

**VALORES DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES COMISIÓN EJECUTIVA
PORTUARIA AUTÓNOMA 01
VALORES DE TITULARIZACIÓN VTHVCPA01**

Comité No. 114/2020	
Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2020	Fecha de comité: miércoles 28 de octubre 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

Fecha de información Fecha de comité	HISTORIAL DE CLASIFICACIONES						
	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Jun-19	Dic-19	Jun-20
Valores de Titularización CEPA01							
Tramo 2 al 7	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Negativa	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 perspectiva "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, con excepción del período de cierre del Aeropuerto Internacional de El Salvador. A pesar de ello, los ingresos le permiten 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.

Perspectiva

Negativa.

Resumen Ejecutivo

Debido a la coyuntura del COVID-19, el Aeropuerto Internacional de El Salvador paralizó sus operaciones, siendo el objetivo principal frenar la propagación del virus y seguir las medidas sanitarias adoptadas a nivel mundial. Producto de lo anterior, los ingresos percibidos por venta de bienes y servicios de la institución se vieron afectados, reflejando a junio 2020 una disminución de US\$17.32 millones (-30.88%) al compararlo con el mismo período en 2019. Anticipándose a los efectos, el Fondo de Titularización sufrió una reestructuración, contando con un período de excepción de la cesión 87 a la 98. A la fecha de análisis¹, los montos a ceder de la titularización utilizan el 9.12% del total de los ingresos. Al considerar ambos fondos (VTHVCPA 01 y 02), el nivel de cesión se incrementa hasta un 13.86% del total de los ingresos, estando por debajo del 20% establecido por decreto legislativo.

Por su parte, la disminución en el nivel de endeudamiento interno (-4.40%) y externo (-11.93%) que tuvo CEPA entre junio 2019 y 2020, influyó en la mejora de los indicadores de solvencia, ya que la deuda financiera respecto

¹ Última cesión pagada abril 2020 (Cesión 86).

al patrimonio fue de 0.32 veces a junio 2020, menor en 0.02 veces en comparación al período pasado. Cabe destacar que la segunda emisión del fondo de titularización cuenta con un resguardo financiero, mencionando que el ratio de deuda neta entre el EBITDA no deberá superar el valor de 9 veces, mismo que a la fecha de análisis fue de 8.25 veces cumpliendo con el resguardo establecido.

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 financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 29 de noviembre de 2019. 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 y 30 de junio de 2020.
- **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 junio 2020, 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

- En septiembre 2020, el Aeropuerto Internacional de El Salvador, comienza a recibir nuevamente vuelos internacionales para ingresar y salir de El Salvador, pero con una capacidad limitada y aplicando estrictos protocolos de bioseguridad.
- En septiembre 2020, los gobiernos de El Salvador y Costa Rica suscribieron un memorando de entendimiento para reiterar el compromiso de las partes en activar el Transporte Marítimo de Corta Distancia.
- En agosto 2020, la Comisión Evaluadora de Ofertas, integrada por equipo técnico de CEPA, el Ministerio de Hacienda y el Organismo Promotor de Exportaciones e Inversiones de El Salvador (PROESA), hizo la recepción de las ofertas técnicas y económicas, y la apertura de las ofertas técnicas del primer Asocio Público Privado (APP) de El Salvador, dirigido a la ampliación, construcción, equipamiento y operación de una nueva terminal de carga en el Aeropuerto Internacional de El Salvador. Actualmente se cuenta con una propuesta conformada por un asocio de inversionistas de Honduras y Alemania que cumplió en su totalidad con los requerimientos técnicos.
- En marzo 2020, el Aeropuerto Internacional suspende sus operaciones de entrada, salida y conexiones, a raíz de la emergencia decretada por el Gobierno de El Salvador en respuesta a la pandemia por COVID-19.
- En enero 2020, CEPA realizó la inauguración de las instalaciones en las cuales funcionará el Transporte Marítimo de Corta Distancia, el cual consiste en un ferry que conectará al Puerto de la Unión con Puerto Calderas, en Costa Rica.
- 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, éste aún 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.

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

Reestructuración por efectos COVID-19

La enfermedad COVID-19 catalogada pandemia por la OMS el 11 de marzo 2020 ha desembocado en una serie de medidas por parte de los gobiernos para evitar el contagio masivo de la población, siendo el confinamiento de la población con características de riesgo, la principal medida para retrasar la evolución de la enfermedad.

En El Salvador, el primer caso de COVID-19 se registró el 18 de marzo de 2020. En ese sentido, la Asamblea Legislativa aprobó dos decretos, el primero el Decreto n°593: "Estado de Emergencia Nacional, Estado de Calamidad Pública y Desastre Natural" y el segundo Decreto n° 594: "Ley de Restricción Temporal de Derechos Constitucionales concretos para atender la pandemia COVID-19".

Debido a la coyuntura del COVID-19, el 16 de marzo de 2020 se restringen los vuelos internacionales (Entrada, salida y conexiones), un día después el gobierno cierra de forma indefinida el Aeropuerto Internacional de El Salvador con el objetivo de seguir las medidas para hacer frente a la propagación del virus. Estas nuevas disposiciones permitían únicamente recibir transporte aéreo de carga, mantenimiento y misiones humanitarias.

Lo anterior responde al cumplimiento del estado de Emergencia Nacional por parte de CEPA a lo declarado a través del Decreto Legislativo n°593 y su reforma a través del Decreto n°599, de fecha 14 y 20 de marzo de 2020 respectivamente. Además, se aplicó el Decreto Ejecutivo n°12, donde contempla el periodo de almacenamiento de las mercancías en el Aeropuerto Internacional de El Salvador y del Puerto de Acajutla, reiterando que la actividad comercial de importaciones y exportaciones se desarrollaría de manera normal siguiendo con las medidas sanitarias correspondientes².

La dinámica de los principales generadores de ingreso se vio levemente impactada por el cierre del Aeropuerto Internacional, únicamente los estacionamientos muestran un aumento para junio 2020. A su vez, el Puerto de Acajutla mostró una menor afluencia de buques y contenedores, a pesar de que el transporte de carga continuaba su curso normal.

Según el Decreto Ejecutivo n°31 para garantizar el derecho a la salud y a la vida de los salvadoreños, en el proceso de la activación gradual de la economía para la fase cuatro, se estimaba la apertura del Aeropuerto Internacional de El Salvador para recibir vuelos comerciales desde el 06 de agosto del año en curso. A la fecha de análisis, la apertura del Aeropuerto Internacional se realizó el 19 de septiembre de 2020 con capacidad reducida en los diferentes vuelos y siguiendo las medidas sanitarias impuestas por las autoridades del Gobierno y del Ministerio de Salud.

Anticipándose a los efectos del COVID-19, el Fondo de Titularización CEPA 01 se ve en la necesidad de modificar la estructura de sus pagos de cesión, además de realizar modificaciones al Contrato de Titularizaciones y sus características de los tramos de la emisión vigente.

Modificaciones al Contrato de Titularización

Modificaciones Contrato de Titularización		
I. Definiciones		
Monto Mensual de Cesión del mes Ciento Ochenta y Uno al mes Doscientos Quince	Eliminado.	Romano I, numeral n° 33.
Cesión total para enterar por parte del Originador y Cesión total ajustada a enterar por parte del Originador.	Adecuar los Montos de Cesión Mensual a la nueva estructura de cesiones propuestas.	Romano I, numeral n°6 y n°7
Cuenta Restringida	Establecer que puede ser utilizado el saldo de la Cuenta Restringida para hacer frente a las obligaciones con los tenedores de valores, obligándose el Originador a restituir la misma en un período de tres meses posteriores a su uso.	Romano I, numeral n°14
Evento de Incumplimiento del Fondo de Titularización	Se excluye de los eventos de incumplimiento el pago diferido de los intereses acumulados.	Romano I, numeral n°18
Monto de Pago de Intereses	Los intereses acumulados serán pagados de conformidad con las tablas de pago de intereses contempladas en el Anexo I del Contrato de Modificación al Contrato de Titularización.	Romano I, numeral n°25.
Monto Mensual de Cesión del Mes Treinta y Seis al Mes Ochenta y Seis. Monto Mensual Ajustado de Cesión del Mes Treinta y Seis al Mes Ochenta y Seis. Monto Mensual de Cesión del Mes Ciento Veinte y al Mes Ciento Ochenta.	Adecuar los montos de Cesión Mensual a la nueva estructura de cesiones propuesta.	Romano I, numeral n°29,30 y 31
Período de Intereses Devengados	Los intereses acumulados devengarán intereses equivalentes a la Tasa Cupón Anual, de acuerdo con el Aviso de Colocación Correspondiente.	Romano I, numeral n°37
Tramo Adicional de Colocación	Adecuar el plazo los Tramos Adicionales de Colocación en función del plazo del Fondo de Titularización y la estructura de tramos propuesta.	Romano I, numeral n°45
Primer Período de Excepción	Se agrega el numeral del período de excepción, que corresponde a 9 meses en los cuales el FTHVCPA CERO UNO no pagará capital e intereses a los Tenedores de Valores de Titularización -Títulos de Deuda emitidos con cargo al mismo, conforme ha sido aprobado en la sesión Junta General Extraordinaria de de Tenedores de Valores ³ .	Romano I, numeral n°53
Segundo Período de Excepción	Se agrega el numeral del período de excepción, que corresponde a los 3 meses posteriores al PRIMER PERÍODO DE EXCEPCIÓN en los cuales el FTHVCPA CERO UNO no pagará capital a los Tenedores de Valores de Titularización -Títulos de Deuda emitidos con cargo al mismo, Este período será conforme ha sido aprobado en la sesión de Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores.	Romano I, numeral n°54
Período de Restitución	Se agrega el numeral del período de Restitución, que corresponde a los 3 meses posteriores al Segundo Período de Excepción, siempre y cuando existan obligaciones hacia los	Romano I, numeral n°55

² Nota del 23 de marzo de 2020 de La Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA). <http://www.cepa.gob.sv/wp-content/uploads/2020/03/6e7bd208-7ce1-420c-9ecc-845581d801e6.jpeg>

³ Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores celebrada el 06 de mayo de 2020.

	Tenedores de Valores producto del diferimiento de pago en el Primer Período de Excepción, en el cual el FTHVCPA CERO UNO pagará la totalidad de los intereses devengados en el Primer Período de Excepción a los Tenedores de Valores, de acuerdo a lo establecido en la Prelación de Pagos de este Instrumento y a la Tabla de Pagos Mínimos aprobado en la Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores y que se encuentra en el Anexo Uno de éste instrumento suscrito por las partes y el notario y forma parte integral de la misma.	
III. Constitución del Fondo de Titularización		
Derechos que conformarán el Fondo de Titularización	Modificación para homologar la descripción del Activo Titularizado con la nueva estructura de cesiones.	Romano III, numeral n°2
Criterios de Administración de los Flujos Financieros	Establecimiento de nuevas condiciones sobre la utilización de los fondos de la Cuenta Restringida e incorporar la Prelación de Pagos del Fondo de Titularización para el Primer Período de Excepción, Segundo Período de Excepción y el Período de Restitución.	Romano III, numeral n°6
Forma de disponer de bienes remanentes del FTHVCPA01	Establecer que la forma de disposición de los bienes remanentes deberá ser acorde a la Prelación de Pagos.	Romano III, numeral n°15
Administración Remanentes	Establecer que la forma de disposición de los bienes remanentes deberá ser acorde a la Prelación de Pagos.	Romano III, numeral n°16
Constitución de Cuenta Restringida con cargo al FTHVCPA01	Establecer que puede ser utilizado el saldo de la Cuenta Restringida para hacer frente a las obligaciones con los tenedores de valores, obligándose el Originador a restituir la misma en un período de tres meses posteriores a su uso.	Romano III, numeral n°20

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

Modificaciones de Características de la Emisión

Modificaciones Características de la Emisión de los Valores de Titularización		
Plazo de la Emisión	Establecer el plazo de la emisión en hasta ciento ochenta meses.	Numeral n°3.14
Forma y Lugar de Pago	Aclarar la forma de pago de intereses acumulados y compensaciones en el Primer Período de Excepción, Segundo Período de Excepción y de Restitución.	Numeral n°3.15
Tasa de Interés	Aclarar la forma de pago de intereses acumulados y compensaciones en el Primer Período de Excepción, Segundo Período de Excepción y de Restitución	Numeral n°3.16
Interés Moratorio	Aclarar que no se reconocerá interés moratorio en caso de mora en el pago de capital e intereses.	Numeral n°3.17
Prelación de Pagos	Establecer las nuevas condiciones sobre la utilización de los fondos de la Cuenta Restringida e incorporar la Prelación de Pagos del Fondo de Titularización para el Primer Período de Excepción, Segundo Período de Excepción y el Período de Restitución.	Numeral n°3.18
Respaldo de la Emisión	Incorporar la nueva estructura de cesiones de conformidad con las modificaciones a realizar al Contrato de Cesión; Establecer las nuevas condiciones sobre la utilización de los fondos de la Cuenta Restringida.	Numeral n°3.23
Procedimiento en Caso de Mora	Excluir el diferimiento de los intereses del Primer Período de Excepción como un evento de mora.	Numeral n°3.28
Forma de amortización de capital	Facultar a la Titularizadora, por medio del acuerdo tomado en Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores, a modificar la forma de amortización de capital de la emisión vigente.	Numeral n°3.31

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

Modificaciones al Contrato de Cesión

Con el objetivo de mantener congruencia con las modificaciones planteadas en el Contrato de Titularización, es necesario realizar modificaciones en el Contrato de Cesión. A continuación, se presentan las modificaciones:

Modificaciones Contrato de Cesión		
Monto Mensual de Cesión del Mes Ciento Ochenta y Uno al Mes Doscientos Quince.	Eliminado.	Romano I, Literal J.
Definiciones	Ajustar los Montos de Cesión Mensual de conformidad con la nueva estructura de cesiones.	Romano I, Literal A, B, E, H, I y L.
Definiciones	Ajustar los Montos de Cesión Mensual de conformidad con la nueva estructura de cesiones.	Romano I, Literal M, N, O, P, Q y R.
Definiciones	Adaptar a la nueva estructura de cesiones.	Numeral n°2, Literal B.
Condiciones Especiales	Incorporar la obligación del Originador de restituir la Cuenta Restringida.	Apartado V, Literal C.

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

En cuanto al Contrato de Administración de Flujos Financieros Futuros, este no sufrió modificaciones como respuesta de los cambios realizados al Contrato de Cesión.

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 emisión a la fecha	US\$45,114,540.93

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

El monto de la emisión podrá ser hasta por la suma de 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.

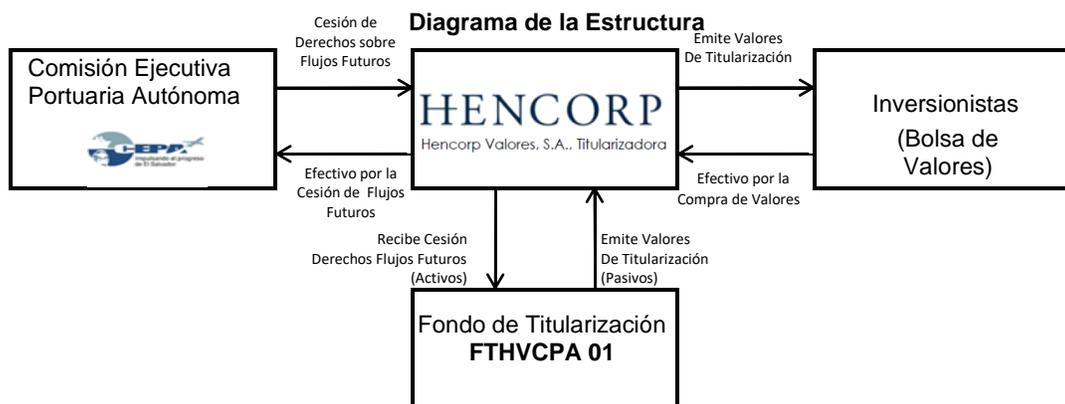
Operatividad de la Estructura de Titularización

Se aperturaron 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 de junio 2020 la Titularizadora presentó un incremento interanual en 0.1 p. p en su razón corriente pasando de 3.9 veces a 4.0 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	jun-19	jun-20
Razón Corriente	2.0	3.1	3.2	2.4	3.2	3.9	4.0

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

Por su parte, producto del decrecimiento en las utilidades netas reportadas al 30 de junio de 2020 que alcanzaron los US\$618 miles, agregado a la leve reducción del patrimonio y el comportamiento de los activos totales de la Titularizadora, los indicadores de rentabilidad con respecto a sus activos (ROA) y patrimonio (ROE) mostraron una disminución interanualmente. El ROA reportó una reducción de 1.3 p.p. pasando de ubicarse en 24.0% para junio 2019 a situarse en 22.7% al cierre de junio 2020; a pesar de ello, la Titularizadora demuestra la capacidad de los activos en la generación de utilidades. Así mismo, el ROE disminuyó en 2.00 p.p. (junio 2019: 32.1% vs. junio 2020: 30.1%), demostrando buenos niveles de rentabilidad para retribuir a los accionistas

Rentabilidad	ROA Y ROE (%)						
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
ROA	24.5%	34.4%	34.6%	28.8%	34.6%	24.0%	22.7%
ROE	49.4%	50.6%	49.9%	49.1%	50.6%	32.1%	30.1%

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

Desempeño Económico

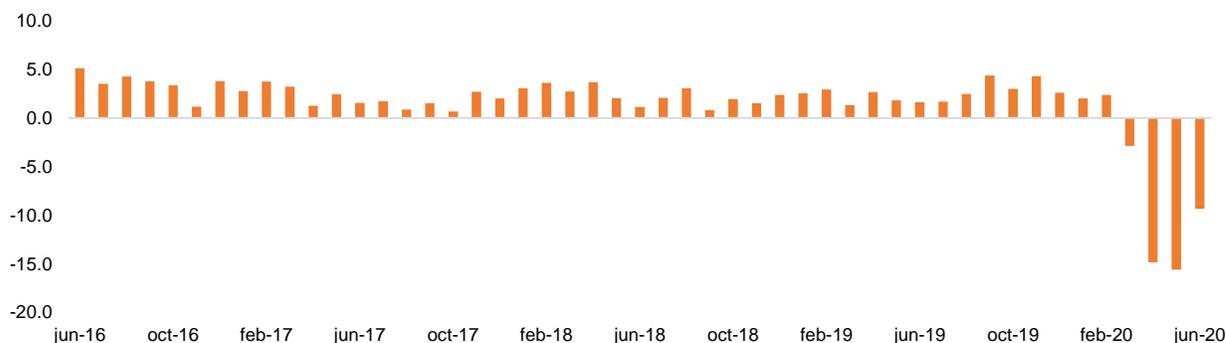
Entorno económico

Los últimos datos publicados por el Banco Central de Reserva muestran que la variación interanual del Índice de Volumen de la Actividad Económica - IVAE - Serie Desestacionalizada a junio de 2020, revela una contracción de la actividad productiva del país del orden de -9.34% ocasionado por los impactos económicos generados por la pandemia por COVID-19. Al período de análisis, cinco de las nueve actividades económicas englobadas dentro del IVAE reflejaron resultados contractivos, donde la actividad de la Construcción presentó la mayor caída con -37.13% debido a la suspensión de proyectos de inversión durante el segundo trimestre de 2020, cabe mencionar que previo a la pandemia el sector era uno de los más dinámicos debido al auge de la construcción de edificios corporativos, apartamentos y edificios comerciales; sin embargo, al incorporar los efectos de la pandemia, la Cámara Salvadoreña de la Industria de la Construcción (CASALCO) prevé que el sector cierre el año con un decrecimiento de -5%. Por su parte, las actividades industriales reportan una contracción de -15.71%, también afectadas por las medidas de aislamiento y la caída de la demanda externa que se refleja en una reducción de las exportaciones del sector (-24.24%). Asimismo, el Comercio, Transporte y Almacenamiento, Actividades de Alojamiento y de Servicio de Comidas presentan una contracción de -18.05% relacionado al cierre de centros comerciales, restricción de actividades comerciales y servicio de comidas, así como la prohibición de la circulación del transporte colectivo. Las actividades de Servicios también observaron resultados contractivos (-10.02%).

En contraste, las Actividades Financieras y de Seguros registraron una tasa de crecimiento de 4.67%, siendo incluso superior al crecimiento reportado a junio de 2019 (2.29%). El crecimiento estaría asociado al incremento de la liquidez y los activos del sistema financiero, siendo estos últimos impulsados por el crecimiento de la cartera de préstamos y la adquisición de instrumentos financieros emitidos por el Gobierno como Letras del Tesoro (LETES) y Certificados del Tesoro (CETES). De la misma forma, las actividades de Administración Pública y Defensa, Enseñanza, Salud y Asistencia Social registraron una tasa de crecimiento de 4.93% estimulado por el incremento en las compras públicas especialmente en el área de salud y asistencia social, así como el aumento en las transferencias corrientes hacia los hogares.

Por otra parte, las Actividades de Información y Comunicaciones registran resultados positivos al ubicarse en 1.57%, superior a las contracciones de abril y mayo 2020, debido a la continuidad de las operaciones de servicios de comunicación a distancia como los "Call Center" que han implementado el teletrabajo.

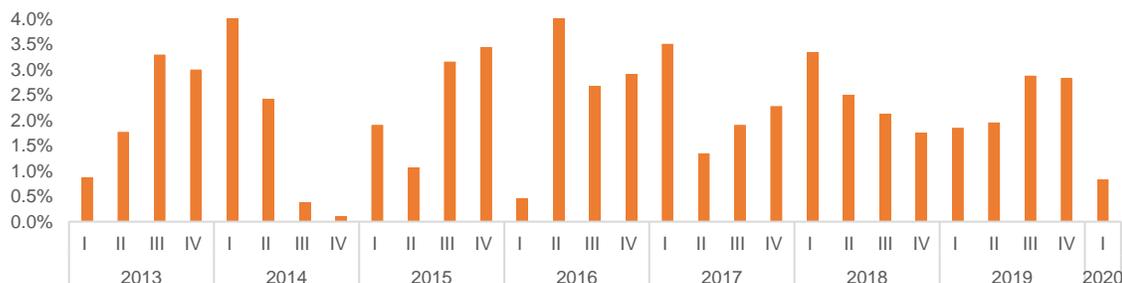
ACTIVIDAD ECONÓMICA GENERAL, IVAE, SERIE DESESTACIONALIZADA
JUNIO 2016-2020



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

Los resultados del PIB al primer trimestre de 2020 reflejaban una desaceleración de la economía al reportar una tasa de crecimiento de 0.83%, menor a lo reportado en el mismo período de 2019 (1.85%). Por el lado de la oferta la desaceleración estaría asociada a la disminución en la actividad productiva de la Industria Manufacturera (-2.58%), Actividades de Alojamiento y Servicios de Comida (-6.06%) y Agropecuario (-1.83%), las cuales contrarrestaron el buen desempeño de las Actividades Financieras y de Seguros (10.53%), y el sector de la construcción (4.92%). Mientras que por el enfoque de la demanda estaría relacionada a la desaceleración del consumo privado que registró una tasa de crecimiento de 1.67% menor a la del primer trimestre de 2019 (4.58%), producto de la desaceleración de las Remesas Familiares durante el primer trimestre del año; de la misma forma la formación bruta de la capital y exportaciones registraron menores tasas de crecimiento comparadas a las del primer trimestre de 2019.

VARIACION TRIMESTRAL DEL PIB AL PRIMER TRIMESTRE DE 2020 (SERIE ENCADENADA DESESTACIONALIZADA)



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: 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.

Después del cierre del Aeropuerto Internacional de El Salvador en marzo 2020, siendo esta una medida para la prevención de contagios por COVID-19. El 16 de junio 2020, la terminal de carga del Aeropuerto inició su reapertura gradual de los servicios logísticos de exportación e importación bajo protocolos de bioseguridad. Sin embargo, la apertura para el ingreso y salida de vuelos comerciales se realizó hasta septiembre 2020. Adicional a ello, CEPA por medio de un asocio público-privado (APP) iniciará un proyecto de ampliación de la terminal de carga del Aeropuerto Internacional.

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
Pablo Alberto Soriano Cruz	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
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 30 de junio de 2020:

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

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

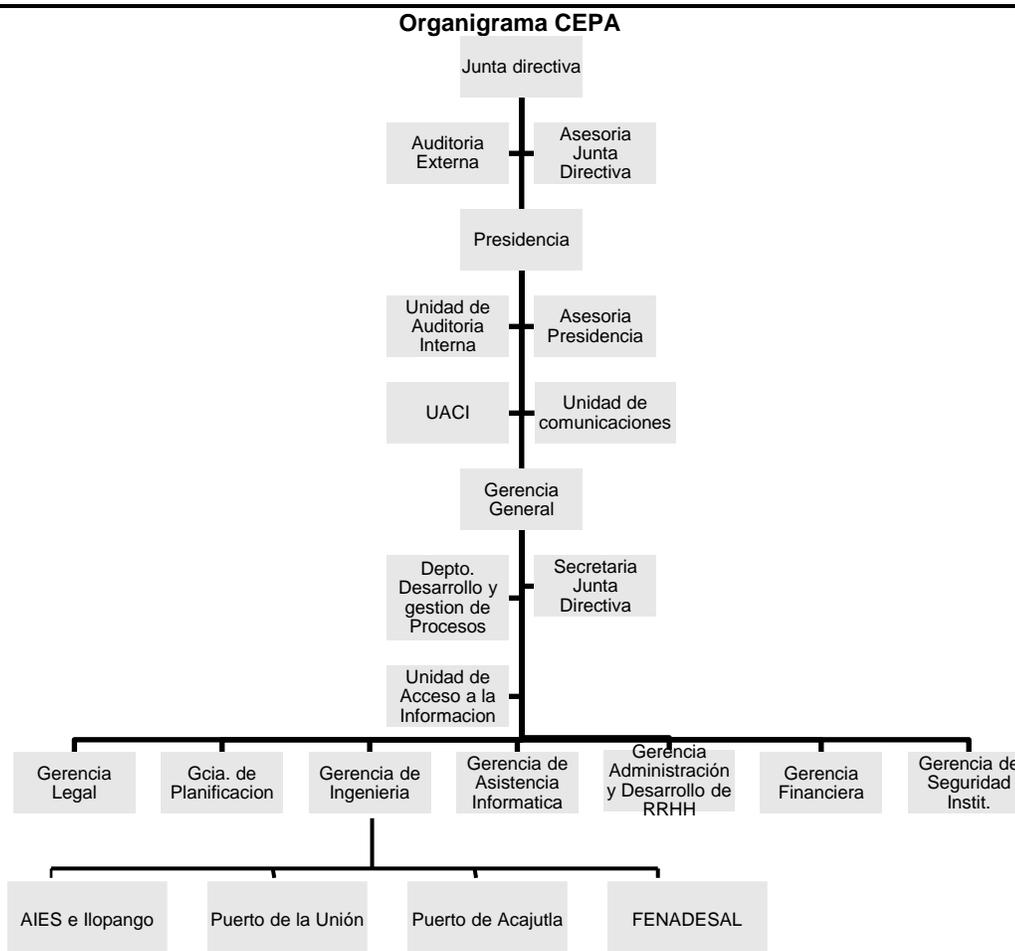
- La oportunidad de recurrir al mercado de valores para contraer liquidez a un menor costo financiero que otras instituciones crediticias.

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.



Fuente: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma / Elaboración: PCR

Análisis Financiero

El análisis financiero se ha realizado con base a los Estados Financieros Auditados 2014-2018 y no auditados correspondientes al 31 de diciembre de 2019 y 30 de junio de 2020; 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 de Resultados

Ingresos

Al 30 de junio de 2020, los ingresos de CEPA disminuyeron en US\$18.17 millones (-29.43%) respecto al período de junio de 2019 ubicándose en US\$43.57 millones, resultado de la disminución en los ingresos operacionales por la venta de bienes y servicios, producto del cierre total del Aeropuerto Internacional de El Salvador, siendo estos ingresos los que representan el 88.97% de los ingresos totales. La reducción en estos ingresos está vinculada con la disminución en los ingresos aeronáuticos (-46.94%) y no aeronáuticos (-45.41%), principalmente por una caída en los derechos de embarque en junio 2020 en US\$5.94 millones (-51.30%), seguido por los ingresos por aterrizaje en US\$1.76 millones (-48.10%) en relación con el mismo período en 2019. Por su parte, únicamente los ingresos por transferencias corrientes recibidas registraron un incremento de (+105.13%) respecto a junio 2019, producto de transferencias entre dependencias por US\$78 miles.

Ingresos de Gestión (Miles de US\$)							
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Jun 2019	Jun 2020
Financieros y otros	6,273	7,500	8,551	7,217	7,272	3,643	3,126
Por transferencias corrientes recibidas	107	474	79	107	94	74	152
Venta de bienes y servicios	80,436	92,890	94,771	103,910	113,534	56,091	38,768
Por actualizaciones y ajustes	7,503	12,704	3,427	4,998	4,788	1,934	1,527
Ingreso Total	94,319	113,568	106,829	116,231	125,688	61,742	43,573

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Cuadro: Dinámica de los principales generadores de ingreso (Unidades)		
Aeropuerto Internacional	jun-19	jun-20
Aterrizajes	914,417	472,837
Pasajeros	1,805,941	751,259
Estacionamientos	1,429,844	1,950,237
Puerto de Acajutla	jun-19	jun-20
Buques	293	270
Servicio de Contenedores	74,476	67,927

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

En cuanto a los ingresos del Puerto de Acajutla, estos totalizaron US\$26.39 millones, registrando un decrecimiento de US\$3.24 millones (-10.94%), debido a una disminución en los buques y servicios de contenedores, siendo estos los que presentan mayor porcentaje del total de los ingresos, con un 40.64%, seguido por la carga total⁴ en 36.74%.

Costos y gastos

Respecto a los costos y gastos de gestión presentados por la institución en el período de análisis, estos totalizan US\$49.38 millones, disminuyendo en US\$3.32 millones en comparación a junio 2019. La disminución de los gastos ha sido influenciada principalmente por la reducción en los gastos de bienes de consumo y servicios en US\$2.39 millones, específicamente por servicios de mantenimiento y reparación (-48.95%), servicios comerciales (-44.84%) y servicios básicos (-26.24%); seguido por los gastos por actualizaciones y ajustes (-US\$1.26 millones) y los gastos financieros (-US\$1.05 millones); Por su parte, la institución aumentó sus costos en venta y cargos calculados en US\$1.71 millones, producto de un incremento en la depreciación de bienes de uso en US\$1.66 millones y la amortización de inversiones intangibles en US\$43 miles.

Gastos de Gestión (Miles US\$)							
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Jun 2019	Jun 2020
Personal	18,527	20,260	23,129	37,298	44,179	22,806	23,107
Bienes de consumo y servicios	29,162	37,762	31,855	24,294	20,445	8,709	6,323
Bienes capitalizables	314	285	333	268	466	107	388
Financieros y otros	8,150	9,247	10,287	12,025	11,500	5,542	4,490
Por transferencias otorgadas	4,880	6,096	8,635	6,285	6,773	3,404	2,490
Costos de ventas y cargos calculados	19,017	18,055	18,363	18,799	18,822	9,296	11,003
Por actualizaciones y ajustes	5,514	14,159	4,486	4,893	3,823	2,835	1,577
Gastos Totales	85,564	105,863	97,088	103,863	106,009	52,699	49,377

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

En cuanto al nivel de EBITDA a junio 2020, fue de US\$10.01 millones, inferior en US\$13.96 millones respecto a junio 2019, explicado por la disminución en la utilidad bruta (-37.90%) como consecuencia de una caída en los ingresos por bienes y servicios. De igual manera, lo anterior fue influyente para que la utilidad neta del período sufriera una caída de US\$14.85 millones (-164.18%) en comparación al resultado de junio 2019, como consecuencia el margen neto fue de -13.32%, menor al 14.65% obtenido en el mismo período en 2019.

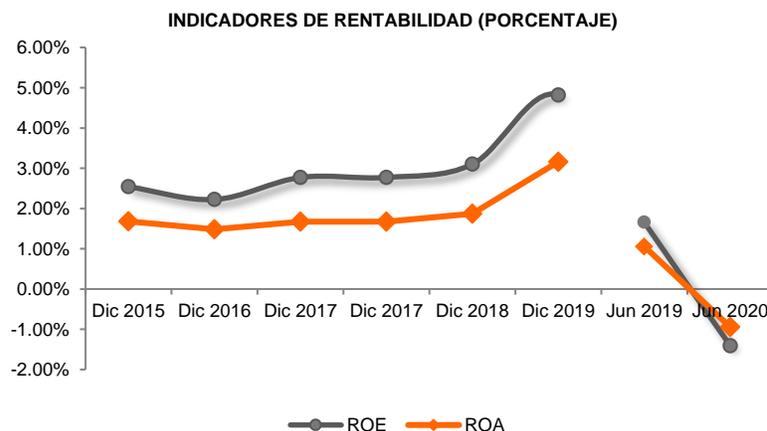
Margen de Utilidad (Miles US\$)							
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Jun 2019	Jun 2020
Utilidad neta	3,828	2,058	3,285	4,614	9,187	9,044	-5,804
EBITDA	34,364	35,270	38,657	43,453	50,405	23,966	10,005
Margen de Utilidad Neta	9.3%	6.8%	9.1%	10.6%	15.7%	14.7%	-13.3%
Margen de EBITDA	36.4%	31.1%	36.2%	37.4%	40.1%	38.8%	23.0%

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Dada las medidas tomadas por el gobierno, para combatir la crisis sanitaria por COVID-19, estas impactaron negativamente en los ingresos obtenidos a junio 2020 producto del cierre de operaciones, esto impactó

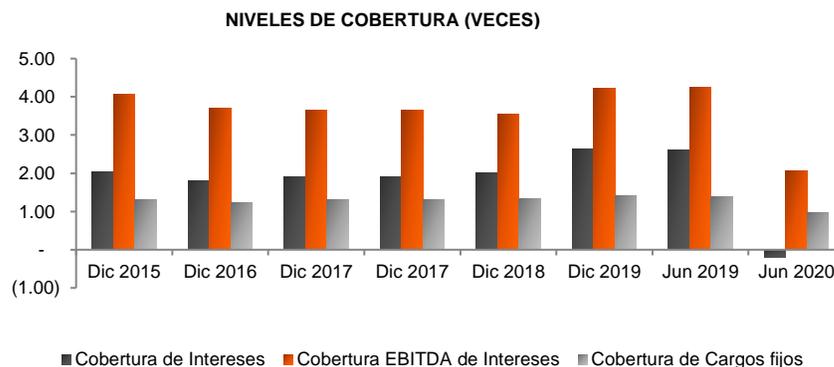
⁴ Carga total: Carga general + Carga a granel líquida+ Carga a granel sólida.

negativamente en los indicadores de rentabilidad, quienes mostraron una reducción significativa en comparación al mismo período en 2019, obteniendo un retorno sobre activos de -0.94%, inferior al 1.05% de junio 2019; De igual manera, el retorno sobre patrimonio obtenido fue de -1.41%, siendo menor al 1.66% del mismo período en 2019.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

A la fecha de análisis, la utilidad operacional cubre en -0.19 veces el pago de intereses, por otro lado, la cobertura de los cargos fijos fue de 0.97 veces, mientras que a junio 2019 la cobertura del pago de intereses y gastos fijos fue de 2.60 y de 1.39 respectivamente.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Análisis del Balance General

Activos

Al 30 de junio de 2020, los activos de la institución totalizaron US\$599.71 millones, reflejando una disminución de US\$43.13 millones (-6.71%) en comparación al mismo período en 2019, producto de la reducción en las inversiones en proyectos y programas en US\$26.48 millones (-28.31%), consecuencia del recorte en los costos acumulados de inversión en -US\$11.84 millones y por la menor inversión en equipo de transporte por -US\$8.72 millones. Además, se reportó una reducción en los fondos por US\$13.00 millones (-20.24%), debido a la disminución en los anticipos de fondos (-24.54%) y en las disponibilidades (-21.53%). Las inversiones financieras también mostraron una reducción significativa en US\$18.06 millones. Por otro lado, CEPA aumentó el monto que poseía en inversiones en bienes de uso, específicamente en bienes depreciables con un crecimiento de +6.13%, producto del incremento en máquina, equipo y mobiliario diverso en US\$14.37 millones.

Estructura del Activo (Miles US\$)							
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Jun 2019	Jun 2020
Fondos	28,450	22,802	44,855	64,623	48,955	64,248	51,245
Inversiones financieras	39,895	37,748	63,990	31,514	17,253	20,747	2,685
Inversiones en existencias	5,306	5,386	5,283	5,509	5,331	5,144	4,980
Inversiones en bienes de uso	429,281	426,242	430,376	466,727	481,929	459,151	473,739
Inversiones en proyectos y programas	17,256	26,828	37,278	93,662	69,032	93,553	67,069
Activo Total	520,188	519,006	581,782	662,035	622,499	642,844	599,710

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Pasivos y Patrimonio

En total, los pasivos a la fecha de análisis totalizaron US\$197.28 millones, reflejando una disminución en US\$37.47 millones (-15.96%) con respecto al año anterior. Causado principalmente por la reducción en el financiamiento de terceros en 17.90% (-US\$36.25 millones), producto de la disminución en los acreedores financieros (-26.88 millones), seguido por la reducción en el endeudamiento interno y externo en -4.40% y -11.93% respectivamente; pese a ello, siguen teniendo el mayor porcentaje de participación dentro del pasivo de la institución con un 64.34%, 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	Jun 2019	Jun 2020
Depósitos de terceros	3,005	3,207	29,211	27,224	28,041	27,482	26,927
Acreedores monetarios	0	0	0	0	0	4,756	4,093
Endeudamiento Interno	88,195	81,973	103,393	95,588	87,299	91,501	87,476
Endeudamiento Externo	57,064	53,951	50,574	46,130	41,459	44,807	39,460
Acreedores Financieros	27,221	33,166	47,226	94,040	57,461	66,202	39,319
Pasivo Total	175,485	172,297	230,404	262,983	214,260	234,747	197,276

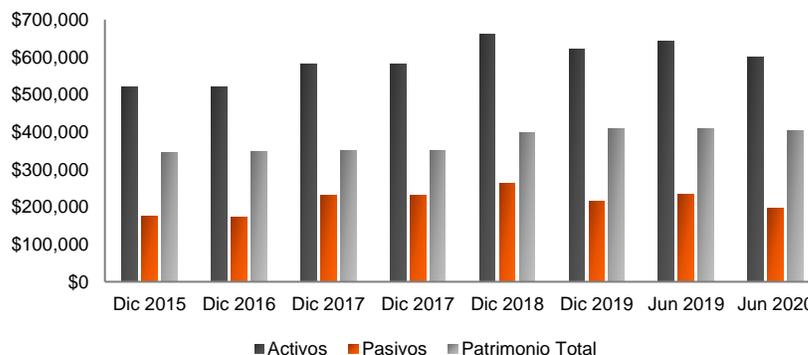
Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Respecto al patrimonio, éste presenta una disminución de US\$5.66 millones (-1.39%), como consecuencia de la reducción en el resultado del ejercicio (-US\$14.85 millones) con respecto a junio 2019, producto de la reducción en mayor proporción de los ingresos totales en relación con los gastos (-29.43% y -6.30% respectivamente).

Estructura de Patrimonio (Miles US\$)							
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Jun 2019	Jun 2020
Patrimonio Estatal	340,875	344,652	348,094	394,439	399,053	399,053	408,239
Patrimonio	340,875	344,659	348,102	394,450	399,064	399,064	408,251
Detrimento patrimonial	(0)	(7)	(8)	(12)	(12)	(12)	(12)
Resultado a la fecha	3,828	2,058	3,285	4,614	9,187	9,044	-5,804
Patrimonio Total	344,703	346,709	351,378	399,053	408,239	408,096	402,435

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

ESTRUCTURA DEL BALANCE GENERAL (US\$ MILES)

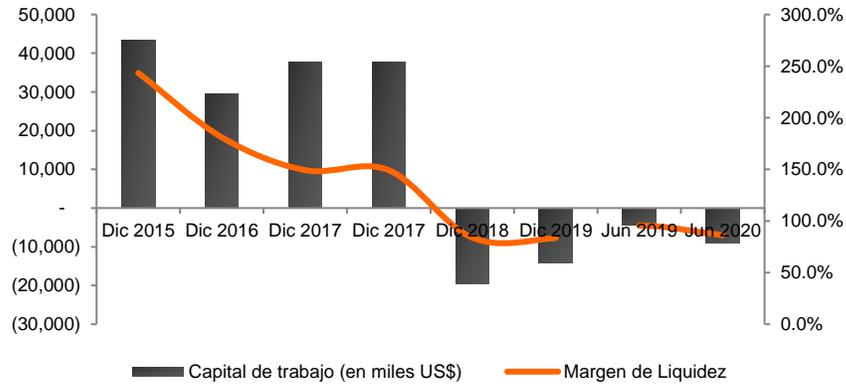


Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

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 período pasado, debido a la reducción en las cuentas de fondos e inversiones temporales, que en su conjunto disminuyeron (-US\$32.66 millones), pese a la reducción en los acreedores financieros y monetarios, se han visto afectados los niveles de liquidez, mismos que se encuentran en un nivel de 86.25% (95.37% a junio 2019), 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\$9.11 millones.

INDICADORES DE LIQUIDEZ (US\$ MILES / PORCENTAJE)

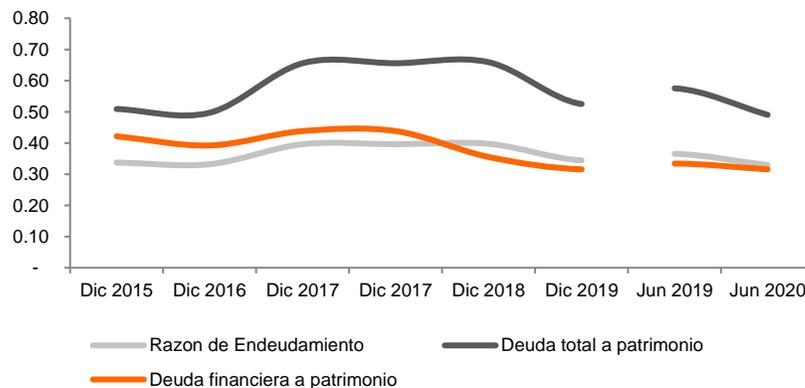


Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Análisis de Solvencia

En cuanto a los niveles de endeudamiento y solvencia, el endeudamiento patrimonial fue de 0.49, menor en 0.09 veces respecto a junio 2019, esto por la disminución en los pasivos no corrientes en (-17.09%) en mayor proporción a la reducción del patrimonio total (-1.29%). Es decir que los pasivos de CEPA se encuentran más respaldados por el capital propio, asimismo la razón de endeudamiento presenta una disminución de 0.04 veces, teniendo un mayor nivel de cobertura respecto al período pasado.

RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO (VECES)



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Mientras que la deuda financiera respecto al patrimonio presenta una reducción de 0.02 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.

Análisis de Riesgos Efecto COVID-19

Riesgo de Liquidez

Los indicadores de liquidez de CEPA históricamente se muestran positivos hasta diciembre 2018. A junio 2020, el índice de liquidez es de 0.95 veces, posicionándose menor a uno. En cuanto al capital de trabajo, para el cierre del segundo trimestre de 2020, la institución tiene un déficit de -US\$9.11 millones para hacerle frente a sus obligaciones más próximas.

La fuente principal de ingresos de CEPA es por venta de bienes y servicios, que representan el 88.97% del total de los ingresos percibidos por la entidad, los cuales provienen de los ingresos por ventas de servicios públicos aeroportuarios, siendo la cuenta que resultó más afectada por el cierre del Aeropuerto Internacional de El Salvador.

Riesgo de Crédito

A junio 2020, los pasivos totales de CEPA están constituidos, en su mayoría por la deuda financiera (Financiamiento de terceros) con un 84.28% de participación de los pasivos totales. Esta deuda totalizó US\$166.26 millones, de la cual el 44.34% está formada por deuda interna, el 19.93% en acreedores financieros y el 20.00% en deuda externa. La estructura de financiamiento de CEPA se compone por préstamos por parte de JICA y fondos de titularización.

Los indicadores de solvencia de CEPA históricamente se muestran por debajo de uno. A junio 2020, el endeudamiento patrimonial es de 0.49 veces, es decir que la institución muestra bajo apalancamiento a la fecha de análisis. De igual forma, la deuda financiera con relación al patrimonio se presenta en 0.32 veces a junio 2020, es decir -0.02 que en el mismo período en 2019.

Riesgo Operativo

A la fecha de análisis, los costos de venta y cargos calculados registraron un incremento en US\$1.71 millones al compararse con junio 2019, siendo el más representativo la depreciación de bienes de uso, con énfasis en edificios y maquinaria. La estructura operativa puede verse afectada, producto de las medidas aprobadas para el combate del COVID-19, principalmente las que limitan la capacidad instalada de CEPA. Esto puede traer consigo el aumento de costos de operación que incluyen los gastos de personal, servicios básicos, además de los costos por mantenimiento y/o reparación. Como consecuencia de lo anterior, algunos proyectos de mantenimiento o ampliación pueden verse paralizados.

Reestructuración FTHCPA01

Debido a las medidas impulsadas por el gobierno para evitar la propagación del COVID-19 y el cierre indefinido del Aeropuerto Internacional de El Salvador, se podrán observar dichos efectos en los ingresos recaudados por parte de CEPA, desde finales del primer trimestre de 2020 y con mayor impacto en el segundo trimestre del presente año, presentando posibles dificultades en la recaudación de los flujos del fondo.

De acuerdo con lo anterior, se realizaron modificaciones autorizadas al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA), mismas que fueron previamente autorizadas por la Superintendencia del Sistema Financiero⁵.

Las condiciones de las modificaciones autorizadas para FTHVCPA01 son las siguientes:

- Incorporar dos períodos de excepción así:
 - El primero de 9 meses, en los cuales el fondo no pagará capital ni intereses a los tenedores, y
 - El segundo de 3 meses, que inicia al término del primer período de excepción, en los cuales el fondo no pagará capital a los tenedores;
- Aumentar el monto de cesión mensual en las próximas 3 cuotas posteriores al segundo período de excepción.
- Disminuir las cantidades mínimas que deben permanecer resguardadas en las cuentas restringidas y poder utilizarlo para el pago de obligaciones, bajo el compromiso de retribuir las posteriormente.
- Disminuir el plazo de la emisión para pasar de 201 meses (plazo actual) a 180 meses.

Modificaciones en Plazos	
Modificaciones	Tramos
Mantienen su plazo contractual	2-3
Plazo de 148 meses	4-7

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

Las modificaciones al contrato de titularización y características de los ramos de la emisión vigente tienen como objetivo: garantizar el pago de capital e intereses a los Tenedores de Valores de Titularización- Títulos de Deuda emitidos con cargo al FTHVCPA01, se deberá realizar ajustes a los pagos de capital e intereses restantes de los distintos tramos de la emisión vigente, siguiendo el calendario de amortización de capital y pago de intereses de cada tramo.

Estructura de Cesión Propuesta

Al 19 de abril de 2020, el Fondo de Titularización CEPA01 ha pagado ochenta y seis cesiones de las doscientos once de la emisión. Dadas las modificaciones mencionadas con anterioridad, el primer período de Excepción constaría desde la cesión ochenta y siete a la cesión noventa y cinco, es decir de mayo 2020 a enero 2021, donde ningún tramo de la emisión recibirá pago de capital e intereses, únicamente pagaría costos y gastos inmersos en la emisión. El segundo período de Excepción abarcaría desde la cesión noventa y seis a la cesión noventa y ocho, es decir de febrero a abril 2021, donde se incluye el pago de intereses del período, además de los respectivos costos y gastos.

Para el período de Restitución, que se conforma desde la cesión noventa y nueve a la cesión ciento uno, es decir de mayo a julio 2021, donde el fondo pagaría los intereses del período, más los intereses devengados en el período

⁵ Modificaciones autorizadas por la Superintendencia del Sistema Financiero, Consejo Directivo N° CD-19/2020 del 14 de mayo del 2020. Circular GMYO-51/2020 y GMYO-52/2020 Bolsa de Valores de El Salvador.

de excepción, además de los costos y gastos correspondientes. A partir de la cesión ciento uno se incluirá una porción del pago de capital. De este modo, desde la cesión 102 comenzaría el período originalmente autorizado.

A continuación, se presenta la distribución actual del pago de montos de cesión mensual:

Meses	Cesión
Mes 1 al 31	304,00
Mes 32 al 35	520,000
Mes 36 al 119	979,000
Mes 120 al 180	442,000
Mes 181 al 211	216,000

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

A continuación, se presenta la distribución propuesta del pago de montos de cesión mensual:

Meses	Cesión	Período
Mes 1 al 31	304,000	General
Mes 32 al 35	520,000	General
Mes 36 al 86	979,000	General
Mes 87 al 95	28,000	1° Excepción
Mes 96 al 98	253,000	2° Excepción
Mes 99 al 101	979,000	Restitución
Mes 102 al 120	979,000	General
Mes 121 al 180	610,000	

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

Proyecciones y Cobertura de la emisión

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.

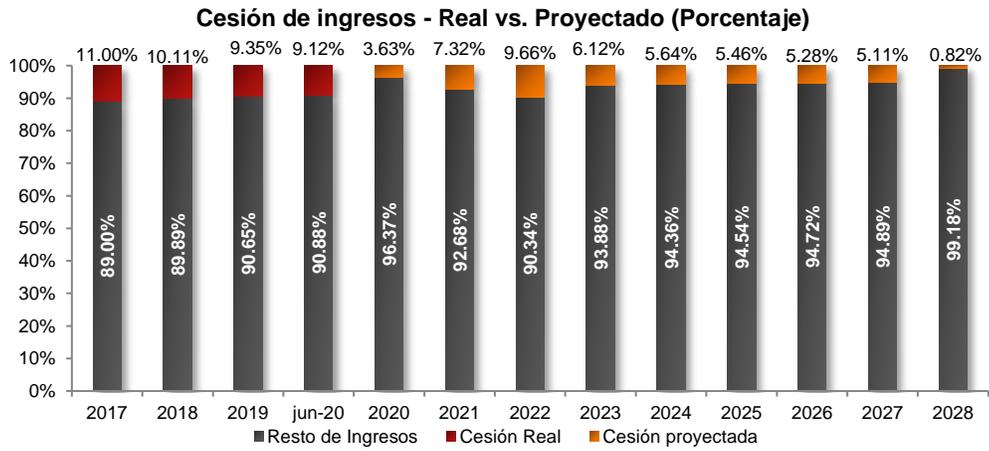
Teniendo en cuenta estos supuestos, se estima los ingresos para los años 2018 a 2028.

Ingresos y Cesión (En Millones US\$)											
Componentes	2019	Jun-2020	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos	125.7	43.6	113.9	117.7	121.6	125.7	129.8	134.2	138.6	143.2	148.0
Cesión Anual CEPA01	11.74	3.97	4.14	8.62	11.75	7.69	7.32	7.32	7.32	7.32	1.22
Cesión/Ingresos	9.35%	9.12%	3.63%	7.32%	9.66%	6.12%	5.64%	5.46%	5.28%	5.11%	0.82%

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. Al cierre del segundo trimestre de 2020, el monto de cesión corresponde a un 9.12% del total de los ingresos, estando 10.88% por debajo del máximo legal. Cabe destacar que el monto de cesión es de US\$3.97 millones.

Lo anterior refleja la capacidad de la institución para el pago oportuno de los montos a ceder al fondo de titularización, producto de la generación de ingresos, totalizando a junio 2020 US\$43.57 millones, registrando una disminución de US\$18.17 millones (-29.43%) con respecto a junio 2019, con énfasis en los ingresos por venta de bienes y servicios en -US\$17.32 millones (-30.88%).



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Tomando en cuenta la cesión que debe realizarse por el pago de ambas titularizaciones, el nivel de cesión fue de 13.86% del total de los ingresos, cumpliendo con el máximo legal.

Resumen de Estados Financieros CEPA

Balance de Situación Financiera (En miles US\$)							
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Jun 2019	Jun 2020
Activos							
Fondos	28,450	22,802	44,855	64,623	48,955	64,248	51,245
Inversiones financieras	39,895	37,748	63,990	31,514	17,253	20,747	2,685
Inversiones en existencias	5,306	5,386	5,283	5,509	5,331	5,144	4,973
Inversiones en bienes de uso	429,281	426,242	430,376	466,727	481,929	459,151	473,739
Inversiones en proyectos y programas	17,256	26,828	37,278	93,662	69,032	93,553	67,069
Total	520,188	519,006	581,782	662,035	622,499	642,844	599,711
Pasivos							
Depósitos de terceros	3,005	3,207	29,211	27,224	28,041	27,482	26,927
Acreeedores monetarios			-	-	-	4,756	4,093
Endeudamiento interno	88,195	81,973	103,393	95,588	87,299	91,501	87,476
Endeudamiento externo	57,064	53,951	50,574	46,130	41,459	44,807	39,460
Acreeedores	27,221	33,166	47,226	94,040	57,461	66,202	39,319
Total	175,485	172,297	230,404	262,983	214,260	234,747	197,276
Patrimonio							
Patrimonio	340,875	344,659	348,102	394,450	399,064	399,064	408,251
Detrimento patrimonial	(0)	(7)	(8)	(12)	(12)	(12)	(12)
Resultado a la fecha	3,828	2,058	3,285	4,614	9,187	9,044	(5,804)
Patrimonio Total	344,703	346,709	351,378	399,053	408,239	408,096	402,435
Total pasivo + Patrimonio	520,188	519,006	581,782	662,035	622,499	642,844	599,711

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Estado de Resultados (En Miles US\$)							
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Jun 2019	Jun 2020
Financieros y otros	6,273	7,500	8,551	7,217	7,272	3,643	3,126
Por transferencias corrientes recibidas	107	474	79	107	94	74	152
Venta de bienes y servicios	80,436	92,890	94,771	103,910	113,534	56,091	38,768
Por actualizaciones y ajustes	7,503	12,704	3,427	4,998	4,788	1,934	1,527
INGRESOS TOTALES	94,319	113,568	106,829	116,231	125,688	61,742	43,573
Personal	18,527	20,260	23,129	37,298	44,179	22,806	23,107
Bienes de consumo y servicios	29,162	37,762	31,855	24,294	20,445	8,709	6,323
Bienes capitalizables	314	285	333	268	466	107	388
Financieros y otros	8,150	9,247	10,287	12,025	11,500	5,542	4,490
Por transferencias otorgadas	4,880	6,096	8,635	6,285	6,773	3,404	2,490
Costos de ventas y cargos calculados	19,017	18,055	18,363	18,799	18,822	9,296	11,003
Por actualizaciones y ajustes	5,514	14,159	4,486	4,893	3,823	2,835	1,577
GASTOS TOTALES	85,564	105,863	97,088	103,863	106,009	52,699	49,377
SUPERAVIT (DEFICIT)	8,755	7,705	9,741	12,369	19,679	9,044	(5,804)
Impuesto sobre la renta	3,140	3,664	6,456	4,911	6,640	-	-
Retribución fiscal	1,787	1,983	-	2,844	3,852	-	-
Utilidad Neta	3,828	2,058	3,285	4,614	9,187	9,044	(5,804)

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Indicadores Financieros							
Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Jun 2019	Jun 2020
Rentabilidad							
EBITDA	34363.84	35,270	38,657	43,453	50,405	23,966	10,005
ROE	2.54%	2.22%	2.77%	3.10%	4.82%	1.66%	-1.41%
ROA	1.68%	1.48%	1.67%	1.87%	3.16%	1.05%	-0.94%
Margen de Utilidad Neta	0.093	6.78%	9.12%	10.64%	15.66%	14.65%	-13.32%
Liquidez							
Margen de Liquidez	2.43	181.02%	149.18%	83.79%	83.53%	95.37%	86.25%
Capital de trabajo (en miles US\$)	43336.77	29,468	37,593	-19,660	-14,079	-4,341	-9,106
Solvencia							
Deuda total a patrimonio	0.51	0.50	0.66	0.66	0.52	0.58	0.49
Activo / Pasivo	0.34	0.33	0.40	0.40	0.34	0.37	0.33
Deuda neta/ EBITDA	-	4.79	5.20	5.43	3.69	4.48	4.56
Cobertura							
Cobertura EBITDA de Intereses	4.06	3.70	3.64	3.53	4.21	4.24	3.66
Cobertura de Intereses	2.03	1.81	1.92	2.01	2.64	2.60	(0.19)

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Historial de clasificaciones		
Con información financiera correspondiente a:	Clasificación otorgada	Perspectiva
30 de septiembre del 2012 al 30 de junio de 2020	AAA	Negativa

Fuente y elaboración: PCR

Flujos por ceder por CEPA al Fondo de Titularización VTHVCPA01 (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	610,000	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

Flujos por ceder Reestructurados por CEPA al Fondo de Titularización VTHVCPA01 (en miles US\$)									
Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión
1	304,000	37	979,000	73	979,000	109	979,000	145	610,000
2	304,000	38	979,000	74	979,000	110	979,000	146	610,000
3	304,000	39	979,000	75	979,000	111	979,000	147	610,000
4	304,000	40	979,000	76	979,000	112	979,000	148	610,000
5	304,000	41	979,000	77	979,000	113	979,000	149	610,000
6	304,000	42	979,000	78	979,000	114	979,000	150	610,000
7	304,000	43	979,000	79	979,000	115	979,000	151	610,000
8	304,000	44	979,000	80	979,000	116	979,000	152	610,000
9	304,000	45	979,000	81	979,000	117	979,000	153	610,000
10	304,000	46	979,000	82	979,000	118	979,000	154	610,000
11	304,000	47	979,000	83	979,000	119	979,000	155	610,000
12	304,000	48	979,000	84	979,000	120	610,000	156	610,000
13	304,000	49	979,000	85	979,000	121	610,000	157	610,000
14	304,000	50	979,000	86	979,000	122	610,000	158	610,000
15	304,000	51	979,000	87	-	123	610,000	159	610,000
16	304,000	52	979,000	88	-	124	610,000	160	610,000
17	304,000	53	979,000	89	-	125	610,000	161	610,000
18	304,000	54	979,000	90	-	126	610,000	162	610,000
19	304,000	55	979,000	91	-	127	610,000	163	610,000
20	304,000	56	979,000	92	-	128	610,000	164	610,000
21	304,000	57	979,000	93	-	129	610,000	165	610,000
22	304,000	58	979,000	94	-	130	610,000	166	610,000
23	304,000	59	979,000	95	-	131	610,000	167	610,000
24	304,000	60	979,000	96	253,000	132	610,000	168	610,000
25	304,000	61	979,000	97	253,000	133	610,000	169	610,000
26	304,000	62	979,000	98	253,000	134	610,000	170	610,000
27	304,000	63	979,000	99	979,000	135	610,000	171	610,000
28	304,000	64	979,000	100	979,000	136	610,000	172	610,000
29	304,000	65	979,000	101	979,000	137	610,000	173	610,000
30	304,000	66	979,000	102	979,000	138	610,000	174	610,000
31	304,000	67	979,000	103	979,000	139	610,000	175	610,000
32	520,000	68	979,000	104	979,000	140	610,000	176	610,000
33	520,000	69	979,000	105	979,000	141	610,000	177	610,000
34	520,000	70	979,000	106	979,000	142	610,000	178	610,000
35	520,000	71	979,000	107	979,000	143	610,000	179	610,000
36	979,000	72	979,000	108	979,000	144	610,000	180	610,000

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	jun-19	jun-20
Activo Corriente	5,804	4,151	4,023	4,740	4,192	2,786	2,719
Activo No Corriente	61	45	22	9	8	9	7
Activo Total	5,865	4,196	4,045	4,750	4,199	2,795	2,726
Pasivo corriente	2,955	1,341	1,239	1,967	1,329	707	673
Pasivo Total	2,955	1,341	1,239	1,967	1,329	707	673
Total Patrimonio	2,911	2,855	2,806	2,782	2,871	2,087	2,053
Pasivo + Patrimonio	5,865	4,196	4,045	4,750	4,199	2,795	2,726

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	jun-19	jun-20
Ingresos por titularización de activos	3,917	3,427	3,280	3,343	3,501	1,584	1,479
Ingresos de inversiones financieras	86	74	41	40	19	11	15
Total de ingresos de operación	4,003	3,501	3,321	3,382	3,520	1,595	1,494
Costos por servicios	80	2	12	93	80	6	9
Resultado de Operación Bruto	3,922	3,499	3,309	3,290	3,440	1589	1485
Gastos de Administración	1,860	1,382	1,278	1,301	1,352	625	603
Gastos Financieros	64	53	27	36	10	5	0
Total costos y gastos de operación	2,004	1,437	1,317	1,430	1,442	636	612
Utilidad Operacional	1,999	2,064	2,004	1,953	2,078	958	882
Utilidad antes de Reserva e Impuestos	1,999	2,064	2,004	1,953	2,078	958	882
Impuesto sobre la Renta	562	620	603	586	625	288	264
Resultado del Ejercicio	1,437	1,444	1,401	1,367	1,453	670	618

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

Estados Financieros de VTHVCPA01

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

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Activo Corriente	12,802	12,807	12,779	12,800	3,910
Activo No Corriente	81,845	70,097	58,349	64,223	55,811
Activo Total	94,647	82,904	71,128	77,023	59,721
Pasivo corriente	8,805	9,213	9,572	9,394	988
Pasivo no corriente	93,379	81,780	69,671	75,792	66,588
Pasivo Total	102,184	90,993	79,243	85,186	67,576
Excedentes Déficit Acumulados FT	-7,537	-8,090	-8,115	-8,163	-7,856
Pasivo + Excedentes Acum.	94,647	82,904	71,128	77,023	59,721

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

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

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Ingresos por titularización	3,309	3,309	3,309	1,655	1,655
Ingresos por intereses devengados	-	-	-	-	-
Otros ingresos	7	0.52	30	-	-
Ingresos totales	3,316	3,310	3,339	1,655	1,655
Por administración y custodia	13	10	9	4	4
Por clasificación de riesgo	31	31	26	15	13
Auditoría externa y fiscal	4	4	4	2	2
Por servicios de valuación	-	-	-	-	-
Gastos de administración y operación	48	44	39	22	19
Gastos Financieros	3,921	3,502	3,049	1,565	1,254
Otros gastos	356	316	276	142	122
Impuesto sobre la Renta	-	-	-	-	-
Total de egresos y gastos	4,323	3,862	3,364	1,728	1,396
Resultado del Ejercicio	-1,007	-553	-25	-74	259

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.