

Títulos con Cargo a FTHVCPA02

Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA)

Estructura de Capital

Tramo	Clasificación	Perspectiva	Monto (USD millones)	Tasa de Interés (%)	Fecha de Emisión	Plazo (años)
1	AA-(slv)	Estable	69.7 ^a	6.82 ^b	Dic 2017	15
Total			69.7			

^a Al momento se han colocado USD39.9 millones. ^b Tasa del primer tramo.

Factores Clave de Clasificación

Calidad Crediticia del Originador: La clasificación de los títulos de deuda de Fondo de Titarización Hencorp Valores - CEPA02 (FTHVCPA02) toma como punto de partida la calidad crediticia del emisor, Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA). Basados en la revisión de los estados financieros auditados de CEPA a diciembre de 2019, no se encontraron diferencias significativas con respecto a los estados financieros preliminares utilizados en las últimas revisiones de 2020 y, por lo tanto, se confirma que, bajo su escenario de clasificación, el nivel de flujo esperado podría disminuir y CEPA, como garante final de la obligación, deba cumplir con los pagos programados de la emisión. Esto conlleva a que la clasificación esté alineada con nuestra opinión sobre la calidad crediticia del originador.

Impacto del Coronavirus: La pandemia del coronavirus representa un reto para las transacciones relacionados con la industria aeronáutica. El gobierno de El Salvador durante el período de emergencia económica, suspendió las operaciones comerciales del Aeropuerto Internacional de El Salvador (AIES) a finales de marzo de 2020 reduciendo de manera significativa los ingresos que respaldan la emisión. A finales de mayo de 2020, los tenedores de los bonos aprobaron la modificación del esquema de amortización. En opinión de Fitch Ratings, este cambio no representa un caso de canje forzoso de deuda (DDE, por sus siglas en inglés) debido a que no conlleva un deterioro económico para los inversionistas y tampoco busca evadir un evento de incumplimiento.

Puntuación de Evaluación de Negocio en Marcha: CEPA cuenta con un puntaje de evaluación de negocio en marcha (GCA; *going concern assesment*) de GC1, proporcionado por el grupo de infraestructura global de Fitch, lo que indica una capacidad alta de seguir operando, incluso ante situaciones de dificultad financiera. Este resultado considera la naturaleza, características y posición monopolística de CEPA como único operador de aeropuertos y puertos en El Salvador. CEPA debe continuar funcionando de manera que el flujo de efectivo sea generado para servir la deuda de la emisión. Fitch utiliza el puntaje GCA para valorar la calidad crediticia de los flujos futuros generados por CEPA.

Diferenciación frente a la Calidad Crediticia del Originador: El puntaje de GC1 permite una diferencia de hasta seis niveles (*notches*) con respecto a la clasificación nacional de largo plazo del emisor. Sin embargo, factores como la dependencia al emisor frente a riesgos de liquidez, tal como se observa con la contingencia del coronavirus, el nivel elevado de la deuda de flujos futuros respecto a la deuda total del emisor y la subordinación estructural frente al FTHVCPA01 limitan la posible diferencia de niveles que se podría otorgar.

Riesgo de Desviación de Fondos Mitigado: El Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos sobre Flujos Futuros (CCIDSFF) permite a la estructura apropiar los flujos cedidos de los ingresos de la CEPA por medio de las órdenes irrevocables de descuento (OID) instaladas en

Contenido	Página
Factores Clave de Clasificación	1
Aspectos Destacados	2
Participantes Clave de la Transacción	3
Descripción del Originador	3
Sensibilidad de Clasificación	4
Estructura de la Transacción	4
Análisis del Activo Subyacente	7
Riesgo de Contraparte	9
Aplicación de Metodologías, Modelo y Suficiencia de la Información	10
Seguimiento	10
Información Regulatoria	11

Fuentes de Información

Las clasificaciones se basan en información provista por el originador y el estructurador, entre otros:

- Información histórica de ingresos de CEPA a l 31 de diciembre de 2019.
- Información histórica del flujo de caja y de las cuentas del FTHVCPA02 a marzo de 2020.
- Estados financieros auditados del FTHVCPA02 a diciembre 31 de 2019.
- Estados Financieros auditados de CEPA al 31 de diciembre de 2019.

Las clasificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

Metodologías Aplicables

- [Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas \(Junio 2020\)](#)
- [Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros \(Mayo 2020\)](#)
- [Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos \(Abril 2020\)](#)
- [Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Junio 2020\)](#)

Publicaciones Relacionadas

- [El Salvador \(Junio 2020\)](#)
- [Fitch Downgrades Avianca's IDR to 'D' \(Mayo 2020\)](#)
- [Fitch Afirma Clasificación de los títulos FTHVCPA02; Perspectiva Estable \(Mayo 2020\)](#)
- [Fitch Sube Clasificación de los Títulos FTHVCPA02; Perspectiva Estable \(Junio 2020\)](#)

Analistas

Mariana Zuluaga
+57 1 484 6770
mariana.zuluaga@fitchratings.com

José L. Castilla
+52 55 5955 1604
jose.castilla@fitchratings.com

cualquier fuente de ingresos de la entidad y transferir los fondos a la cuenta discrecional hasta alcanzar el monto de cesión mensual. En opinión de Fitch, esta característica estructural beneficia sus titularizaciones sobre la calidad crediticia de CEPA, haciéndolos sénior frente a otras obligaciones. Además, en el caso de que las obligaciones con el fondo no se cumplan por medio del descuento directo, la CEPA tiene la obligación final del pago oportuno de intereses y capital.

Aspectos Destacados

Últimas Acciones de Calificación

El 29 de mayo de 2020, Fitch afirmó la clasificación nacional de largo plazo de 'A+(slv)' a los tramos que conforman la emisión de los títulos de deuda con cargo a FTHVCPA02 hasta por USD69.7 millones. La Perspectiva es Estable. La afirmación de la clasificación incorporó el análisis de Fitch sobre el nuevo esquema de amortización aprobado por los tenedores de los títulos en mayo de 2020. En opinión de Fitch, esto no representa un DDE debido a que no conlleva un deterioro económico para los inversionistas y tampoco busca evadir un evento de incumplimiento.

Posteriormente, el 8 de junio de 2020, Fitch subió a 'AA-(slv)' de 'A+(slv)' la clasificación nacional de largo plazo a los tramos que conforman la emisión de los títulos de deuda con cargo a FTHVCPA02 hasta por USD69.7 millones. La Perspectiva es Estable. La acción de clasificación reflejó la reciente revisión sobre la calidad crediticia de CEPA como parte del proceso de recalibración que Fitch llevo a cabo sobre algunas clasificaciones en escala nacional en Latinoamérica, como resultado de las recientes bajas de clasificación o revisiones de Perspectiva a Negativa de los siguientes soberanos: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, México y Panamá.

Endeudamiento de los Flujos Futuros Relativo al Balance General: En opinión de Fitch, el nivel de deuda de flujos futuros es alto en relación con el pasivo general de la compañía y restringe la diferenciación de la clasificación sobre la calidad crediticia de CEPA, ya que aumenta el riesgo de disposición de pago de la deuda de flujos futuros. Si el fondo FTHVCPA02 es totalmente emitido, dada su subordinación estructural con respecto al fondo FTHVCPA01, FTHVCPA02 representará cerca de 73.9% de la deuda total de CEPA. Sin embargo, la estructura de la transacción permite la adición de nuevas OID, lo cual podría permitir diferenciación si los flujos de la transacción fueran suficientes para cubrir la deuda, caso que no aplica actualmente, dado el impacto por las medidas de contención del coronavirus.

Desempeño del Activo Subyacente: Las notas están respaldadas por los ingresos bimensuales de CEPA, cedidos a través del CCIDSFF. CEPA administra y opera exclusivamente los puertos y aeropuertos de El Salvador según lo establecido en la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma. Fitch considera que el cierre del AIES, como medida de contención del coronavirus, afectará los flujos futuros requeridos para el pago programado de la deuda en los próximos meses, lo que hará que la capacidad de pago de la emisión esté ligada a la calidad crediticia del originador, CEPA.

Concentración Alta en Acreditado: Los ingresos aeronáuticos, flujos que actualmente sirven para el pago de los títulos emitidos por el FTHVCPA02, han presentado en promedio una concentración de 66% en Avianca Holdings S.A., al considerar los meses comprendidos entre enero de 2014 y diciembre de 2019, que también ha sido de 66% en los últimos 12 meses. La exposición a grandes deudores individuales o deudores en una sola industria podría aumentar la volatilidad de los flujos. Sin embargo, la clasificación de la emisión no está limitada a la calidad crediticia de Avianca, debido a que CEPA puede instalar nuevas OID a fin de mantener la cobertura adecuada según los documentos de la transacción.

Emisiones Adicionales: CEPA y Hencorp Valores Ltda., Titularizadora (Hencorp) están considerando, si las condiciones lo permiten, emitir la parte restante del programa durante 2020 para financiar más inversiones de capital (capex). Dado que el período de gracia del tramo A finalizó en diciembre de 2019 y a febrero de 2020 los pagos de capital e intereses programados se habían cumplido (amortización 0.12%), el monto disponible para el siguiente tramo que se emitirá se ajustará a la amortización del tramo A para que la transacción pueda cumplir con el cronograma de

amortización. Los documentos de transacción no consideran restricciones en el momento en que se pueden emitir otros tramos; la tasa de interés, por su parte, estará sujeta a las condiciones del mercado; sin embargo, tienen un límite de 7.25%.

Participantes Clave de la Transacción

La siguiente tabla resume las diferentes partes involucradas en la transacción y define el rol de cada una.

Participantes Clave de la Transacción

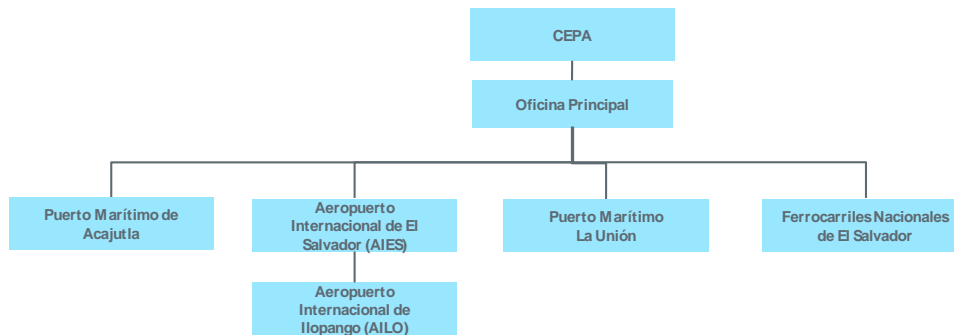
Rol	Nombre	Clasificación de Fitch
Cepa	Originador	Sin clasificación
Avianca Holdings	Mayor acreditado	D
El Salvador	Soberano	B- con Perspectiva Negativa
Hencorp Valores	Administrador del FTHVCPA02	Sin clasificación
Banco Davivienda Salvadoreño	Banco con cuentas del FTHVCPA02	EAAA(slv) con Perspectiva Estable

Fuente: Fitch Ratings, Hencorp

Descripción del Originador

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

Estructura Organizacional



Fuente: CEPA.

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

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

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

Sensibilidad de Clasificación

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de clasificación positiva:

- modificaciones en la calidad crediticia al alza de Cepa, la cuales moverían en la misma dirección las clasificaciones de los bonos.
- mejora en los factores que permita un ajuste de la emisión frente a la calidad crediticia del originador.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de clasificación negativa:

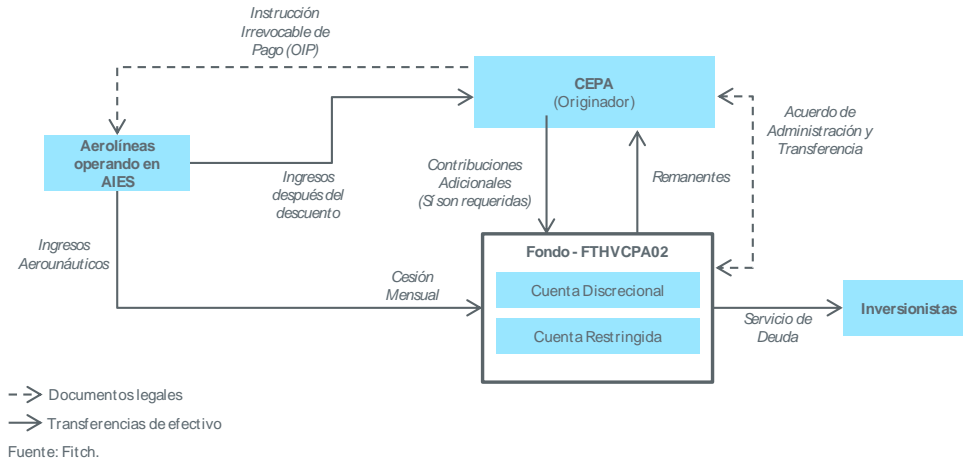
- modificaciones en la calidad crediticia a la baja de Cepa, las cuales moverían en la misma dirección las clasificaciones de los bonos.
- Fitch no espera que disminuciones adicionales en el nivel de los ingresos titularizados afecten la calidad crediticia de la transacción, más allá de la calidad crediticia del originador, debido que este actúa como último garante.

Estructura de la Transacción

El programa de emisión de hasta USD69.7 millones de bonos estructurados de CEPA con cargo al fondo de titularización FTHVCPA02 está dividido en tramos. El primero fue emitido en diciembre de 2017 por USD39.3 millones. Los títulos emitidos por FTHVCPA02 podrán colocarse durante la vida de la emisión hasta completar el monto máximo del programa. Los tramos serán emitidos con una tasa fija máxima de 7.25%.

Diagrama de la Estructura

Estructura de la Transacción



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

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

Características del Programa

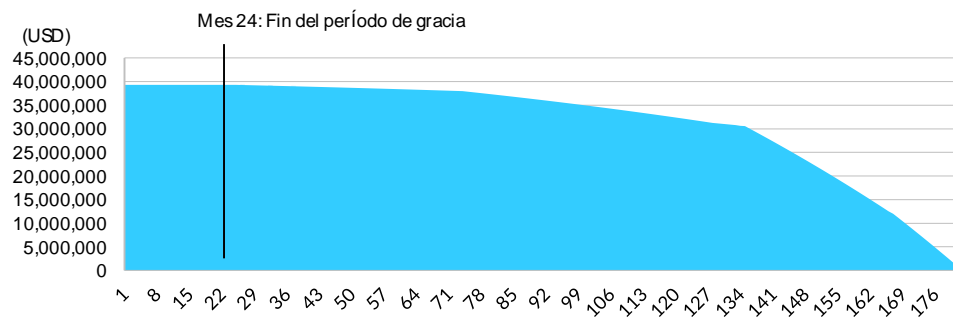
Monto máximo a emitir	USD69,700,000
Tasa máxima	7.25%, fija
Plazo	15 años (180 meses)
Periodicidad del Pago de Capital	Mensual. El programa considera un período de gracia de 24 meses.
Periodicidad del Pago de Intereses	Mensual
Tramos	Primer Tramo: Monto: USD39,310,000 Tasa: 6.82%, fija
Monto de cesión mensual	Del mes 1 al mes 24: USD455,000 Del mes 25 al mes 73: USD496,000 Del mes 74 al mes 134: USD625,000 Del mes 135 al mes 166: USD1,290,000 Del mes 167 al mes 180: USD1,500,000 Total monto cedido: USD135,620,000
Liquidez disponible (cuenta restringida)	Siguiente monto de cesión mensual

Fuente: Hencorp.

Perfil de Amortización

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

Perfil de Amortización



Fuente: Hencorp.

Prelación de Pagos

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

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

Cuenta Restringida

La cuenta restringida tiene el mínimo de recursos equivalentes al próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros. Estos fondos servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos en caso de que los flujos cedidos no sean suficientes. Durante toda la vida de la emisión, CEPA tiene la responsabilidad de que el saldo de esta cuenta sea el requerido. Fitch considera que este es un mecanismo adecuado, pero que puede verse corto frente a la dimensión de la contingencia que actualmente se vive por el COVID-19, particularmente frente al cierre de operaciones comerciales del AIES.

Eventos de Incumplimiento (Default)

La emisión contemplará como eventos de incumplimiento si 10 días antes de la fecha de pago de intereses o capital de la emisión de valores no se ha completado el monto mensual especificado en la cuenta discrecional y los fondos de la cuenta restringida tampoco son suficientes, se entenderá que CEPA entró en mora de su obligación. En este caso, el administrador del fondo informará al representante de tenedores, la bolsa de valores y la Superintendencia del Sistema Financiero. Dicho representante comunicará del suceso a la junta de tenedores para determinar los pasos a seguir.

Para efectos de esta clasificación, Fitch contempla el pago oportuno mensual de capital e intereses en las fechas de pago establecidas, lo cual deberá comenzar dos años después de la fecha de colocación. El incumplimiento de los *covenants* financieros por más de dos semestres consecutivos resultará en un evento técnico de incumplimiento.

Covenants Financieros

Los *covenants* financieros consisten en lo siguiente.

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

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

Análisis del Activo Subyacente

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

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

El análisis de Fitch se enfocó en la generación de flujos mensuales provenientes de los ingresos del AIES, ya que es la fuente que está comprometida para el repago de los títulos. Aunque el fondo puede solicitar legalmente fuentes adicionales de ingresos (por ejemplo, OID en los ingresos portuarios) por medio de Hencorp, la contingencia actual no permitiría la ejecución de este procedimiento de manera eficiente.

AIES es un aeropuerto de categoría 1 ubicado a 50 kilómetros de San Salvador. Su construcción comenzó en 1976 y este inició su operación en 1980 bajo la dirección de CEPA. La última modernización del AIES tuvo lugar entre 1996 y 1998, cuando se expandió la terminal de pasajeros y, con ello, la capacidad del aeropuerto aumentó de 600 mil pasajeros a 1.6 millones. En 2013, se realizó la primera fase de modernización de sus instalaciones, equipos e infraestructura, obras que concluyeron en 2016. Para financiarla, CEPA cedió una porción de sus ingresos para atender el servicio de deuda y gastos del fondo FTHVCPA01 y recibió el monto procedente de la emisión en el mercado local de El Salvador.

CEPA espera recibir fondos por hasta USD69.7 millones, producto de la emisión de deuda de flujos futuros para financiar la segunda fase de la expansión del aeropuerto. La ampliación consistirá en construir cuatro salas de espera adicionales y una terminal anexa con siete nuevas salas de espera. Según el originador, una vez finalizada la construcción, la capacidad del aeropuerto aumentará desde 3.05 millones de pasajeros a 3.6 millones.

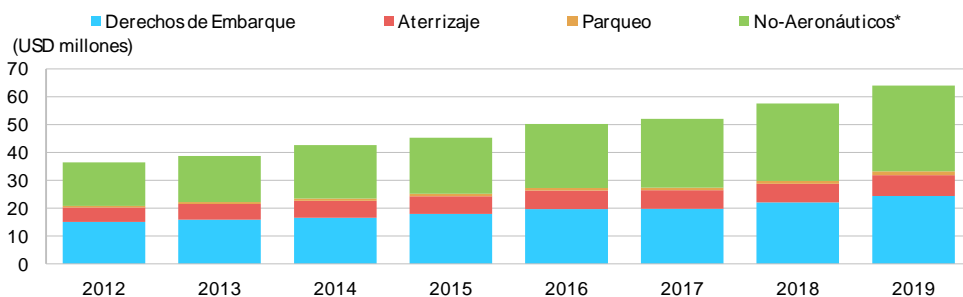
Las principales fuentes de ingresos de la CEPA son:

- AIES (45% de los ingresos): servicios aeronáuticos, uso de espacios comerciales, arrendamiento (*leasing*) y servicios asociados, servicios de carga, aterrizaje y estacionamiento de aeronaves;

- Puerto de Acajutla (47% de los ingresos): carga general, carga sólida y líquida y servicios de administración y custodia de contenedores;
- otros ingresos (8% de los ingresos): principalmente contratos de arrendamiento de terrenos propiedad de CEPA, así como los ingresos generados por AILO, Puerto de La Unión e ingresos financieros.

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

Ingresos Anuales de AIES

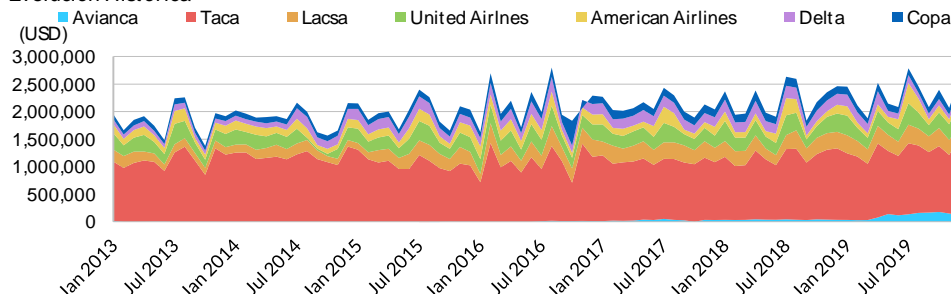


*Espacios comerciales, ingresos financieros, otros.
Fuente: CEPA y Hencorp.

Los ingresos de AIES presentan una tendencia positiva, con un crecimiento anual de 8.5% en promedio. A diciembre de 2019, frente al mismo período del año anterior, el crecimiento fue de 11% y los ingresos totales sumaron USD61.9 millones. Los ingresos aeronáuticos representaron aproximadamente 52% de los ingresos totales de AIES (USD33.2 millones). Sin embargo, Fitch considera que el cierre del AIES, como medida de contención del coronavirus, afectará los flujos futuros requeridos para el pago programado de la deuda en los próximos meses, lo que hará a que la capacidad de pago de la emisión esté ligada a la calidad crediticia del originador, CEPA.

Ingresos Aeroáuticos de AIES

Evolución Histórica



Fuente: CEPA y Hencorp.

En los últimos cinco años, los ingresos aeronáuticos mensuales de AIES sobre los que está instalada la OID han sido en promedio de USD2.1 millones. La serie en la gráfica muestra estacionalidad y volatilidad. A pesar de lo anterior, los valles no duran más de uno o dos meses. Sin embargo, el cese de operaciones actual generará una caída de los mismos. Fitch considera que la reducción de estos ingresos podría estar entre 35% y 65%, aproximadamente, lo cual conllevaría a que los niveles de cobertura mínimos sean menores a 1x y, por ende, la transacción dependa de la calidad crediticia de Cepa como pagador final del servicio de la deuda.

La información de ingresos del gráfico anterior, resalta una alta concentración de ingresos operadores en Taca (un miembro de Avianca Holdings), ya que representa en promedio 53.2% de los ingresos totales. Además, cuando se considera la participación (Avianca Holdings), compuesta por Avianca, Lacs y Taca, representa en promedio 66%, al considerar los meses comprendidos entre enero de 2014 y diciembre de 2019 y el mismo 66% en los últimos 12 meses.

La exposición a grandes deudores individuales o a deudores en una sola industria podría aumentar la volatilidad de los flujos. Sin embargo, la clasificación de la emisión no está limitada a la calidad crediticia de Avianca, debido a que CEPA puede instalar nuevas OID, al fin de mantener la cobertura adecuada según los documentos de la transacción.

Tamaño del Programa respecto a Otros Pasivos de CEPA

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

De acuerdo con la información provista, a diciembre de 2019, la deuda de flujos futuros representaba 67.8% de la deuda de CEPA. Fitch espera que, en caso de que el FTHVCPA02 sea emitido totalmente, la deuda de flujos futuros represente cerca de 73.9% de la deuda de CEPA.

Para la agencia, el nivel de deuda de flujos futuros es alto en relación con el pasivo general de la compañía y restringe la diferenciación de la clasificación respecto a la calidad crediticia de CEPA, ya que aumenta el riesgo disposición de pago de la deuda de flujos futuros. Aunque la estructura de la transacción permite la adición de nuevas OID, lo cual podría permitir diferenciación si los flujos de la transacción fueran suficientes para cubrir la deuda, Fitch no considera que su implementación sea operativamente factible, dadas las restricciones implementadas para la contención del coronavirus.

Proyecciones Financieras

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

Riesgo de Contraparte

Fitch evalúa el riesgo de contraparte bajo la “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos” para que se alinee con las clasificaciones asignadas, con base en la documentación provista y los ajustes analíticos descritos en la tabla siguiente.

Exposiciones al Riesgo de Contraparte

Rol/Riesgo de Contraparte	Contraparte	Clasificación Relevante bajo Metodología	Clasificaciones Mínimas y Acciones Remediales	Ajuste al Análisis si Clasificaciones Mínimas y Acciones Remediales No Se Alinean a Metodología
Banco con Cuentas del FTHVCPA02	Banco Davivienda Salvadoreño	EAAA(slv)	Los recursos de las distintas cuentas que hacen parte del Patrimonio Autónomo deberán estar en establecimientos cuya clasificación sea mayor o igual a la clasificación de riesgo crediticio de la emisión.	No aplica; clasificaciones mínimas y acciones remediales acordes con la metodología

Fuente: Fitch Ratings

Aplicación de Metodologías, Modelo y Suficiencia de la Información

Aplicación de Metodologías

Consulte en página 1 la lista de [Metodologías Aplicables](#).

Fitch Ratings aplicó la “Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros” como su metodología de sector específico, bajo el marco provisto por la “Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”, su metodología maestra para el sector. Por otro lado, la Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos y la Metodología de Calificaciones en Escala Nacional son intersectoriales e indican el enfoque de Fitch en relación con la vulnerabilidad al riesgo de contraparte y la relación entre calificaciones en escala global y nacional, respectivamente.

Suficiencia de la Información

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

Seguimiento

El análisis continuo del desempeño de las transacciones constituye una parte esencial del proceso de clasificación de Fitch. La información exhaustiva, clara y oportuna sobre cada transacción es clave para evaluar el desempeño actual y formar una visión crediticia precisa. El proceso de seguimiento de la agencia se divide en dos partes: una revisión continua de la información (actualmente de manera mensual debido al impacto económico derivado de la contingencia por el coronavirus) y una revisión completa de al menos dos veces al año, en un comité de clasificación. Cuando Fitch considere que falte información relevante, se realizarán supuestos conservadores al revisar un crédito en curso. En casos extremos donde la información sea limitada, la agencia procederá a retirar las clasificaciones.

Información Regulatoria

NOMBRE EMISOR O SOCIEDAD ADMINISTRADORA: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma

--Emisión: Fondo de Titularización Hencorp Valores CEPAA02

FECHA DEL CONSEJO DE CLASIFICACIÓN: 16/julio/2020

NÚMERO DE SESIÓN: 080-2020

FECHA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN QUE SE BASÓ LA CLASIFICACIÓN:

--AUDITADA : 31/diciembre/2019

CLASE DE REUNIÓN (ordinaria/extraordinaria): Extraordinaria

CLASIFICACIÓN ANTERIOR (SI APLICA): 'AA-(slv)'

LINK SIGNIFICADO DE LA CLASIFICACIÓN: Las definiciones de clasificación de El Salvador las pueden encontrar en el sitio <https://www.fitchratings.com/es/region/central-america> bajo el apartado de "Definiciones de Calificación de El Salvador"

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

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

Las clasificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor clasificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

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

Derechos de autor © 2020 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión clasificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una clasificación o una proyección.

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

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