

**FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES COMISIÓN EJECUTIVA PORTUARIA
AUTÓNOMA CERO DOS
FTHVCPA02**

Comité No. 148/2021	
Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2021	Fecha de comité: 27 de octubre de 2021
Periodicidad de actualización: Semestral	Originador perteneciente al sector de instituciones autónomas San Salvador, El Salvador

Equipo de Análisis		
Luis Flores lflores@ratingspcr.com	Alexis Figueroa afigueroa@ratingspcr.com	(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES								
Fecha de información	dic-18	jun-19	dic-19	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Fecha de comité	16/4/2018	18/9/2019	29/4/2020	22/10/2020	21/01/2021	29/04/2020	02/07/2021	27/10/2021
Valores de Titularización CEPA02								
Tramo 1	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectivas	Estable	Estable	Negativa	Negativa	Negativa	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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

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

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

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

Racionalidad

En Comité Ordinario de Clasificación de Riesgo, PCR ratificó la clasificación de AAA con perspectiva estable a todos los tramos de los Valores de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 02 (FTHVCPA02).

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización derivada de la adecuada generación de ingresos provenientes de las actividades portuarias y aeroportuarias que le permiten al Originador cumplir con sus obligaciones. Adicionalmente, se toma en cuenta el cumplimiento del resguardo financiero considerado en el contrato de emisión, así como los apropiados mecanismos operativos y legales que permiten el óptimo funcionamiento del Fondo de Titularización.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **El Fondo de Titularización posee adecuados respaldos legales y operativos.** La emisión dispone de una cuenta restringida la cual acumula un mínimo de un monto de cesión mensual. También cuenta con una orden irrevocable de pago suscrita con el Banco Davivienda. A su vez, la emisión contempla un resguardo financiero que compromete al originador a no ceder más del 20% de sus ingresos; considerando la reestructuración del Fondo de Titularización, a la fecha de análisis, CEPA ha cedido el 1.13% del total de sus ingresos cumpliendo satisfactoriamente con su compromiso.
- **Reactivación del comercio exterior estimula el crecimiento de los ingresos del Originador.** A la fecha de análisis, según datos publicados por el Banco Central, las exportaciones reportan una tasa de crecimiento del 48.1% indicando una recuperación en el comercio exterior, esto ha estimulado el crecimiento en los ingresos percibidos por CEPA, los cuales muestran un incremento interanual de +US\$12.20 millones, beneficiados por los mayores ingresos por venta de bienes y servicios (+US\$10.05 millones) provenientes principalmente de las operaciones del Aeropuerto Internacional de El Salvador y del Puerto de Acajutla, cuyos ingresos representan el 99.40% de los ingresos totales de CEPA.
- **Leve alza en los indicadores de liquidez del Originador ante contracción de la deuda corriente.** A la fecha de análisis, los indicadores de liquidez de la entidad han presentado una leve mejoría, ubicando al índice de liquidez general en 0.98 veces, siendo superior al 0.86 del periodo pasado. A su vez, el capital neto de trabajo presenta un aumento de US\$7.96 millones (+87.40%). Lo anterior, proveniente de una tendencia decreciente en los niveles de deuda corriente del Originador, principalmente en los acreedores financieros y monetarios que muestran una contracción de -US\$14.35 millones, siendo mayor a la contracción presentada por los activos líquidos de la entidad (-US\$6.08 millones).
- **El originador mantiene adecuados niveles de solvencia.** Los indicadores de solvencia del Originador se posicionan en niveles históricos por debajo de uno, debido al bajo nivel de endeudamiento donde los activos se encuentran mayormente respaldados por capital propio. A la fecha de análisis, los pasivos de la entidad muestran una contracción de -9.47%, mayor a la presentada por el patrimonio que decreció en -3.65%, ubicando el nivel de apalancamiento en 0.45 veces, mejorando respecto a junio 2020 (0.49).
- **Cierre con utilidades estimula una mejora en los niveles de rentabilidad.** A la fecha de análisis, el Originador presenta una utilidad neta de US\$6.18 millones, con una tasa de crecimiento de +206.42%, influenciado principalmente por la recuperación de los ingresos por bienes y servicios. A su vez, el EBITDA se ubicó en US\$19.27 millones, reflejando un importante crecimiento de +US\$9.26 millones. Este comportamiento favoreció a los indicadores de rentabilidad obteniendo un ROE de 1.55%, mayor al -1.44% obtenido el periodo pasado; por su parte, el ROA se ubicó en 1.07% (junio 2020: -0.97%).

Factores Clave

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación.

- No aplica. El Fondo de Titularización cuenta con la clasificación más alta.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación.

- Deterioro de la calidad crediticia del originador a partir de una disminución de los ingresos percibidos por actividades portuarias y aeroportuarias que ajusten las coberturas de cesión.
- Incumplimientos de resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización.
- Nuevas crisis que afecten la economía nacional como internacional perjudicando las operaciones portuarias y aeroportuarias.

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 de noviembre 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 30 de junio de 2020 y 2021 del originador.
- **Riesgo Operativo:** Modelo Financiero del fondo de titularización FTHVCPA02.
- **Documentos Legales:** Contrato de Titularización FTHVCPA02, Contrato de Orden Irrevocable de Pago y Contrato de administración de Fondos.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: El análisis financiero del originador se ha realizado con Estados Financieros no Auditados al período de junio 2020 y 2021.

Limitaciones potenciales: En un contexto de reactivación económica, PCR dará seguimiento a la capacidad del fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago oportuno de sus obligaciones, así como el cumplimiento de los resguardos financieros y legales establecidos en el contrato de cesión.

Hechos Relevantes

- En junio 2021, las operaciones del aeropuerto alcanzan un 70% de las operaciones previo a la pandemia, alcanzando los 16 millones de kilos de carga aérea de importación y exportación las cuales son cifras históricas para el aeropuerto.
- En abril 2021, luego de 10 años sin nuevas aerolíneas en el país, Frontier inicia operaciones comerciales en el aeropuerto de El Salvador.
- En febrero 2021, se anuncia el inicio de operaciones de Frontier, una nueva aerolínea a partir del 13 de abril del presente año. Frontier es una aerolínea LOW-COST que realizará viajes de El Salvador a Miami y viceversa con una frecuencia de 4 vuelos semanales.
- En enero 2021, inicia el proyecto para la construcción del aeropuerto del pacífico el cual busca dotar de una conexión aeroportuaria a la zona oriental de El Salvador.

Panorama Internacional

De acuerdo con el documento de las "Perspectivas de la Economía Mundial" elaborado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), se prevé una recuperación de la economía global del orden de 6%, lo cual contrasta con la contracción registrada al cierre del año de 2020 (-4.3%) provocada por los efectos económicos y sociales de la pandemia por COVID-19. Sin embargo, el organismo internacional adelanta que la recuperación será diversa entre los países debido al acceso desigual de las vacunas, por lo que el pronóstico de las economías avanzadas se revisó hacia el alza debido al mayor progreso en la población vacunada.

Ante la recuperación de la economía y el precio de los commodities, se prevén presiones a nivel general de los precios, principalmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, forzando a tomar medidas de política monetaria para controlar un efecto inflacionario dentro de las economías.

Las medidas adoptadas por los bancos centrales en materia de política monetaria podrían endurecer las condiciones financieras, lo cual sería un doble golpe para las economías de mercados emergentes y en desarrollo debido al bajo porcentaje de población vacunada y la rigidez de las condiciones financieras externas, lo cual atrasaría gravemente su recuperación y arrastraría el crecimiento mundial por debajo de la línea base estimada.

Para la región latinoamericana, el FMI proyecta una tasa de crecimiento de 5.8%, estando por debajo de lo estimado para la economía global y siendo insuficiente para recuperarse de la contracción del -7% reportada en el año 2020, debido a las afectaciones económicas en todos los países de la región. En cuanto a la región centroamericana, se estima que las economías con mayor dinamismo sean: Guatemala, Honduras y El Salvador, las cuales registrarían una tasa de crecimiento de 4.5%, seguido de Costa Rica (-2.6%) y Nicaragua (0.24%).

Entorno Económico

Luego de la reactivación de la mayor parte de los sectores desde finales del 2020 e inicios del 2021, así como el progreso en el nivel de población vacunada contra el virus, la actividad económica ha mostrado importantes señales de recuperación, donde al quinto mes de 2021 los nueve componentes que integran el Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE) han mostrado variaciones positivas lideradas por el sector Construcción (+81.6%), Comercio Transporte y Almacenamiento (+52.5%) y el Índice de la Producción Industrial (+49.8%). Lo anterior, como efecto rebote luego de la paralización temporal de dichas actividades en el año 2020; sin embargo, es importante destacar que al observar el comportamiento durante los primeros cinco meses de 2021, se identificó un alto repunte únicamente en el primer trimestre del año, pero a medida se estabilizan las demás actividades económicas, la tendencia se acerca rápidamente a los bajos niveles mostrados en los años pre pandémicos.

Por su parte, el sistema financiero mostró una tenue recuperación donde la cartera de préstamos colocada reflejó un crecimiento de +2.4%, cerrando en US\$15,306 millones. A nivel de su composición por sectores económicos, más de dos tercios del total fue colocada en los siguientes sectores: Consumo (34.4%), Vivienda (17.6%), Comercio (13.2%) y Servicios (8.6%). Por el lado de los depósitos del público, se mostró similar condición, alcanzando los US\$16,893 millones, equivalente a una variación interanual del 8.8%; no obstante, la alta liquidez del sistema provocó un descenso en el spread financiero al primer semestre de 2021 ubicándose en 2.7%, estando por debajo del 3% reportado a la misma fecha del año previo.

Referente al comportamiento del fiscal de El Salvador, al primer semestre de 2021 el déficit fiscal ascendió a US\$517 millones, equivalente a una disminución del 53.3%, respecto de lo reportado a junio 2020 como resultado de menores erogaciones en el gasto de salud pública, así como una recuperación de la recaudación tributaria. La brecha fiscal

acumulada del país ha generado mayores riesgos de insolvencia, amenazando la sostenibilidad de las finanzas del Estado, considerando el alto endeudamiento público que asciende a aproximadamente el 89% del PIB.

Respecto a las variables externas que tienen relación con la economía, se destacan las Remesas Familiares que continuaron siendo un pilar fundamental en el ingreso disponible de los hogares salvadoreños, las cuales provienen en más de un 90% de Estados Unidos. En ese sentido, al cierre de junio de 2021 acumularon un monto de US\$3,658 millones, equivalente a una significativa tasa de crecimiento de 45.3% respecto a junio 2020, y presentando una participación de aproximadamente el 27.8% respecto del PIB1. Por su parte, la incertidumbre política y económica originada por diversas leyes y reformas recientemente aprobadas, así como el contexto generado por la pandemia por COVID-19 han presionado hacia el alza el riesgo país. Lo anterior se demuestra en el deterioro que ha experimentado el EMBI, cuyo indicador pasó de 6 puntos básicos en enero 2021 a 7.2 puntos básicos al cierre de junio del mismo año, siendo esta la posición más alta durante el primer semestre.

Por último, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, se espera que la economía salvadoreña cierre el año con un crecimiento de 4.5%, derivado de la reactivación por completo de todas las actividades económicas y del alto nivel de avance de la población vacunada contra el COVID-19. Por su parte, el BCR proyecta que la economía salvadoreña crecerá alrededor de 9%, agregando el efecto positivo que tendrán los diversos subsidios otorgados por el gobierno para incentivar a las MYPES, y las mejoras de los tiempos en los procesos del comercio exterior que incentivarán el dinamismo de las exportaciones.

Resumen de la Estructura de Titularización

Datos básicos de la Emisión	
Fondo de Titularización	Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Dos - FTHVCPA 02
Originador	Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma
Emisor	Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, en carácter de administradora del VTHVCPA 02 y con cargo a dicho Fondo.
Clase de Valor	Valores de Titularización - Títulos de Deuda con Cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Dos representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Monto de la Emisión	Hasta US\$69,700,000.00
Plazo de la Emisión	La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de hasta ciento noventa y cinco meses.
Respaldo de la Emisión	El pago de los Valores de Titularización - Títulos de Deuda, está respaldado únicamente por el patrimonio del Fondo de Titularización VTHVCPA CERO DOS, que se constituye como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador. El Fondo de Titularización está constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta emisión, sirviéndose de los derechos adquiridos sobre los flujos financieros futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos mensuales percibidos por la CEPA en concepto de: a) Ingresos por venta de bienes y servicios (sean estos aeroportuarios, portuarios o ferroviarios); b) Ingresos por actualizaciones y ajustes; c) Ingresos financieros y otros; y d) Cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos.
Custodia y Depósito:	La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, está depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V., para lo cual será necesario presentarle el Contrato de Titularización de la emisión correspondiente y la certificación del asiento registral que emita la Superintendencia, a la que se refiere el inciso final del Artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.
Negociabilidad	La negociación de los tramos de oferta pública se efectuó en la Bolsa de Valores por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa, en las sesiones de negociación que se realizaron en la Bolsa de Valores. La fecha de negociación fue comunicada a la Bolsa de Valores mediante certificación de punto de acta de Junta Directiva de la Titularizadora.
Factor de riesgo de mora	Este riesgo está asociado a una disminución en los ingresos de la institución que puedan poner en riesgo el impago de las cesiones del fondo. Este riesgo se ve administrado por los mecanismos incorporados al fondo de Titularización: la Orden Irrevocable de Pago y la Cuenta Restringida.
Factor de riesgo regulatorio	CEPA es una entidad regida por la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma. Cambios regulatorios podrían ocasionar un impacto en la generación o transferencia de los flujos futuros de CEPA hacia el Fondo, afectando así la liquidez y solvencia del Fondo de Titularización. Dicho riesgo se ve mitigado por los mecanismos de cobertura del Fondo, siendo éstos la Orden Irrevocable de Pago y la Cuenta Restringida.
Mecanismos de Cobertura	(i) Cuenta Restringida: Cuyo saldo no deberá ser menor a un monto de cesión mensual de flujos financieros futuros, que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos a pagarse a los Tenedores de Valores. (ii) Orden Irrevocable de Pago: por medio de un contrato se compromete a que al agente colector (de igual manera al de respaldo) a transferir los flujos al Fondo de Titularización.
Destino de los Fondos de la Emisión	Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión son invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos de cada mes de la CEPA según se establece en los artículos dos, cuatro y dieciséis de la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma.
Destino de los Fondos	Los fondos que CEPA, recibe en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, son invertidos por CEPA en el mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios que requiere el Aeropuerto Internacional El Salvador.

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

Modificaciones al Contrato de Titularización por Reestructuración

Modificaciones Contrato de Titularización		
I. Definiciones		
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, n°, n°31, n°32, n°49, n°50, n°51 y n°52. Se agregan numerales n°56, n°57, n°58, n°59.
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 de los tramos de la emisión con diferimiento de pago de intereses.	Romano I, numeral n°18
Período de Intereses Devengados	Los intereses acumulados devengarán intereses equivalentes a la tasa cupón anual de cada tramo, de acuerdo con el Aviso de Colocación Correspondiente.	Romano I, numeral n°37
Primer Período de Excepción	Se agrega el numeral del período de excepción, que corresponde a 21 meses, de mayo de 2020 a enero de 2022 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 de Junta General Extraordinaria de de Tenedores de Valores ¹ .	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, de febrero 2022 a abril de 2022, 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 6 meses posteriores al Segundo Período de Excepción, de mayo de 2022 a octubre de 2022, siempre y cuando existan obligaciones hacia los 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.	Romano I, numeral n°55
III. Constitución del Fondo de Titularización		
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
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 noventa meses.	Numeral n°3.14
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

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:

¹ Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores celebrada el 01 de febrero de 2021.

Modificaciones Contrato de Cesión		
Definiciones	Ajustar los Montos de Cesión Mensual de conformidad con la nueva estructura de cesiones.	Romano I, Literal A, B, F, I, N, O, Q y R. Se agregan literales S, T, U y V.
Definiciones	Adaptar a la nueva estructura de cesiones.	Numeral n°2, Literal B.

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.²

Operatividad de la Estructura de Titularización

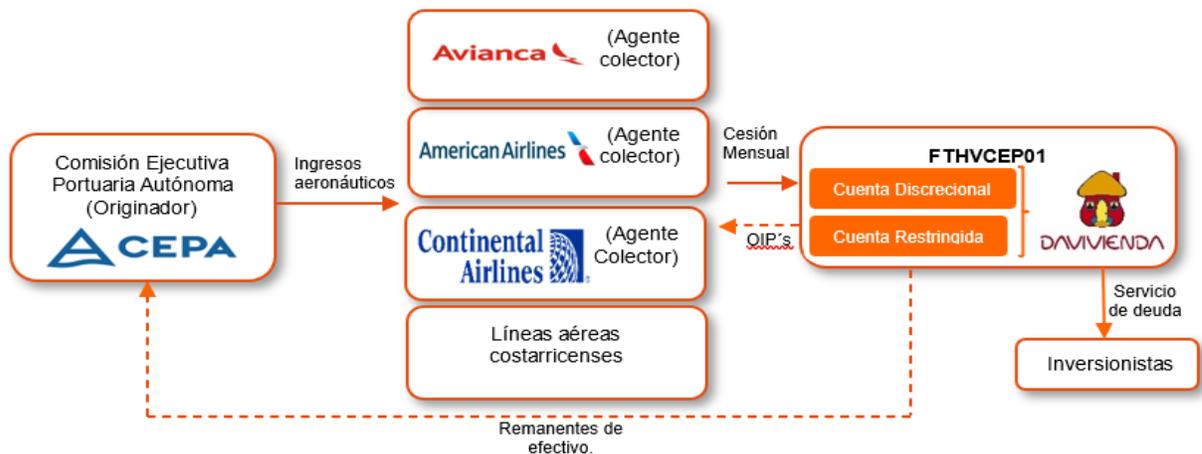
Se abrieron las siguientes cuentas a nombre del Fondo de Titularización:

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

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

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

Diagrama de la Estructura



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

Riesgos asociados con el originador

Factores de riesgo asociados con el originador	
Riesgo estratégico	CEPA podría tomar decisiones que pudiesen repercutir en un cambio que influya adversamente sobre los flujos de ingresos generados por la institución.
Riesgo de liquidez	Debido a que la fuente principal de ingresos de CEPA, la cual es la venta de bienes y servicios, sufrió una reducción sustancial principalmente por la caída de los ingresos provenientes de los aeropuertos, los indicadores de liquidez muestran una reducción al ubicarse en posiciones desfavorables en relación con el período pasado. Considerando los efectos de la pandemia por COVID-19 respecto al tráfico aéreo, se observa una tendencia a la baja en los indicadores de liquidez, la cual podría mantenerse considerando que el sector aeronáutico continúa siendo vulnerable a restricciones por bioseguridad.
Riesgo de solvencia	Los indicadores de solvencia de CEPA históricamente mantienen un nivel de endeudamiento bajo, puesto que los activos se encuentran mayormente respaldados por capital propio. Sin embargo, cambios en la estrategia respecto a la estructura de financiamiento podrían alterar el nivel de endeudamiento que mantiene la entidad. Así mismo, un efecto prolongado de la pandemia por COVID-19 podría influir a la baja de los ingresos, afectando la utilidad y por ende, la solvencia de la entidad.

² Para conocer más detalles sobre la emisión, remitirse a al prospecto de la emisión en el siguiente enlace: [Prospecto FTHVCPA 02.pdf \(bolsadevalores.com.sv\)](https://bolsadevalores.com.sv/Prospecto_FTHVCPA_02.pdf)

Riesgo operativo	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.
-------------------------	--

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

Riesgos asociados con la sociedad administradora

Factores de riesgo asociados con la sociedad administradora	
Riesgo de mercado	Este riesgo está relacionado con las fluctuaciones en el valor de mercado y de la liquidez en el mercado secundario de las inversiones que la empresa realice con recursos de los Fondos de Titularización. El área de finanzas deberá obtener la autorización correspondiente para los instrumentos en que dichos recursos puedan sean invertidos. Este riesgo se ve mitigado por las políticas de administración del Fondo de Titularización, las cuales establecen que las inversiones con recursos de los Fondos únicamente podrán ser en instrumentos de bajo riesgo como depósitos a plazo o títulos valores con clasificaciones de riesgo superiores a "A".
Riesgo crediticio	Este riesgo está relacionado con la solvencia del emisor de los instrumentos en que se inviertan recursos propios o de los Fondos de Titularización. El área de finanzas deberá obtener la autorización correspondiente para los instrumentos en que dichos recursos puedan serán invertidos. Este riesgo se ve mitigado por las políticas de administración del Fondo de Titularización, las cuales establecen que las inversiones con recursos de los Fondos únicamente podrán ser en instrumentos de bajo riesgo como depósitos a plazo o títulos valores con clasificaciones de riesgo superiores a "A".
Riesgo legal	Este riesgo está asociado principalmente con los contratos utilizados en el proceso de titularización los cuales deben considerar el riesgo legal de malversación de fondos, fraude, movimientos de liquidez a cuentas no autorizadas, y otros actos indebidos asociados con la administración de los activos subyacentes de la titularización.
Riesgo de contraparte	Este riesgo está relacionado con la solvencia y capacidad operativa del administrador de los activos subyacentes de la titularización, el cual bajo el esquema de trabajo establecido por Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, se procurará que sea el mismo Originador de dichos activos.

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

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, LTDA., Titularizadora.

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

Concejo de Gerentes	
Cargo	Nombre
Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Gerente Administrativo	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 a la fecha de análisis tenga colocados más de US\$900 MM en el mercado salvadoreño, equivalentes a más de 15 Fondos de Titularización que representan un 70% de participación total del mercado.

Gestión de riesgos

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, para mitigar los riesgos asociados al 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 Banco Central de Reserva y supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero, 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, a junio de 2021, la Titularizadora presentó un comportamiento estable en su razón corriente, pasando de 4.0 veces en junio 2020 a 3.8 veces a la fecha de análisis, manteniendo una buena capacidad financiera de la Titularizadora para responder a sus obligaciones de corto plazo.

LIQUIDEZ (VECES)							
Liquidez	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Razón Corriente	3.1	3.2	2.4	3.2	3.3	4.0	3.8

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

Por su parte, las utilidades netas reportadas a la fecha de análisis alcanzaron los US\$821 miles (junio 2020: US\$618 miles), mostrando un importante crecimiento del 32.94%. Esto influyó en una mejora en los indicadores de rentabilidad ubicando al ROA en 53.4%, superior al 45.3% del período anterior. Asimismo, el ROE se ubicó en 72.6%, evidenciando un crecimiento del 12.5 p.p. respecto a jun 2020 (60.2%).

ROA Y ROE (%)							
Rentabilidad	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
ROA	34.4%	34.6%	28.8%	34.6%	32.9%	45.3%	53.4%
ROE	50.6%	49.9%	49.1%	50.6%	47.2%	60.2%	72.6%

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

Análisis del Originador

Reseña

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

En la década de los años cincuenta, el creciente desarrollo económico en El Salvador exigió la creación de un conjunto de instalaciones portuarias, para facilitar la exportación de productos salvadoreños a los mercados internacionales, así como la importación de mercaderías en general. Por lo anterior, el 28 de mayo de 1952, se creó la Comisión Ejecutiva del Puerto de Acajutla. En 1965 el Gobierno decidió ampliarle sus facultades, concediéndole la administración, explotación y dirección de los Ferrocarriles Nacionales de El Salvador (FENADESAL), incluido el Puerto de Cutuco; convirtiéndose de esta manera en la actual Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA). 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.

Dentro de los proyectos que se encuentran por ejecutarse por parte de CEPA están, el mejoramiento de las instalaciones en el Puerto de la Unión con un presupuesto de \$15 millones de dólares y la perforación del pozo n°. 3 del Puerto de Acajutla con un monto del proyecto de \$231.49 miles.

Gobierno corporativo del Originador

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

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

Junta Directiva³

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
Yanci Yanet Salmerón de Artiga	Director Propietario
Mauricio Alberto Solórzano Martínez	Director Propietario
Rene Mauricio García Sarmiento	Director Propietario
Álvaro Ernesto O'byrne Cevallos	Director Suplente
Marvin Alexis Quijada	Director Suplente
José Julio Deras Urbina	Director Suplente
Exón Oswaldo Ascencio Albeño	Director Suplente
Emérito De Jesús Velásquez Monterrosa	Secretario de Actas
Armando Laínez	Asesor de Junta Directiva

Fuente: Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma / Elaboración: PCR

Análisis Financiero

El análisis financiero se ha realizado con base a los Estados Financieros Auditados 2014-2020 y no auditados correspondientes al 30 de junio de 2020 y 2021; preparados en conformidad con 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

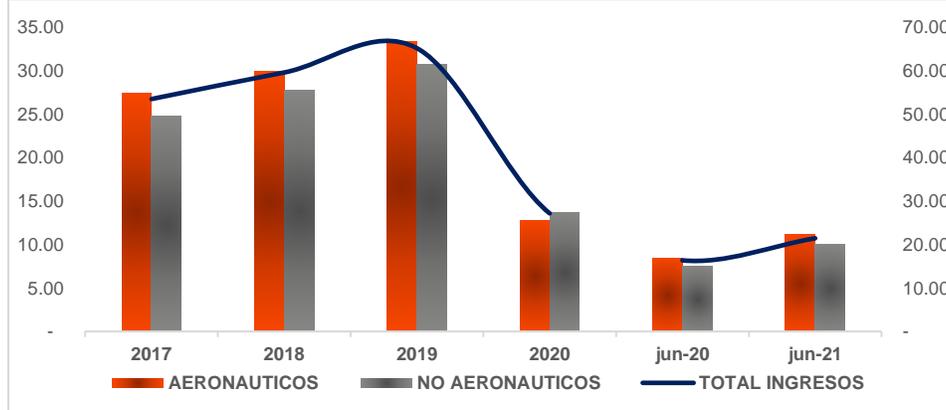
Ingresos

Al 30 de junio 2021, los ingresos de CEPA totalizaron US\$55.77 millones, mostrando un crecimiento interanual de +27.99% (+US\$12.20 millones), producto de mayores ingresos por venta de bienes y servicios que, a la fecha de análisis, totalizaron en US\$48.82 millones presentando un incremento interanual de US\$ 10.05 millones (+25.94%) impulsados por la reactivación del comercio exterior que ha favorecido las importaciones y exportaciones, así como la demanda de transporte aéreo. Es importante mencionar que el 99.40% de los ingresos totales proviene específicamente de las operaciones del Aeropuerto Internacional de El Salvador y del Puerto de Acajutla.

Ingresos del Aeropuerto Internacional de El Salvador

A junio 2021, los ingresos provenientes del Aeropuerto Internacional de El Salvador totalizan US\$20.41 millones, mostrando una recuperación interanual de +36.92% (+US\$5.50 millones) la cual está vinculada a la reactivación económica mundial que ha generado un crecimiento en la demanda de desplazamiento aéreo. Lo anterior se ve reflejado en el crecimiento de los ingresos aeronáuticos, los cuales muestran una expansión interanual de +32.64% (+US\$2.75 millones) derivado del incremento de los embarques, aterrizajes y estacionamientos. De igual forma, los ingresos no aeronáuticos mostraron un crecimiento de +33.03% (US\$2.48 millones), los cuales se vieron influenciados por un aumento en arrendamientos de diferentes bienes diversos e inmuebles del aeropuerto, así como un crecimiento en los ingresos percibidos por almacenaje.

COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS DEL AEROPUERTO INTERNACIONAL DE EL SALVADOR (US\$ MILLONES)

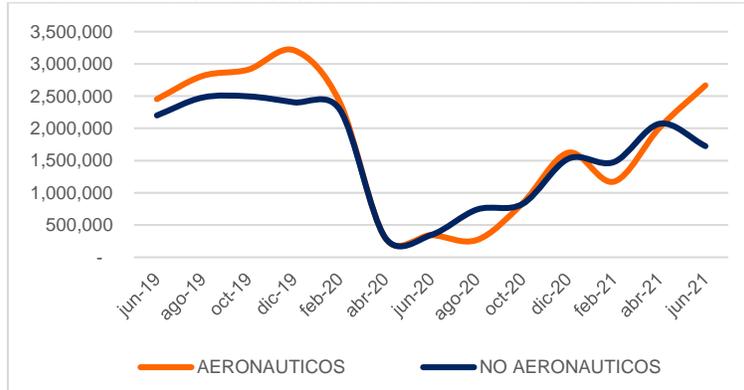


Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

³ Tomado de <http://www.cepa.gob.sv/junta-directiva>

Al analizar los ingresos provenientes del Aeropuerto Internacional de El Salvador de manera mensual, se observa una sostenida recuperación a partir de junio 2020, acercándose a niveles de prepandemia. A criterio de PCR, esta tendencia podría mantenerse como efecto del avance en la vacunación de la población mundial y la recuperación económica que a su vez permite un crecimiento en la demanda de transporte aéreo, así como de otros servicios no aeronáuticos.

EVOLUCIÓN MENSUAL DE LOS PRINCIPALES INGRESOS DEL AEROPUERTO INTERNACIONAL DE EL SALVADOR (JUN-20 A JUN-21)

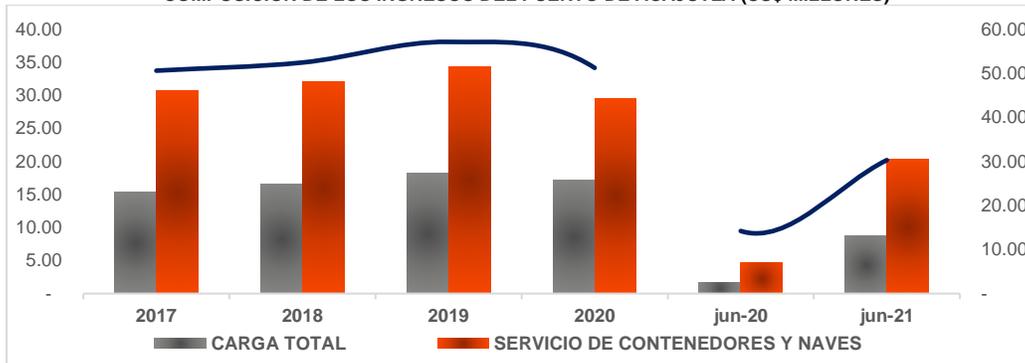


Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Ingresos del Puerto de Acajutla

En cuanto a los ingresos del Puerto de Acajutla, estos totalizaron US\$30.25 millones, registrando un crecimiento interanual de US\$3.87 millones (+14.65%), influenciado principalmente por un incremento en los ingresos percibidos por los servicios de contenedores y naves en +41.45% (+US\$5.93 millones), producto de la expansión de las actividades económicas, tanto de importación como de exportación debido a la recuperación económica.

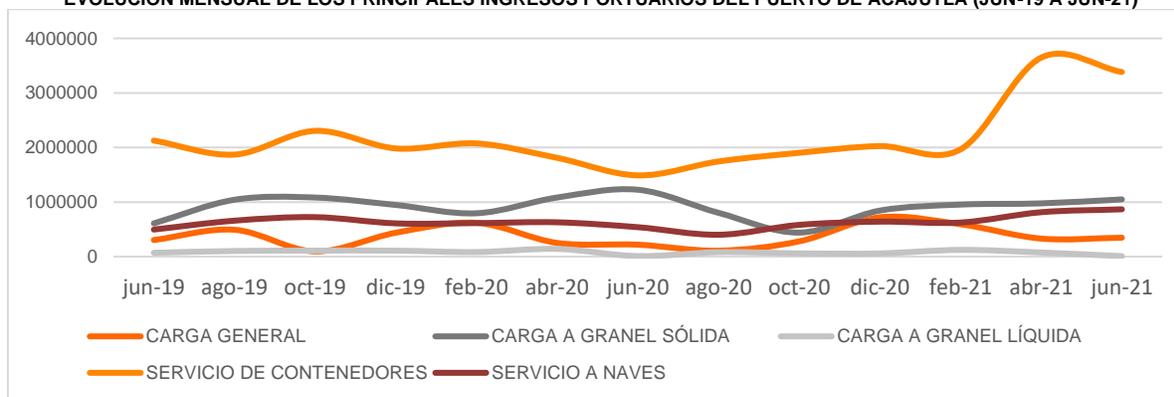
COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS DEL PUERTO DE ACAJUTLA (US\$ MILLONES)



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Al analizar los ingresos portuarios de manera mensual, se observa que los ingresos provenientes de las cargas a granel se mantuvieron relativamente constantes mientras que los ingresos por carga general presentan un ligero incremento respecto a junio 2020. Por otro lado, los servicios de contenedores muestran una importante expansión a partir de febrero de 2021, alcanzando niveles por encima de los reportados previo a la pandemia, este comportamiento es explicado por mayores importaciones de bienes a partir de la reactivación del comercio exterior, lo que ha incrementado las toneladas métricas movilizadas bajo esta modalidad (+24.56%). Por su parte, los ingresos percibidos por servicio a naves han presentado una ligera recuperación debido a la mayor afluencia de buques y naves.

EVOLUCIÓN MENSUAL DE LOS PRINCIPALES INGRESOS PORTUARIOS DEL PUERTO DE ACAJUTLA (JUN-19 A JUN-21)



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Costos y gastos

Respecto a los costos y gastos de gestión, estos totalizaron a junio 2021 US\$49.59 millones, creciendo levemente en +0.43% (+US\$ 0.21 millones) respecto a junio 2020. La estabilidad en los costos y gastos es producto de un incremento en los gastos de personal de +US\$3.47 millones, lo cual se vio contrarrestado por una contracción en los gastos financieros (-US\$1.38 millones), en la cuenta de actualizaciones y ajustes (-US\$1.20 millones), y en los costos por ventas y cargos calculados (-US\$0.94 millones), estos últimos disminuyendo debido a un decrecimiento en la depreciación reportada a la fecha de análisis.

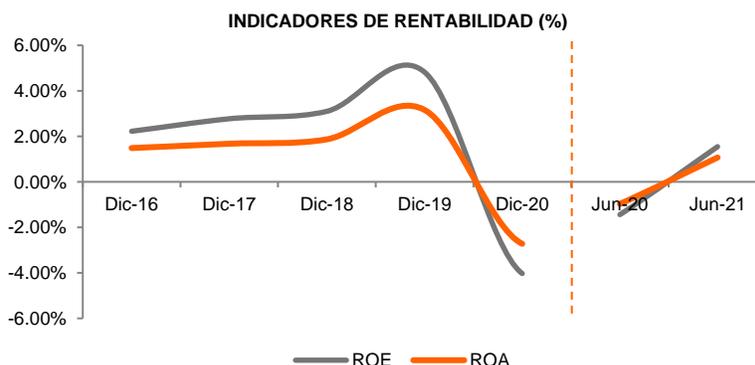
El resultado neto del ejercicio a junio 2021 totalizó en US\$6.18 millones, mostrando una importante recuperación respecto a junio 2020 (+US\$11.98 millones). Por su parte el EBITDA a junio 2021 se ubicó en US\$ 19.27 millones, reflejando un significativo crecimiento de +92.58% (+US\$9.26 millones), producto de la expansión en los ingresos por bienes y servicios.

MARGEN DE UTILIDAD (US\$ MILLONES; %)

Componentes	dic-2015	dic-2016	dic-2017	dic-2018	dic-2019	dic-2020	jun-20	jun-21
Utilidad neta	3.83	2.06	3.28	4.61	9.19	(15.84)	(5.80)	6.18
EBITDA	34.36	35.27	38.66	43.45	50.40	13.07	10.01	19.27
Margen de Utilidad Neta	9.3%	6.8%	9.1%	10.6%	15.7%	-19.85%	-13.32%	11.08%
Margen de EBITDA	36.4%	31.1%	36.2%	37.4%	40.1%	16.37%	22.96%	34.55%

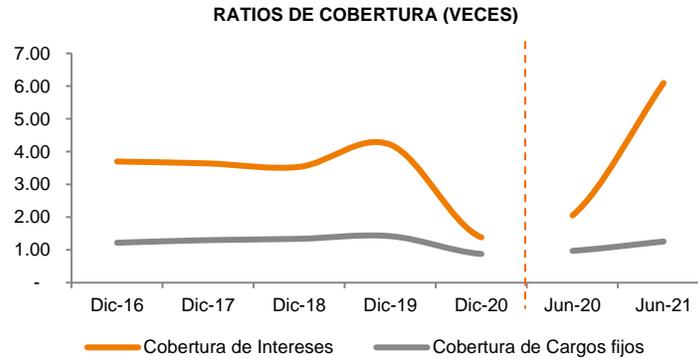
Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

La reactivación de la economía mundial y la reapertura de puertos y aeropuertos ha favorecido la generación de ingresos de CEPA, logrando obtener un buen resultado del ejercicio a la fecha de análisis. El resultado obtenido reflejó un impacto positivo en los indicadores de rentabilidad, los cuales mostraron una recuperación, obteniendo un retorno sobre activos (ROA) de 1.07%, superior al -0.97% de junio 2020; de igual manera, el retorno sobre patrimonio (ROE) obtenido fue de 1.55%, siendo mayor al -1.44% del mismo período en 2020.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

A la fecha de análisis, CEPA muestra un ratio de cobertura de intereses (EBITDA/ gasto financiero) equivalente a 6.10 veces, el cual se ubica en una posición superior al reportado en el período pasado (2.05 veces), producto de la reducción en los montos de cesión contempladas en la estructuración del Fondo de Titularización. Así mismo, se observa que el ratio de cobertura de gastos fijos muestra una relación de 1.26 veces, (junio 2020;0.97 veces).



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Análisis del Balance General

Al 30 de junio 2021, los activos de CEPA totalizaron US\$577.82 millones, decreciendo en 3.65% (-US\$21.89 millones) respecto a junio 2020 (US\$599.71 millones). La disminución obedece principalmente a un incremento en la depreciación acumulada por US\$12.69 millones (+4.91%), lo que presionó a la baja las inversiones en bienes de uso (-2.96%). Paralelamente, los fondos disponibles muestran un decrecimiento interanual de 11.70% (-US\$6.00 millones), derivado de la contracción en las disponibilidades en bancos comerciales (20.09%; -US\$5.35 millones) respecto a junio 2020 (US\$26.62 millones). Cabe mencionar que a la fecha de análisis, las inversiones en bienes de uso representan un 79.56% del total de activos.

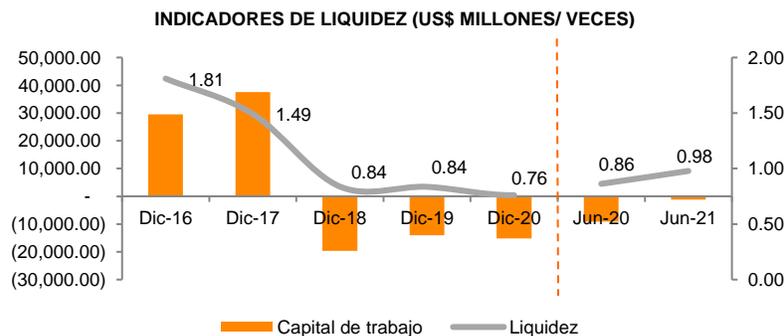
Del lado de los pasivos, estos totalizaron US\$178.59 millones, reflejando una disminución de -9.47% (-US\$9.47 millones) respecto al año anterior, causado especialmente por la reducción en el financiamiento de terceros en -12.45% (-US\$20.70 millones), como efecto de la disminución en el saldo de la cuenta acreedores financieros en -36.50% (-14.35 millones), y en menor medida por la reducción en el endeudamiento externo en -16.09% (-US\$6.35 millones). A la fecha de análisis, el endeudamiento global muestra una participación respecto del total de pasivos de 67.52%, el cual es mayor a la participación registrada en junio 2020 (64.34%). El endeudamiento interno está conformado por los dos fondos de titularización vigentes y empréstitos del gobierno central, mientras que el endeudamiento externo lo conforman préstamos con el Banco Japonés para la Cooperación Internacional (JBIC). A la fecha de análisis, los fondos de titularización muestran un saldo de US\$84.33 millones.

Respecto al patrimonio total, éste muestra una disminución de -3.68% (-US\$15.03 millones) como consecuencia de la reducción en la cuenta de resultados de ejercicios anteriores (-US\$15.84 millones), producto de las pérdidas reportadas en ejercicios anteriores, debido a los efectos negativos ocasionados por la pandemia por COVID-19.

Análisis del Riesgo de Liquidez

La principal fuente de ingresos de CEPA proviene de la venta de bienes y servicios, al periodo analizado, estos presentaron una importante recuperación (25.94%). Lo anterior contribuyó en una mejora de los indicadores de liquidez, los cuales se ubicaron en una posición superior respecto al período anterior, situando la liquidez general en 0.98 a junio 2021, (junio 2020; 0.86). Al aplicar la prueba ácida, este indicador se ubica en 0.89, (junio 2020; 0.79)

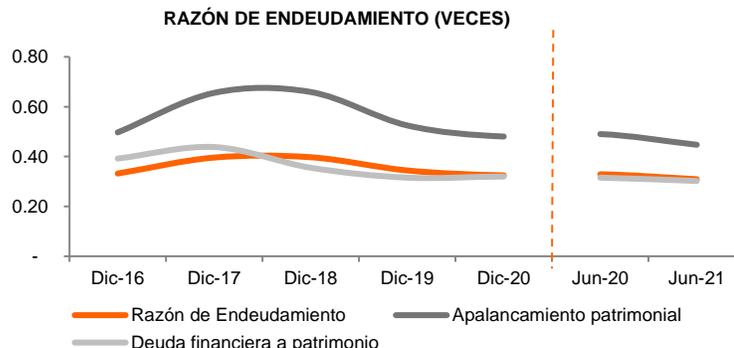
Por su parte, el capital de trabajo mantiene una tendencia al alza, cerrando a junio 2021 en -US\$1.15 millones, aumentando respecto a junio 2020 (-US\$9.11 millones) producto de una importante disminución en la cuenta de acreedores financieros y monetarios por pagar. Considerando el contexto de recuperación económica actual, se observa una tendencia al alza en los indicadores de liquidez de CEPA. En opinión de PCR esta tendencia podría mantenerse considerando que el sector aeronáutico y portuario mantiene una sostenida recuperación.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Análisis del Riesgo de Solvencia

Los indicadores de solvencia se muestran históricamente por debajo de uno debido a que CEPA mantiene un nivel de endeudamiento bajo, dado que los activos se encuentran mayormente respaldados por capital propio. En ese sentido, el apalancamiento patrimonial se ubicó a junio 2021 en 0.45 veces, mostrando una posición favorable respecto al período pasado (0.49 veces), debido principalmente al decrecimiento de los pasivos (-9.47%), en mayor proporción que la reducción del patrimonio total (-0.79%). Por su parte, la deuda financiera respecto al patrimonio presenta una reducción de 0.02 p.p, debido a la disminución del endeudamiento externo que posee la institución.



Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Resguardos financieros de la emisión

Como se establece en el Decreto Legislativo que autoriza la titularización, CEPA no puede ceder más del 20% de sus ingresos. A junio 2021, considerando la reestructura del fondo, el monto de cesión corresponde a un 0.44% de sus ingresos totales, cediendo un total de US\$0.24 millones.

Tomando en cuenta la cesión que debe realizarse por el pago de ambas titularizaciones, a junio 2021 el nivel de cesión fue de US\$0.87 millones del total de los ingresos, siendo equivalente a 1.57%, cumpliendo con el máximo legal.

Cobertura de Cesión y Proyecciones Financieras

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 2021 a 2034.

Las proyecciones de ingresos han sido calculadas con los siguientes supuestos:

- El crecimiento de los ingresos por aterrizajes, estacionamientos y los ingresos aeroportuarios no aeronáutico mostrarán un crecimiento de 3.50%. Por su parte, los derechos de embarque mostrarán un crecimiento de 2.05%, el cual está en función de una reducción de la afluencia esperada de pasajeros para 2021 equivalente al 75% de lo que se registró en 2019, considerando los efectos de la pandemia en una baja demanda de desplazamiento aéreo.
- Así mismo, de acuerdo con las proyecciones, se espera que los ingresos por servicios portuarios muestren un crecimiento de 3%.

MONTOS DE CESIÓN MENSUAL REESTRUCTURADOS FTHVCPA02

Meses	Cesión (US\$)	Período
Mes 1 al 25	455,000	General
Mes 26 al 28	496,000	General
Mes 29 al 49	40,800	Excepción
Mes 50 al 52	443,000	Restitución
Mes 53 al 79	496,000	General
Mes 80 al 132	625,000	General
Mes 103 al 172	1,290,000	General
Mes 173 al 195	1,500,000	General

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

Teniendo en cuenta estos supuestos, se estiman los ingresos para los años 2021 a 2034. Dado que en el 2021 el fondo continuaría en el Período de Excepción, este cedería solo la cantidad necesaria para mantener el fondo operativo, causando un efecto de una mayor cobertura. Sin embargo, a partir de 2022 donde finaliza el Período de excepción y el Período de Restitución, el fondo incrementarían las cuotas de cesión para ambos fondos de titularización, por lo que

las coberturas mostrarían una disminución y un comportamiento similar. De esta forma, la cobertura promedio anual desde 2022 para ambos fondos, donde terminan los Períodos de Excepción y Restitución, equivaldría a 10.34 veces y la cesión representaría el 11.49% promedio de los ingresos.

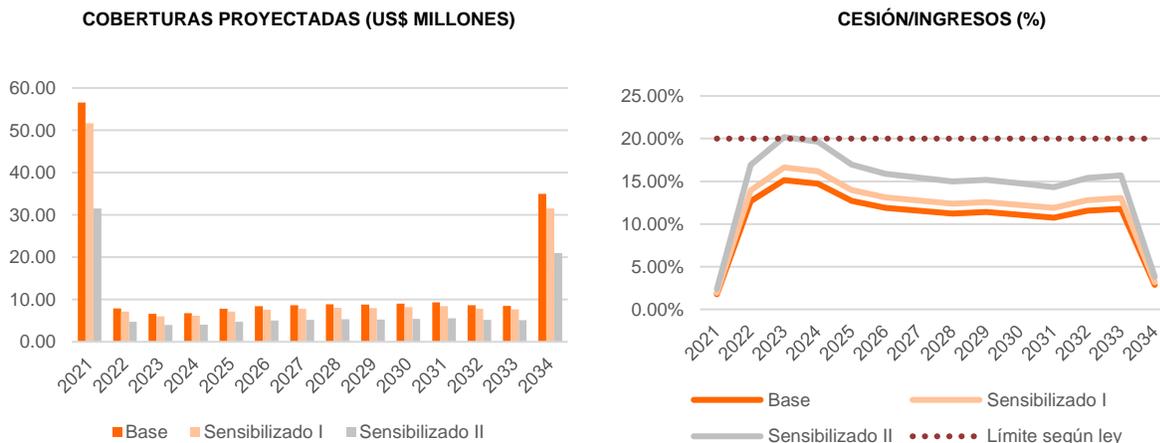


Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Análisis de sensibilidad de las coberturas de cesión de CEPA

Con el objetivo de analizar cómo se desenvolvería la emisión ante eventos negativos o ciertas variaciones de los principales indicadores, PCR realizó un análisis de sensibilidad ajustando las variables de ingresos en dos escenarios:

- Para realizar el primer análisis de sensibilidad se ha considerado una reducción del 80% sobre los ingresos aeroportuarios proyectados del periodo 2021 al 2024. Desde 2025 en adelante, se considera que dichos ingresos mantendrán un crecimiento anual de 2.5%.
- En el segundo escenario de sensibilidad se realizó un análisis donde se asume que el total de ingresos mostrará una reducción del 75% para todos los años según lo proyectado.



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

Dado que en el 2021 ambos fondos continúan en el Período de Excepción, estos muestran una holgada cobertura en los tres escenarios. Por tanto, al analizar la cobertura promedio anual del primer escenario sensibilizado, este muestra un promedio de 9.36 veces y el segundo escenario sensibilizado muestra un promedio de 7.75 veces.

Por su parte, la participación que representa la cesión respecto de los ingresos de CEPA mostraría un promedio anual de 12.66% para el primer escenario y 15.32% en el segundo escenario. Cabe destacar que en el segundo escenario sensibilizado CEPA caería en condición de incumplimiento de acuerdo con lo estipulado en el Decreto Legislativo 126-2012 en la cesión para el año 2023, ya que esta mostraría una participación de 20.18% sobre los ingresos anuales.

Resumen de Estados Financieros CEPA

BALANCE GENERAL (US\$ MILLONES)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Activos							
Fondos	22.80	44.86	64.62	48.95	36.18	51.24	45.25
Inversiones financieras	37.75	63.99	31.51	17.25	6.79	2.69	3.39
Inversiones en existencias	5.39	5.28	5.51	5.33	5.09	4.97	4.88
Inversiones en bienes de uso	426.24	430.38	466.73	481.93	469.32	473.74	459.73
Inversiones en proy. y prog.	26.83	37.28	93.66	69.03	64.69	67.07	64.57
Total	519.01	581.78	662.04	622.50	582.08	599.71	577.82
Pasivos							
Depósitos de terceros	3.21	29.21	27.22	28.04	28.07	26.93	27.87
Acreedores monetarios			-	-	-	4.09	5.16
Endeudamiento interno	81.97	103.39	95.59	87.30	87.48	87.48	87.48
Endeudamiento externo	53.95	50.57	46.13	41.46	38.28	39.46	33.11
Acreedores	33.17	47.23	94.04	57.46	35.06	39.32	24.97
Total	172.30	230.40	262.98	214.26	188.89	197.28	178.59
Patrimonio							
Patrimonio	344.66	348.10	394.45	399.06	409.05	408.25	393.22
Detrimento patrimonial	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.16)
Resultado a la fecha	2.06	3.28	4.61	9.19	(15.84)	(5.80)	6.18
Patrimonio Total	346.71	351.38	399.05	408.24	393.20	402.44	399.24
Total pasivo + Patrimonio	519.01	581.78	662.04	622.50	582.08	599.71	577.82

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (US\$ MILLONES)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Financieros y otros	7.50	8.55	7.22	7.27	6.33	3.13	3.38
Por transferencias corrientes recibidas	0.47	0.08	0.11	0.09	0.27	0.15	0.06
Venta de bienes y servicios	92.89	94.77	103.91	113.53	70.61	38.77	48.82
Por actualizaciones y ajustes	12.70	3.43	5.00	4.79	2.62	1.53	3.51
INGRESOS TOTALES	113.57	106.83	116.23	125.69	79.83	43.57	55.77
Personal	20.26	23.13	37.30	44.18	43.17	23.11	26.58
Bienes de consumo y servicios	37.76	31.86	24.29	20.45	15.42	6.32	6.48
Bienes capitalizables	0.28	0.33	0.27	0.47	0.57	0.39	0.05
Financieros y otros	9.25	10.29	12.03	11.50	7.04	4.49	3.11
Por transferencias otorgadas	6.10	8.63	6.28	6.77	4.49	2.49	2.93
Costos de ventas y cargos calculados	18.05	18.36	18.80	18.82	21.45	11.00	10.07
Por actualizaciones y ajustes	14.16	4.49	4.89	3.82	3.54	1.58	0.38
GASTOS TOTALES	105.86	97.09	103.86	106.01	95.68	49.38	49.59
SUPERAVIT (DEFICIT)	7.70	9.74	12.37	19.68	(15.84)	(5.80)	6.18
Impuesto sobre la renta	3.66	6.46	4.91	6.64	-	-	-
Retribución fiscal	1.98	-	2.84	3.85	-	-	-
Utilidad Neta	2.06	3.28	4.61	9.19	(15.84)	(5.80)	6.18

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Rentabilidad							
ROE	2.22%	2.77%	3.10%	4.82%	-4.03%	-1.44%	1.55%
ROA	1.48%	1.67%	1.87%	3.16%	-2.72%	-0.97%	1.07%
EBITDA	35	39	43	50	13	10	19
Margen de Utilidad Neta	6.78%	9.12%	10.64%	15.66%	-19.85%	-13.32%	11.08%
Liquidez							
Liquidez general	1.81	1.49	0.84	0.84	0.76	0.86	0.98
Capital de trabajo	29,468	37,593	-19,660	-14,079	-15,146	-9,106	-1,147
Solvencia							
Apalancamiento patrimonial	0.50	0.66	0.66	0.52	0.48	0.49	0.45
Razón de endeudamiento	0.33	0.40	0.40	0.34	0.32	0.33	0.31
Cobertura							
Cobertura EBITDA de Intereses	3.70	3.64	3.53	4.21	1.38	2.05	6.10

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

FLUJOS POR CEDER REESTRUCTURADOS POR CEPA AL FTHVCPA02

Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión
1	455,000	31	40,800	61	496,000	91	625,000	121	625,000	151	1,290,000	181	1,500,000
2	455,000	32	40,800	62	496,000	92	625,000	122	625,000	152	1,290,000	182	1,500,000
3	455,000	33	40,800	63	496,000	93	625,000	123	625,000	153	1,290,000	183	1,500,000
4	455,000	34	40,800	64	496,000	94	625,000	124	625,000	154	1,290,000	184	1,500,000
5	455,000	35	40,800	65	496,000	95	625,000	125	625,000	155	1,290,000	185	1,500,000
6	455,000	36	40,800	66	496,000	96	625,000	126	625,000	156	1,290,000	186	1,500,000
7	455,000	37	40,800	67	496,000	97	625,000	127	625,000	157	1,290,000	187	1,500,000
8	455,000	38	40,800	68	496,000	98	625,000	128	625,000	158	1,290,000	188	1,500,000
9	455,000	39	40,800	69	496,000	99	625,000	129	625,000	159	1,290,000	189	1,500,000
10	455,000	40	40,800	70	496,000	100	625,000	130	625,000	160	1,290,000	190	1,500,000

11	455,000	41	40,800	71	496,000	101	625,000	131	625,000	161	1,290,000	191	1,500,000
12	455,000	42	40,800	72	496,000	102	625,000	132	625,000	162	1,290,000	192	1,500,000
13	455,000	43	40,800	73	496,000	103	625,000	133	1,290,000	163	1,290,000	193	1,500,000
14	455,000	44	40,800	74	496,000	104	625,000	134	1,290,000	164	1,290,000	194	1,500,000
15	455,000	45	40,800	75	496,000	105	625,000	135	1,290,000	165	1,290,000	195	1,500,000
16	455,000	46	40,800	76	496,000	106	625,000	136	1,290,000	166	1,290,000		
17	455,000	47	40,800	77	496,000	107	625,000	137	1,290,000	167	1,290,000		
18	455,000	48	40,800	78	496,000	108	625,000	138	1,290,000	168	1,290,000		
19	455,000	49	40,800	79	496,000	109	625,000	139	1,290,000	169	1,290,000		
20	455,000	50	443,000	80	625,000	110	625,000	140	1,290,000	170	1,290,000		
21	455,000	51	443,000	81	625,000	111	625,000	141	1,290,000	171	1,290,000		
22	455,000	52	443,000	82	625,000	112	625,000	142	1,290,000	172	1,290,000		
23	455,000	53	496,000	83	625,000	113	625,000	143	1,290,000	173	1,500,000		
24	455,000	54	496,000	84	625,000	114	625,000	144	1,290,000	174	1,500,000		
25	496,000	55	496,000	85	625,000	115	625,000	145	1,290,000	175	1,500,000		
26	496,000	56	496,000	86	625,000	116	625,000	146	1,290,000	176	1,500,000		
27	496,000	57	496,000	87	625,000	117	625,000	147	1,290,000	177	1,500,000		
28	496,000	58	496,000	88	625,000	118	625,000	148	1,290,000	178	1,500,000		
29	40,800	59	496,000	89	625,000	119	625,000	149	1,290,000	179	1,500,000		
30	40,800	60	496,000	90	625,000	120	625,000	150	1,290,000	180	1,500,000		

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

Estados Financieros no Auditados de Hencorp Valores Ltda., Titularizadora

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

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Ingresos de explotación	3,427	3,280	3,343	3,501	3,055	1,479	1,845
Ingresos por titularización de activos	3,427	3,280	3,343	3,501	3,055	1,479	1,845
Costos de explotación	1,384	1,290	1,394	1,432	1,290	612	699
Gastos de operación por titularización de activos	2	12	93	80	15	9	1
Gastos generales de administración y de personal de operaciones de titularización	1,358	1,254	1,285	1,348	1,272	602	696
Gastos por depreciación, amortización y deterioro por operaciones corrientes	24	25	16	4	3	1	2
Resultados de operación	2,043	1,990	1,949	2,069	1,765	867	1,146
Ingresos financieros	74	41	40	17	65	15	27
Ingresos por inversiones financieras	73	36	37	13	24	5	2
Ingresos por cuentas y documentos por cobrar	1	1	3	5	41	10	25
Otros ingresos financieros	-	4	-	-	-	-	-
Gastos financieros	53	27	36	10	7	0	0
Gastos por obligaciones con instituciones financieras	-	1	1	-	-	-	-
Gastos por cuentas y documentos por pagar	53	24	3	1	0	0	0
Otros gastos financieros	-	-	5	9	7	-	-
Pérdidas en venta de activos	-	2	27	-	-	-	-
Resultados antes de impuestos	2,064	2,004	1,953	2,076	1,823	882	1,173
Impuesto sobre la renta	620	603	586	625	540	264	352
Resultados después de impuestos	1,444	1,401	1,367	1,451	1,283	618	821
Ingresos extraordinarios	-	0	-	2	-	-	-
Resultados netos del período	1,444	1,401	1,367	1,453	1,283	618	821

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

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

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	Jun-20	Jun-21
ACTIVO							
Efectivo y sus equivalentes							
Bancos e intermediarios financieros no bancarios	354	143	1,430	666	2,543	1,535	1,748
Inversiones financieras	2,855	2,987	2,395	2,493	143	143	143
Cuentas y documentos por cobrar	766	726	760	879	1,045	933	1,071
Cuentas y documentos por cobrar relacionadas.	103	108	91	90	92	85	70
Rendimientos por cobrar	6	2	3	2	19	3	-
Impuestos	67	57	60	62	54	19	30
Activo corriente	4,151	4,023	4,740	4,192	3,897	2,719	3,063
Muebles	45	22	9	8	10	7	10
Activo no corriente	45	22	9	8	10	7	10
Total activo	4,196	4,045	4,750	4,199	3,907	2,726	3,073
PASIVO							
Cuentas por pagar	721	486	486	568	497	279	339
Cuentas por pagar relacionadas	-	-	150	130	147	130	121
Impuestos por pagar	620	603	590	631	544	264	352
Dividendos por pagar	-	150	741	-	-	-	-
Pasivo corriente	1,341	1,239	1,967	1,329	1,188	673	811
Pasivo no corriente	-						
Total pasivo	1,341	1,239	1,967	1,329	1,188	673	811
PATRIMONIO							
Capital	1,165	1,165	1,177	1,177	1,200	1,177	1,200
Reservas de capital	233	233	233	235	235	235	240
Resultados	1,457	1,408	1,372	1,458	1,284	641	821
Resultados acumulados de ejercicios anteriores	13	7	5	5	0	23	-
Resultados del presente período	1,444	1,401	1,367	1,453	1,283	618	821

Total patrimonio	2,855	2,806	2,782	2,871	2,719	2,053	2,261
Total pasivo más patrimonio	4,196	4,045	4,750	4,199	3,907	2,726	3,073
Cuentas contingentes de compromiso y control propias							
Cuentas contingentes de compromiso deudoras	518,884	633,428	607,068	628,854	654,915	613,634	669,968
Otras contingencias y compromisos	518,884	633,428	607,068	628,854	654,915	613,634	669,968
Total	518,884	633,428	607,068	628,854	654,915	613,634	669,968
Contingentes de compromiso y control acreedoras							
Cuentas contingentes y de compromisos	518,884	633,428	607,068	628,854	654,915	613,634	669,968
Responsabilidad por otras contingencias y compromisos	518,884	633,428	607,068	628,854	654,915	613,634	669,968
Total	518,884	633,428	607,068	628,854	654,915	613,634	669,968

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

Estados Financieros de VTHVCPA02

BALANCE GENERAL FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEPA 02 (US\$ MILES)

Componentes	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Bancos	1,295.00	907.07	887.11	641.29	657.70
Cuentas y documentos por cobrar	-	-	-	-	-
Impuestos	-	-	-	-	-
Activos en Titularización	5,005.00	5,203.05	5,716.24	5,337.80	2,361.80
Activo corriente	6,300.25	6,110.12	6,603.35	5,979.09	3,019.50
Activos en titularización largo plazo	130,169.00	124,709.00	118,757.00	116,025.00	131,869.80
Gastos de colocación	-	-	-	-	-
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-
Activo no corriente	130,169.00	124,709.00	118,757.00	116,025.00	131,869.80
TOTAL ACTIVO	136,469.25	130,819.12	125,360.35	122,004.09	134,889.30
Documentos por pagar	30,196.74	29,999.19	29,999.19	29,997.22	30,005.99
Comisiones por pagar	1.49	1.15	1.52	1.72	1.73
Honorarios profesionales por pagar	11.00	10.00	10.00	11.00	17.50
Otras cuentas por pagar	209.59	13.91	14.77	3.55	4.69
Obligaciones por titularización de activos	154.25	88.14	376.53	1,783.04	3,116.41
Pasivo corriente	30,573.07	30,112.39	30,402.01	31,796.53	33,146.32
Obligaciones por titularización de activos	39,310.00	39,310.00	39,021.61	39,216.34	39,216.34
Ingresos diferidos	67,285.99	60,531.20	53,753.03	47,605.13	58,141.55
Pasivo no corriente	106,595.99	99,841.20	92,774.64	86,821.46	97,357.88
Excedente acumulado del fondo de titularización	699.81	865.53	2,183.69	3,386.10	4,385.10
Reservas de excedentes anteriores	-	699.81	865.53	2,183.69	3,386.10
Excedentes del ejercicio	699.81	1,565.34	1,318.17	1,202.40	999.01
TOTAL PASIVO	136,469.25	130,819.12	125,360.35	122,004.09	134,889.30
Participaciones en fondos inmobiliarios	-	-	-	-	-
TOTAL PATRIMONIO	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	136,469.25	130,819.12	125,360.35	122,004.09	134,889.30

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

ESTADO DE RESULTADOS FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEPA 02 (US\$ MILES)

Componentes	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Ingresos de operaciones y administración	145.01	4,430.67	4,248.71	4,039.52	2,456.16
Ingresos por inversiones	-	-	-	-	-
Otros ingresos	-	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS	145.01	4,430.67	4,248.71	4,039.52	2,456.16
Por administración y custodia	57.13	11.55	12.05	208.12	103.28
Por clasificación de riesgo	30.00	25.00	25.00	25.00	12.50
Por auditoría externa y fiscal	1.00	1.00	1.00	1.00	0.50
Por pago de servicio de la deuda	-	-	-	-	-
Por servicio de valuación	208.55	-	-	-	-
Por seguros	-	-	-	-	-
Por Honorarios Profesionales	125.00	-	-	12.00	6.00
Gastos por activos inmuebles titularizados	-	-	-	-	-
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	421.68	37.55	38.05	246.12	122.28
Intereses valores titularización	154.25	2,827.79	2,892.49	2,587.99	1,333.37
Gastos por obligaciones con instituciones bancarias	-	-	-	-	-
GASTOS FINANCIEROS	154.25	2,614.84	2,680.94	2,587.99	1,333.37
Otros gastos	268.90	212.95	211.55	3.00	1.50
TOTAL GASTO	844.82	2,865.33	2,930.55	2,837.11	1,457.15
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	699.81	1,565.34	1,318.17	1,202.40	999.01

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

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 esta 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.