	1,983		2,844	3,852
Utilidad Neta	3,828	2,058	9,741	4,614	9,187

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Indicadores Financieros					
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
Rentabilidad					
EBITDA	34363.84	35,270	38,657	43,453	50,405
ROE	2.54%	2.22%	2.77%	3.10%	4.82%
ROA	1.68%	1.48%	1.67%	1.87%	3.16%
Margen de Utilidad Neta	0.093	6.78%	9.12%	10.64%	15.66%
Liquidez					
Margen de Liquidez	2.43	181.02%	149.18%	83.79%	83.53%
Capital de trabajo (en miles US\$)	43336.77	29,468	37,593	-19,660	-14,079
Solvencia					
Deuda total a patrimonio	0.51	0.50	0.66	0.66	0.52
Activo / Pasivo	0.34	0.33	0.40	0.40	0.34
EBITDA/ Deuda neta	-	4.79	5.20	5.43	3.69
Cobertura					
Cobertura EBITDA de Intereses	4.06	3.70	3.64	3.53	4.21

Cobertura de Intereses	2.03	1.81	1.92	2.01	2.64
------------------------	------	------	------	------	------

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Historial de clasificaciones		
Con información financiera correspondiente a:	Clasificación otorgada	Perspectiva
30 de septiembre del 2012 al 31 de diciembre de 2019	AAA	Negativa

Fuente y elaboración: PCR

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

Estados Financieros de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora

BALANCE GENERAL HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA (US\$ MILES)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Activo Corriente	5,804	4,151	4,023	4,740	4,192
Activo No Corriente	61	45	22	9	8
Activo Total	5,865	4,196	4,045	4,750	4,199
Pasivo corriente	2,955	1,341	1,239	1,967	1,329
Pasivo Total	2,955	1,341	1,239	1,967	1,329
Total Patrimonio	2,911	2,855	2,806	2,782	2,871
Pasivo + Patrimonio	5,865	4,196	4,045	4,750	4,199

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

ESTADO DE RESULTADOS HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA (US\$ MILES)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Ingresos por titularización de activos	3,917	3,427	3,280	3,343	3,501
Ingresos de inversiones financieras	86	74	41	40	19
Total de ingresos de operación	4,003	3,501	3,321	3,382	3,520
Costos por servicios	80	2	12	93	80
Resultado de Operación Bruto	3,922	3,499	3,309	3,290	3,440
Gastos de Administración	1,860	1,382	1,278	1,301	1,352
Gastos Financieros	64	53	27	36	10
Total costos y gastos de operación	2,004	1,437	1,317	1,430	1,442
Utilidad Operacional	1,999	2,064	2,004	1,953	2,078
Utilidad antes de Reserva e Impuestos	1,999	2,064	2,004	1,953	2,078
Impuesto sobre la Renta	562	620	603	586	625
Resultado del Ejercicio	1,437	1,444	1,401	1,367	1,453

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

Estados Financieros de VTHVCPA01

BALANCE GENERAL FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEPA 01 (US\$ MILES)

Componente	dic-17	dic-18	dic-19
Activo Corriente	12,802	12,807	12,779
Activo No Corriente	81,845	70,097	58,349
Activo Total	94,647	82,904	71,128
Pasivo corriente	8,805	9,213	9,572
Pasivo no corriente	93,379	81,780	69,671
Pasivo Total	102,184	90,993	79,243
Excedentes Déficit Acumulados FT	-7,537	-8,090	-8,115
Pasivo + Excedentes Acum.	94,647	82,904	71,128

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

ESTADO DE RESULTADOS FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEPA 01 (US\$ MILES)

Componente	dic-17	dic-18	dic-19
Ingresos por titularización	3,309	3,309	3,309
Ingresos por intereses devengados	-	-	-
Otros ingresos	7	0,52	30
Ingresos totales	3,316	3,310	3,339
Por administración y custodia	13	10	9
Por clasificación de riesgo	31	31	26
Auditoría externa y fiscal	4	4	4
Por servicios de valuación	-	-	-
Gastos de administración y operación	48	44	39
Gastos Financieros	3,921	3,502	3,049
Otros gastos	356	316	276
Impuesto sobre la Renta	-	-	-
Total de egresos y gastos	4,323	3,862	3,364
Resultado del Ejercicio	-1,007	-553	-25

Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora / 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.