

**FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES COMISIÓN EJECUTIVA PORTUARIA
AUTÓNOMA CERO UNO
FTHVCPA01**

Comité No. 54/2022	Informe con EEFF no auditados al 31 de diciembre de 2021	Fecha de comité: 23 de abril de 2022
Periodicidad de actualización: Semestral	Originador perteneciente al sector de instituciones autónomas San Salvador, El Salvador	

Equipo de análisis	Elizabeth Martínez emartinez@ratingspcr.com	Diego Monzón dmonzon@ratingspcr.com	(503) 2266-9471
---------------------------	--	--	-----------------

Corte Fecha de comité	HISTORIAL DE CLASIFICACIONES									
	dic-18	jun-19	dic-19	jun-20	dic-20	mar-21	jun-21	sep-21	dic-21	
Valores de Titularización CPA01										
Tramo 2 al 7	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectivas	Estable	Estable	Negativa	Negativa	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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

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

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

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

Racionalidad

En Comité Ordinario de Clasificación de Riesgo, PCR decidió mantener la clasificación de AAA con perspectiva estable a todos los tramos de los Valores de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01 (FTHVCPA01).

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de Titularización derivada de la generación de ingresos provenientes de las actividades portuarias y aeroportuarias, permitiéndole altas coberturas para cumplir holgadamente con sus obligaciones. Adicionalmente, se toma en cuenta el cumplimiento de los resguardos financieros estipulados en el contrato de la 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 cuenta con dos respaldos legales que garantizan el adecuado cumplimiento a las obligaciones, estos son: una cuenta restringida con un acumulado mínimo de una cuota de cesión y la firma de una orden irrevocable de pago suscrita en un banco debidamente autorizado, que colecta los derechos de embarque de CEPA y pago de derechos por uso, operación y ocupación de las aerolíneas que operan en el Aeropuerto Internacional de El Salvador. Además, como parte de sus resguardos financieros, el originador no debe de ceder más del 20% de sus ingresos, a la fecha de análisis, considerando la reestructuración que sufrió el fondo, CEPA ha cedido el 1.0% de sus ingresos al fondo, cumpliendo satisfactoriamente con los compromisos contraídos.
- **Reactivación de la economía nacional e internacional estimula el crecimiento de los ingresos del Originador.** Al cierre del año 2021, CEPA captó ingresos por US\$133.4 millones, evidenciando una tasa de crecimiento de 63.7% (+US\$51.2 millones) al compararlo con el período previo, ubicándose además, por encima de los ingresos de los últimos cinco años, impulsados por el crecimiento de los ingresos de su principal actividad: venta de bienes y servicios, generando ingresos por US\$108.5 millones, mostrando un expansión de 53.6% (+US\$37.8 millones), como resultado de la reactivación economía nacional e internacional que favoreció las importaciones y exportaciones, además, el levantamiento de medidas sanitarias dio paso a una mayor demanda de transporte aéreo. Es importante mencionar que el 95.9% de los ingresos totales proviene específicamente de las operaciones del Aeropuerto Internacional de El Salvador y del Puerto de Acajutla.
- **Leve alza en los indicadores de liquidez del Originador.** El aumento de los recursos disponibles de CEPA provocó que respondiera adecuadamente a las obligaciones con terceros, permitiendo que el indicador de liquidez general se posicionara en 1.12 veces, mayor al reportado en diciembre de 2020 (0.76 veces). El indicador de liquidez ácida demuestra una capacidad de 1.05 veces para responder con los activos más inmediatos los pasivos de corto plazo (diciembre 2020: 0.68 veces). Por su parte, el capital de trabajo simple mostró mejores resultados interanuales, al disponer de US\$8.1 millones ante eventualidades corrientes, mientras que en diciembre de 2020 el originador tuvo un resultado negativo (diciembre 2020: -US\$15.1 millones).
- **CEPA mantiene altos y estables niveles 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 este contexto, el apalancamiento patrimonial se ubicó en 0.46 veces, manteniéndose estable a la fecha de análisis (diciembre 2020: 0.46 veces), tanto por el decrecimiento de los pasivos como el patrimonio en la misma proporción. Por su parte el endeudamiento financiero, se posicionó en 0.30 veces, ligeramente menor al del período previo (0.31 veces) como respuesta a la disminución del endeudamiento externo que posee la institución.
- **Aumento de la utilidad estimula una mejora en los indicadores de rentabilidad.** La reactivación de la economía mundial y la reapertura de puertos y aeropuertos ha favorecido la generación de ingresos de CEPA, logrando obtener resultados positivos en el ejercicio a la fecha de análisis. Ante las utilidades generadas, el indicador de retorno sobre activos (ROA) se posicionó en 5.2%, superior al -2.4% obtenido en diciembre de 2020; de igual manera, el retorno sobre patrimonio (ROE) generó un indicador de 7.81%, siendo mayor al -3.47% del mismo período en 2020.

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 en 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.
- Crisis ambientales y sociales que afecten la economía nacional e internacional impidiendo 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 25 de noviembre 2021. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TÉCNICAS 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 a diciembre 2014 hasta diciembre 2019 y no auditados del 31 de diciembre de 2020 y su comparativo con diciembre de 2021 del originador.
- **Riesgo Operativo:** Modelo Financiero del fondo de titularización FTHVCPA01.
- **Documentos Legales:** Contrato de Titularización FTHVCPA01, 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 diciembre 2021 y su comparativo con 2020.

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, el aeropuerto alcanza un 70% de las operaciones previo a la pandemia, totalizando 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

Tras una recesión en el 2020 no vista en décadas (la peor desde la gran depresión de los años 1930 según el Fondo Monetario Internacional), que afectó principalmente en los sectores económico, social y salud, llegó el 2021 con una recuperación de la economía mundial a pesar del resurgimiento de la pandemia por el SARS-CoV-2 con las variantes Delta y Ómicron, a partir del acceso a las vacunas y de las diversas políticas monetarias y fiscales aplicadas por los bancos centrales de las economías, con el objetivo de proteger principalmente los mercados financieros.

Por lo anterior, en julio de 2021 se proyectó un crecimiento económico en el PIB mundial de 5% para el 2022; sin embargo, debido a un deterioro de las economías en general durante esa misma fecha, y de la rápida propagación de las nuevas variantes, se corrigió a un crecimiento de 4.9%. Con lo anterior, se estimarían importantes crecimientos para economías como la de Estados Unidos, la Eurozona y Japón en el orden de 5.2%, 4.3% y 3.2% respectivamente, mientras que China presentará un crecimiento del 5.6%, y las economías de bajos ingresos percibirán una expansión económica de 5.1%.

Por su parte, la pandemia y sus variantes han revelado las asimetrías existentes en la capacidad de respuesta de los distintos países. Por el lado de políticas fiscales, si bien es cierto han existido distintas maneras de mitigar los efectos de la crisis e iniciar la pronta recuperación, esto ha significado un mayor nivel de endeudamiento en los países que ya presentaban problemas fiscales. En cuanto a los suministros, estos han presentado un mayor estancamiento económico para la recuperación mundial esperada, pues dadas las restricciones por la pandemia, el flujo de transportes marítimos se ha visto limitado, generando escasez de contenedores, afectando importantes mercados como el automotriz, cuya producción en Europa cayó fuertemente dada la escasez de productos intermedios.

Por el lado del comercio, la Organización Mundial del Comercio (OMC) espera un crecimiento del 8% para el 2022, tras una buena recuperación en 2021, luego de la caída de 5.4% en el 2020. Esto, producto de los estímulos fiscales y monetarios aplicados por los gobiernos que fueron mucho mayores en magnitud y amplitud geográfica a los otorgados en la crisis mundial de 2008 los cuales ayudaron a evitar una mayor caída de la demanda mundial y el comercio. Al mismo tiempo, las restricciones impuestas en viajes y algunos cierres de fronteras generaron un efecto sustitución en el gasto de los hogares, los cuales destinaron mayores recursos para la compra de bienes. Asimismo, la adaptación en hogares y empresas al trabajo remoto fue acogida rápidamente y con ello hubo una recuperación en la producción que permitió mantener la generación de renta y la demanda.

Al recuperarse el comercio, aumentaron los precios de los productos primarios en 38% en 2021 respecto al 2020, mientras que el crecimiento registrado sin incluir la energía fue de 30%. Por su parte, la variación de los productos agroalimentarios, metales y minerales, y productos energéticos fue de 20%, 38% y 58% respectivamente. Lo anterior, generó un fuerte escenario inflacionario, donde países como Estados Unidos, China y de la zona euro han registrado tasas históricas, causando un aumento en las tasas de rendimiento de los bonos soberanos de largo plazo de los países considerados como refugio. Por último, aun cuando el empleo estuvo por debajo de los niveles previos a la pandemia en varias economías, la inflación aumentó y con ello, las disyuntivas en la toma de decisiones ante esta

situación, pues a medida se regulariza la actividad económica, existe un aumento de la demanda, cuya oferta no avanza con la misma velocidad.

Entorno Económico

De acuerdo con la última información disponible en el Banco Central de Reserva (BCR) a noviembre 2021, la actividad productiva del país medida por la variación interanual del índice de Volumen a la Actividad Económica (IVAE) refleja una tasa de crecimiento del 4.24%, mostrando una desaceleración comparada con los niveles de crecimiento de los meses previos, influenciados por el efecto rebote. Tres de los nueve sectores económicos englobados dentro del IVAE reflejaron resultados contractivos, siendo los más relevantes el de las “Actividades Financieras y de Seguros” (-10.88%), “Construcción” (-5.30%) y “Actividades Inmobiliarias” (-5.64%). Mientras que los sectores que reflejaron mayores crecimientos fueron el de “Actividades Profesionales, Científicas, Técnicas y otros servicios” y el sector de “Actividades de Administración Pública y Defensa, Enseñanza, Salud y Asistencia Social” con un +14.24% y +10.38% respectivamente (mayo 2021: +40.07% y 10.74%).

Por otra parte, al analizar el PIB desde enfoque del gasto a precios corrientes, el consumo privado presenta un crecimiento del +21.82%, representando el 83.7% del PIB a septiembre 2021, lo cual fue influenciado por la mayor recepción de remesas que a la fecha de análisis reportaron un importante crecimiento de +26.8% (+US\$1,587 millones), incrementando su representación respecto del PIB estimado para diciembre 2021 con un porcentaje de 35.9% (diciembre 2020: 24.1%), profundizando la dependencia del país a la recepción de remesas y reflejando la recuperación del mercado laboral de Estados Unidos que reporta una tasa de desempleo del 3.9%, siendo inferior a la del mismo período del año previo (6.7%).

El aumento en el consumo privado también benefició los ingresos fiscales del Sector Público No Financiero el cual reflejó un crecimiento de 23.4%, producto del alza en la recaudación tributaria del orden de 21.20% proveniente del impuesto al valor agregado y renta que se han visto favorecidos por la reactivación de los distintos sectores de la economía. A su vez, los gastos fiscales presentaron una desaceleración resultando en un déficit fiscal menor al reportado el período pasado, pero, manteniéndose en altos niveles al representar un 7.7% del PIB estimado a diciembre 2021, generando una mayor necesidad de financiamiento. El déficit fue financiado con una deuda externa neta de US\$795.23 millones y con US\$520.48 millones de deuda interna neta.

A diciembre de 2021, la deuda pública total se ubicó en US\$24,113.92 millones, reflejando un incremento interanual de US\$1,491 millones (+6.59%). La expansión de la deuda proviene del uso de diversos instrumentos financieros dentro de los cuales destacan la emisión de Certificados del Tesoro (CETES) y Letras del Tesoro (LETES), así como deuda adquirida con organismos multilaterales e inversionistas. Con el endeudamiento alcanzado a diciembre 2021 y considerando la proyección del PIB desarrollada por el BCR, el ratio Deuda/PIB se ubicó en 89%. Este contexto de las finanzas públicas ha generado una mayor percepción del riesgo soberano, ya que el EMBI al cierre del 2021 se ubicó en 14.91 puntos básicos, solo estando por debajo de Venezuela y Argentina.

Respecto a las variables externas, las exportaciones presentan un mayor dinamismo colocándose por encima del promedio regional. A diciembre de 2021, las exportaciones FOB totalizan en US\$6,629 millones, reflejando un efecto rebote de US\$1,600 millones (+31.8%), siendo las más dinámica de la región según el informe macroeconómico publicado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Lo anterior se refleja en un mayor dinamismo de la industria manufacturera del país, que según datos del BCR, presentó mejores resultados en los sectores de fabricación de prendas de vestir, productos textiles, fabricación de metales y fabricación de caucho y plástico, siendo el sector textil el más influyente con exportaciones que representan el 41% de las exportaciones totales a diciembre 2021.

Por otro lado, el índice de precios al consumidor (IPC) presentó una tasa de crecimiento del +6.11%, siendo superior al promedio de los últimos 10 años (+1.42%). Lo anterior se asocia con la recuperación de la demanda debido a la reactivación económica que ha generado un desequilibrio en el mercado. Los sectores que mayor impacto han reflejado son los de “Alimentos y Bebidas no alcohólicas” (+7.96%), “Transporte” (+9.45%) y “Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y otros Combustibles” (+6.97%). Las elevadas tasas inflacionarias también guardan relación con una alta dependencia del petróleo y sus derivados los cuales han presentado un incremento en su precio, al igual que el alza generalizada en los precios de los alimentos.

En lo referente al sistema financiero, al cierre de 2021 se observó una tendencia positiva en las tasas pasivas influenciadas por la desaceleración de la liquidez global del sector privado, así como el crecimiento en el riesgo soberano, por su parte, las tasas activas mantuvieron una tendencia negativa debido a la alta liquidez del sector privado, generando una reducción del spread bancario e impactando en los márgenes financieros y rentabilidad de las instituciones. Finalmente, el efecto de la inflación en el sistema financiero ha resultado en tasas pasivas reales negativas generando un deterioro en el valor debido a que estas no logran cubrir la cuota inflacionaria del país (6.11%).

De acuerdo con el Banco Mundial, para 2022 hay buenas expectativas de crecimiento para la economía salvadoreña estimando un crecimiento de 4.0% producto de la reactivación por completo de todas las actividades económicas y el nivel de avance de la población vacunada contra el COVID-19. Este crecimiento implica ciertos retos en materia de déficit fiscal, dinamización de la actividad económica, control de las presiones inflacionarias y estimulación en la

generación de empleo formal para mejorar la actual vulnerabilidad de las finanzas públicas del país, el alza en el riesgo soberano y el consecuente incremento en los costos de financiamiento.

Resumen de la Estructura de Titularización

Datos básicos de la Emisión	
Fondo de Titularización	Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Uno - 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.
Clase de Valor	Valores de Titularización - Títulos de Deuda con Cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Uno representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Monto de la Emisión	Hasta US\$77,700,000.00
Plazo de la emisión	190 meses
Tasa de Interés	Variable por cada tramo
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual
Saldo de la emisión a la fecha	US\$45,114,540.93
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 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. También formará parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida de Hencorp Valores LTDA., Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Uno. Esta cuenta será administrada por Hencorp Valores LTDA., Titularizadora. Este respaldo no deberá ser menor a: i) el próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros del mes uno al ochenta y cinco y del mes ciento diez al ciento noventa; y ii) NOVECIENTOS SETENTA Y NUEVE MIL DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA de los meses ochenta y seis al ciento nueve, que servirán para el pago de capital, e intereses, comisiones y emolumentos.
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 que la CEPA, reciba en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVCPA CERO UNO, serán invertidos por la 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

Modificación en la prelación de pagos.

Todo pago se hará por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria abierta en un Banco debidamente autorizado por la Superintendencia del Sistema Financiero para realizar operaciones pasivas, denominada para los efectos del presente contrato "Cuenta Discrecional", en cada período de pago, exceptuando los períodos de pago contemplados en el Primer Período de Excepción, Segundo Período de Excepción y en el Período de Restitución como se detalla a continuación:

Modificaciones contrato de titularización	
Prelación de pagos General	Primero: Se abona la cuenta bancaria denominada para los efectos de este contrato "Cuenta Restringida", cuyo saldo no deberá ser menor a: i) el próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros del mes uno al ochenta y cinco y del mes ciento diez al ciento noventa; y ii) NOVECIENTOS SETENTA Y NUEVE MIL DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA de los meses ochenta y seis al ciento nueve, que servirán para el pago de capital, e intereses, comisiones y emolumentos. Sin perjuicio de lo anterior, la Cuenta Restringida podrá ser utilizada siempre y cuando no pueda realizarse el pago de capital, intereses, comisiones y emolumentos con los recursos de la Cuenta Discrecional, sin que esto implique un evento de incumplimiento o causal de caducidad a cualquiera de los Contratos del presente proceso de Titularización. Será obligación del Originador restituir la Cuenta Restringida a su saldo contractual, contando éste con un período de tres meses posteriores a la disposición de los fondos de la Cuenta Restringida para realizar la restitución correspondiente; Segundo: Obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; Tercero: Comisiones a la Sociedad Titularizadora; Cuarto: Saldo de costos y gastos adeudados a terceros, de conformidad a lo previsto en el presente contrato; Quinto: Cualquier remanente se devolverá mensualmente al Originador en la forma prevista en este contrato.

Prelación de pago en el primer período de excepción	El 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 Tenedores de Valores ¹ .
Prelación de pago en el segundo período de excepción	El segundo 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.
Prelación de pago en el período de restitución	El 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.

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

MONTOS DE CESIÓN MENSUAL REESTRUCTURADOS FTHVCPA01

Meses	Cesión (US\$)	Período
Mes 1 al 32	304,000	General
Mes 33 al 35	520,000	General
Mes 36 al 86	979,000	General
Mes 87 al 95	28,000	1° Excepción
Mes 96 al 107	120,000	2° Excepción
Mes 108 al 110	253,000	Restitución
Mes 101 al 125	979,000	General
Mes 125 al 144	890,000	General
Mes 145 al 190	610,000	General

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 Cesión².

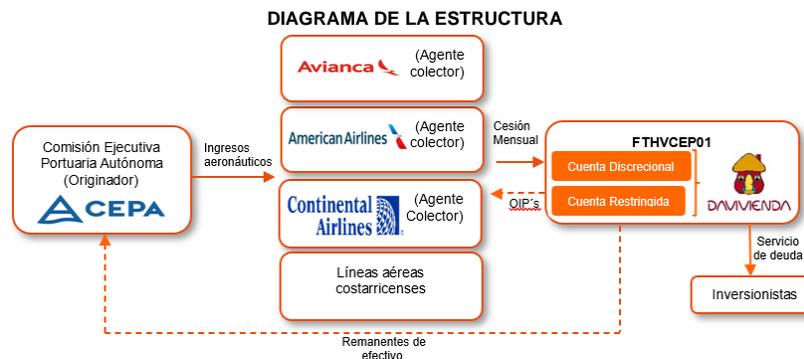
Operatividad de la Estructura de Titularización

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

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

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

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



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

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

² Para conocer más detalles sobre la emisión, remitirse a al prospecto de la emisión en el siguiente enlace: [Prospecto FTHVCPA 01.pdf \(bolsadevalores.com.sv\)](http://prospecto.FTHVCPA.01.pdf(bolsadevalores.com.sv))

Principales Riesgos

Riesgos del fondo de titularización	
Riesgo de mora	Este riesgo está asociado a una posible disminución en el pago de los servicios que presta la CEPA. Este riesgo se refiere a cualquier evento que redunde en una disminución en los ingresos de la institución. Este riesgo se ve administrado por los Mecanismos de Mejora Crediticia incorporados al Fondo de Titularización: Orden Irrevocable de Pago y Cuenta Restringida.
Riesgo regulatorio	La CEPA es una entidad regida por las leyes de El Salvador, en específico por la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma. Cambios regulatorios podrían ocasionar un impacto en la generación o transferencia de los flujos financieros futuros desde la CEPA hacia el Fondo de Titularización, afectando así la liquidez y solvencia del Fondo de Titularización. Dicho riesgo se ve mitigado por los Mecanismos de Mejora Crediticia incorporados al Fondo de Titularización: Orden Irrevocable de Pago y Cuenta Restringida.
Riesgo estratégico	La CEPA podría en cualquier momento tomar decisiones que repercutan en un cambio material adverso sobre los flujos de ingresos generados por la Institución. Este riesgo está administrado pues dicho accionar constituye un hecho que implica caducidad anticipada de la emisión, de tal forma que se desincentiva dicho tipo de acciones.

Riesgos de la emisión	
Riesgo de liquidez	El riesgo de liquidez de un inversionista en la presente emisión está relacionado con la incertidumbre en la venta de los valores en que ha invertido en el mercado secundario, o en la incertidumbre en la obtención de liquidez sobre su inversión a través de otros mecanismos del mercado de capitales. Los inversionistas pueden mitigar este riesgo mediante operaciones de mercado secundario o de reporto en las que la tasa de rendimiento del título sea equivalente a las tasas de mercado.
Riesgo de mercado	El riesgo de mercado se refiere a las posibles pérdidas en que pueden incurrir los inversionistas debido a cambios en los precios de los Valores de Titularización ocasionados por variables exógenas que atienden al mecanismo de libre mercado. Los inversionistas pueden administrar este riesgo diversificando su portafolio de inversiones.
Riesgo de tasa de interés	La tasa de interés de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda podrá ser fija o podrá usar como referencia la Tasa de Interés Básica Pasiva a 180 días (TIBP 180) o la tasa LIBOR a 6 meses más una sobre tasa mínima de 0.01%. Una vez definida esta tasa de interés, el inversionista que adquiera dichos Valores de Titularización - Títulos de Deuda incurre en riesgo de tasa de interés ante la posibilidad de que las tasas de interés vigentes en el mercado de capitales en otros instrumentos de similar plazo y clasificación de riesgo un momento determinado puedan ser más competitivas que las de los valores de la presente emisión. En caso de un aumento de las tasas de interés, el riesgo para los inversionistas es de liquidez, quienes pueden mitigar este riesgo mediante operaciones de mercado secundario o de reporto en las que la tasa de rendimiento del título sea equivalente a las tasas de mercado.

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 ser 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 ser 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

Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora es una empresa salvadoreña cuya finalidad es brindar liquidez a activos propiedad del sector corporativo salvadoreño, regional y otras entidades del sector público, mediante la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales a través de la constitución y administración de Fondos de Titularización, en conformidad con la Ley de Titularización de Activos. La empresa ofrece servicios de estudio de factibilidad, así como la estructuración de proyectos de Titularización. Hencorp Valores en su calidad de Sociedad Titularizadora se encarga de custodiar, administrar y representar legalmente a los Fondos de Titularización.

Accionistas y Consejo de Gerentes

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

PARTICIPANTES SOCIALES		CONSEJO DE GERENTES	
Accionista	Participación	Cargo	Nombre
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%	Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Eduardo Alfaro Barillas	0.02%	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 / Elaboración: PCR

Experiencia y participación de mercado

Hencorp Valores es una empresa autorizada por el regulador local para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con formación académica apropiada y amplia 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\$1,087 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

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, Hencorp Valores 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, es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía. En ese sentido, a diciembre 2021, Hencorp presentó una ligera disminución en su razón corriente, cerrando en 3.0 veces (diciembre 2020: 3.3 veces), pero manteniendo una buena capacidad financiera para responder a sus obligaciones de corto plazo.

LIQUIDEZ (VECES)

Liquidez	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Razón Corriente	3.2	2.4	3.2	3.3	3.0

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

Por su parte, las utilidades netas reportadas a diciembre 2021 alcanzaron los US\$1,848 miles, mostrando un importante crecimiento de 44.0% (+US\$565 miles) respecto a diciembre 2020. Lo anterior influyó en una mejora de los indicadores de rentabilidad al reportar un retorno sobre activos (ROA) de 37.7 (diciembre 2020: 32.7%). Asimismo, el retorno patrimonial (ROE) se ubicó en 56.2%, evidenciando un crecimiento de 9.0 p.p. respecto a diciembre 2020 (47.2%).

ROA Y ROE (%)

Rentabilidad	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
ROA	34.6%	28.8%	34.6%	32.8%	37.7%
ROE	49.9%	49.1%	50.6%	47.2%	56.2%

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.

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 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
Juan Carlos Canales Aguilar	Gerente General y Secretario de Actas

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

Análisis Financiero

El análisis financiero se ha realizado con base a los Estados Financieros Auditados 2014-2019 y no auditados correspondientes al 31 de diciembre de 2021 y su comparativo con 2020; 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).

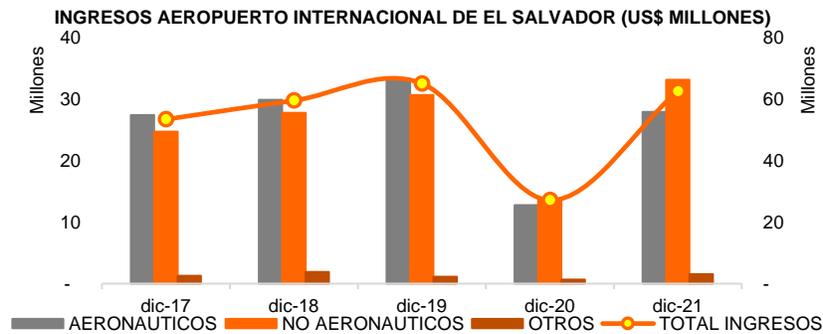
Análisis de Resultados

Análisis de Ingresos

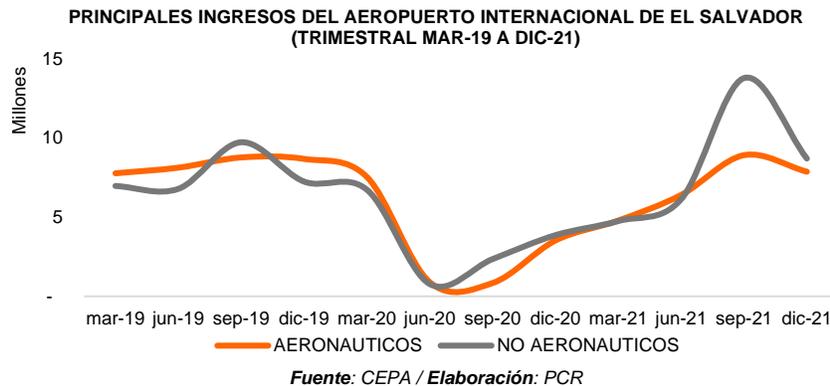
Al cierre del año 2021, CEPA captó ingresos por US\$133.4 millones, evidenciando una tasa de crecimiento de 63.7% (+US\$51.2 millones) al compararlo con el período previo, ubicándose además, por encima de los ingresos de los últimos cinco años, impulsados por el crecimiento de los ingresos de su principal actividad: venta de bienes y servicios, generando ingresos por US\$108.5 millones, mostrando un expansión de 53.6% (+US\$37.8 millones), como resultado de la reactivación economía nacional e internacional que favoreció las importaciones y exportaciones, además, el levantamiento de medidas sanitarias dio paso a una mayor demanda de transporte aéreo. Es importante mencionar que el 95.9% 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

En diciembre de 2021, los ingresos provenientes del Aeropuerto Internacional de El Salvador totalizaron US\$62.6 millones, evidenciando una tasa de crecimiento de 130.6% (+US\$35.5 millones), asociado a la recuperación económica mundial que ha dado paso a la mayor demanda de desplazamiento aéreo. Lo anterior se ve reflejado en el crecimiento de los ingresos aeronáuticos en 118.5% (+US\$15.2 millones), totalizando US\$27.9 millones a la fecha de análisis (diciembre 2020: US\$12.8 millones). De igual forma, los ingresos no aeronáuticos mostraron una recuperación de US\$19.5 millones por el arrendamiento de diferentes bienes e inmuebles del aeropuerto.

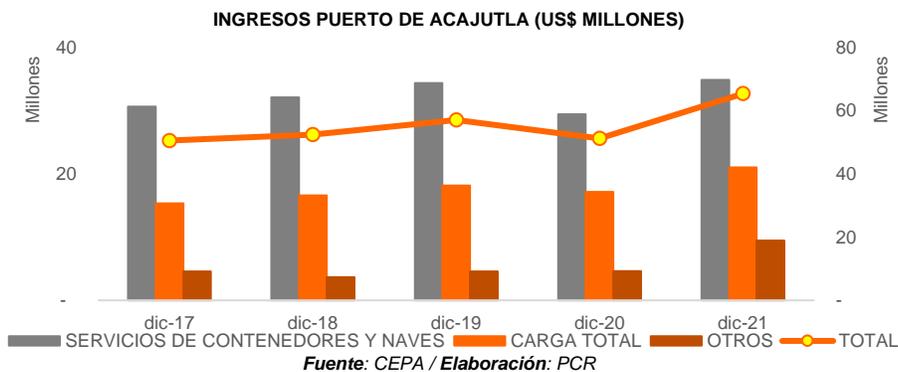


Al hacer un análisis trimestral de los ingresos provenientes del Aeropuerto Internacional de El Salvador, se puede observar una sostenida recuperación desde junio de 2020, alcanzando niveles prepandémicos. A criterio de PCR, esta tendencia se podría mantener a raíz del avance en la vacunación y el levantamiento de las medidas de movilidad, además de la recuperación económica que fomenta la demanda de servicios aéreos.

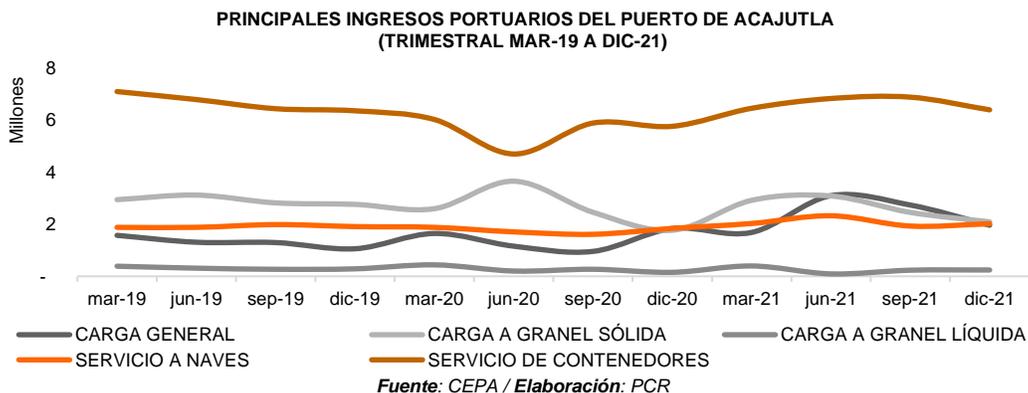


Ingresos del Puerto de Acajutla

Por su parte, el Puerto de Acajutla obtuvo un total de ingresos por US\$65.3 millones, monto que genera una tasa de crecimiento de 27.7% (+US\$14.1 millones), impulsado por sus principales actividades operativas de servicios de contenedores, naves y carga que a la fecha de análisis crecieron en ingresos 16.8% (+US\$8.4 millones), aunado al ingreso percibido de US\$5.4 millones por parte del Ministerio de Obras Públicas (MOP) para el mejoramiento del muelle en el Puerto de Acajutla.



Al realizar un análisis de los ingresos portuarios con periodicidad trimestral, se observa que los servicios de contenedores muestran una recuperación al cierre del período analizado, ubicándose en niveles prepandémicos, explicado por mayores importaciones de bienes a partir de la reactivación del comercio exterior, por su parte los ingresos por carga general crecieron hasta alcanzar los US\$9.5 millones durante el 2021, superando tanto el año prepandémico como el pandémico. Respecto a los ingresos percibidos por servicio a naves, estos han presentado una ligera recuperación debido a la mayor afluencia de buques y naves.



Costos y gastos

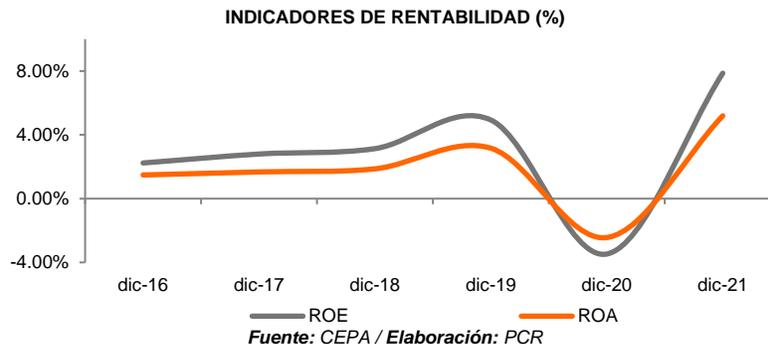
Los costos y gastos de gestión totalizaron un monto de US\$102.5 millones, generando un crecimiento de 7.1% (+US\$6.8 millones), impulsado por el incremento en remuneraciones al personal en 22.1% (+US\$9.6 millones), provocando que los gastos de personal alcanzaran una participación de 51.5% respecto a los gastos totales (diciembre 2020: 45.1%). Además, los costos generados por operaciones con entidades estatales aumentaron en 41.2% (+US\$1.9 millones), como resultado de los proyectos por parte del Ministerio de Obras Públicas, tanto al aeropuerto como al puerto.

La recuperación en los ingresos de CEPA permitió que ante el incremento de los costos y gastos en gestión, se registrara una utilidad neta de US\$20.6 millones (diciembre 2020: -US\$14.2 millones), generando que el margen de utilidad neta sea de 23.2%, (diciembre 2020; -17.4%). Por su parte, el EBITDA al cierre de diciembre fue de US\$56.6 millones (diciembre 2020: US\$14.7 millones), producto de la expansión en los ingresos por bienes y servicios.

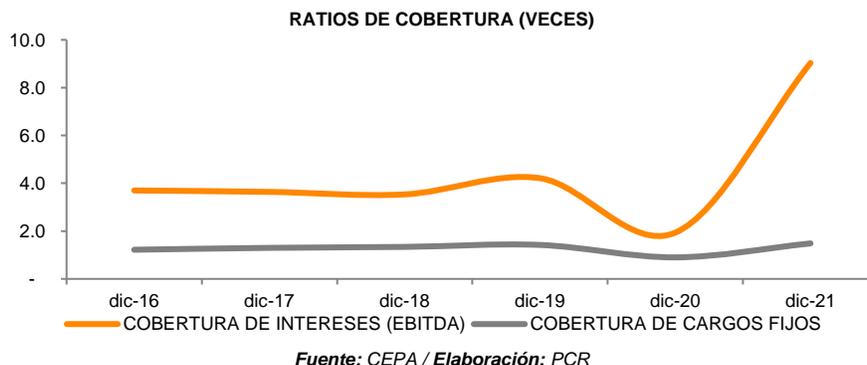
RESULTADOS DEL EJERCICIO Y MÁRGENES (US\$ MILLONES - %)						
Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Utilidad neta	2.1	3.3	4.6	9.2	(14.2)	20.6
EBITDA	35.3	38.7	43.5	50.4	14.7	56.6
Margen de Utilidad Neta	6.8%	9.1%	10.6%	15.7%	-17.4%	23.2%
Margen de EBITDA	31.1%	36.2%	37.4%	40.1%	18.1%	42.4%

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 resultados positivos en el ejercicio analizado. Ante las utilidades generadas, el indicador de retorno sobre activos (ROA) se posicionó en 5.2%, superior al -2.4% obtenido en diciembre de 2020; de igual manera, el retorno sobre patrimonio (ROE) generó un indicador de 7.81%, siendo mayor al -3.47% del mismo período en 2020.



Al cierre del período de análisis, la cobertura de intereses (EBITDA/Gatos Financieros) fue de 9.0 veces, atribuido a la mayor captación de ingresos. Además, el indicador estuvo beneficiado por la reestructuración a los montos de cesión durante el 2021 tras las medidas tomadas por la pandemia por COVID-19. Así mismo, se observa que la cobertura de cargos fijos pasa de 0.90 a 1.5 veces al cierre de diciembre de 2021.



Análisis del Balance General

Los Activos de CEPA totalizaron US\$595.7 millones, monto que evidencia una tasa de crecimiento de 2.3% (+US\$13.6 millones), impulsado por el crecimiento de los fondos disponibles de la institución en 50.7%, al mantener más recursos en los bancos nacionales y depósitos en dependencias institucionales. Además, las inversiones financieras mostraron un crecimiento interanual de 104.6% (+US\$7.1 millones). En cuanto a su composición, las inversiones en bienes en uso representan el 76.3%, tanto en bienes depreciables como en no depreciables, seguido de las inversiones en proyectos y programas (11.4%).

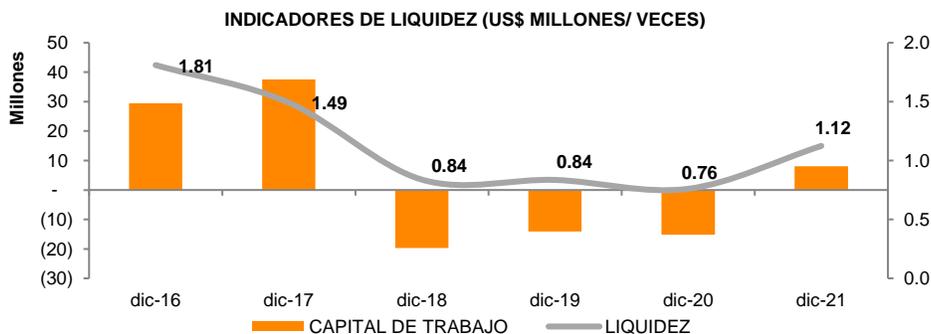
Los pasivos del originador totalizaron US\$181.8 millones, evidenciando una contracción interanual de -3.8% (-US\$7.1 millones) desde los US\$188.9 millones en diciembre de 2020. Lo anterior como resultado de las menores obligaciones con entidades del Estado, cuyo saldo reflejó -23.7% en el endeudamiento externo. A la fecha de análisis, el endeudamiento global representa el 64.2% de los pasivos, ligeramente menor al saldo reportado en el período del año previo (66.6%), como respuesta al menor endeudamiento externo. En este contexto, el endeudamiento interno está conformado por los dos fondos de titularización vigentes, a la fecha de análisis estos muestran un saldo de US\$84.3 millones y empréstitos del gobierno central, mientras que el endeudamiento externo está compuesto por préstamos con el Banco Japonés para la Cooperación Internacional (JBIC). Respecto al patrimonio total, este registró un crecimiento de 5.3%, al totalizar un monto de US\$413.9 millones (diciembre 2020: US\$393.2 millones), como resultado

de las utilidades reportadas en el ejercicio. En cuanto a su composición, las donaciones representan el 38.7%, seguido de los resultados acumulados de ejercicios anteriores con 22.3%.

Análisis del Riesgo de Liquidez

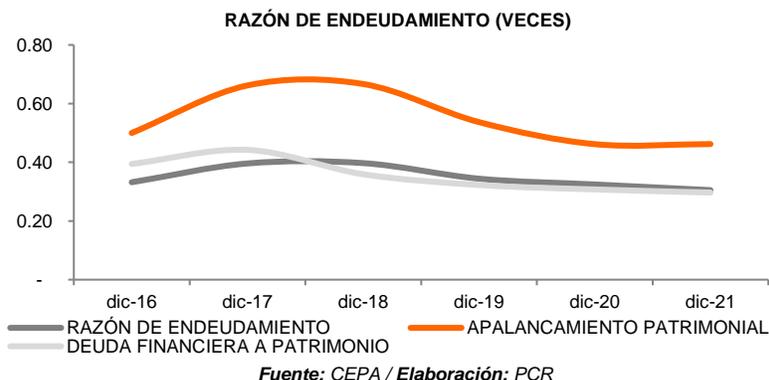
El aumento de los recursos disponibles de CEPA provocó que respondiera adecuadamente a las obligaciones con terceros, permitiendo que el indicador de liquidez general se posicionara en 1.12 veces, mayor al reportado en diciembre de 2020 (0.76 veces). El indicador de liquidez ácida demuestra una capacidad de 1.05 veces para responder con los activos más inmediatos los pasivos de corto plazo (diciembre 2020: 0.68 veces).

Por su parte, el capital de trabajo simple mostró mejores resultados interanuales, al disponer de US\$8.1 millones ante eventualidades corrientes, mientras que en diciembre de 2020 el originador tuvo un resultado negativo (diciembre 2020: -US\$15.1 millones). 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.



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 este contexto, el apalancamiento patrimonial se mantiene estable al período de análisis en 0.46 veces. Por su parte, el endeudamiento financiero se posicionó en 0.30 veces, ligeramente menor al del período previo (0.31 veces) como respuesta a la disminución del endeudamiento externo que posee la institución.



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. Para el período de análisis, considerando que durante el año 2021 todavía se veía reflejada la reestructuración del fondo por causa de las medidas tomadas ante la pandemia por COVID-19, se cedió un monto de total de ambos fondos por US\$1.84 millones, representando 1.38% de los ingresos totales del originador. Cabe precisar que, las proyecciones de ingresos del originador no han sido actualizadas, por lo que en el período de restitución se acerca al límite establecido en el prospecto de la emisión.

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 aeronáuticos 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%.

Dado que a la fecha de análisis el fondo continua en el primer Período de Excepción, este ha cedido solo la cantidad necesaria para mantener el fondo operativo, causando un efecto de mayor cobertura. Sin embargo, a partir de 2022 donde finaliza el referido período y el Período de Restitución, el fondo incrementaría las cuotas de cesión para ambos fondos de titularización, por lo que las coberturas mostrarían una disminución y un comportamiento similar. En este contexto, el monto cedido representa 1.0% de los ingresos comprometidos por el originador para el pago oportuno de la deuda, siendo menor a la participación proyectada (1.3%). Lo anterior permite tener una holgada cobertura de 98.7 veces.



Resumen de Estados Financieros no Auditados CEPA

BALANCE GENERAL (US\$ MILLONES)						
COMPONENTES	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
FONDOS	22.8	44.9	64.6	49.0	36.2	54.5
INVERSIONES FINANCIERAS	37.7	64.0	31.5	17.3	6.8	13.9
INVERSIONES EN EXISTENCIAS	5.4	5.3	5.5	5.3	5.1	4.8
INVERSIONES EN BIENES DE USO	426.2	430.4	466.7	481.9	469.3	454.3
INVERSIONES EN PROYECTOS Y PROGRAMAS	26.8	37.3	93.7	69.0	64.7	68.2
TOTAL DE ACTIVOS	519.0	581.8	662.0	622.5	582.1	595.7
DEPÓSITOS DE TERCEROS	3.2	29.2	27.2	28.0	28.1	27.7
ENDEUDAMIENTO INTERNO	82.0	103.4	95.6	87.3	87.5	87.5
ENDEUDAMIENTO EXTERNO	54.0	50.6	46.1	41.5	38.3	29.3
ACREEDORES	33.2	47.2	94.0	57.5	35.1	37.3
TOTAL DE PASIVOS	172.3	230.4	263.0	214.3	188.9	181.8
PATRIMONIO	344.7	348.1	394.5	399.1	409.1	393.3
DETRIMENTO PATRIMONIAL	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
RESULTADO A LA FECHA	2.1	3.3	4.6	9.2	(15.8)	20.6
PATRIMONIO TOTAL	346.7	351.4	399.1	408.2	393.2	413.9
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	519.0	581.8	662.0	622.5	582.1	595.7

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (US\$ MILLONES)						
COMPONENTES	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
INGRESOS						
FINANCIEROS Y OTROS	7.5	8.6	7.2	7.3	8.0	11.8
POR TRANSFERENCIAS CORRIENTES RECIBIDAS	0.5	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1
POR TRANSFERENCIAS DE CAPITAL RECIBIDAS	-	-	-	-	-	6.0
VENTA DE BIENES Y SERVICIOS	92.9	94.8	103.9	113.5	70.6	108.5
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	12.7	3.4	5.0	4.8	2.6	7.1
INGRESOS TOTALES	113.6	106.8	116.2	125.7	81.5	133.4
GASTOS						
PERSONAL	20.3	23.1	37.3	44.2	43.2	52.7
BIENES DE CONSUMO Y SERVICIOS	37.8	31.9	24.3	20.4	15.4	16.7
BIENES CAPITALIZABLES	0.3	0.3	0.3	0.5	0.6	0.1
GASTOS FINANCIEROS	9.2	10.3	12.0	11.5	7.0	6.2
COSTOS DE VENTAS Y CARGOS CALCULADOS	18.1	18.4	18.8	18.8	21.5	19.6
POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	14.2	4.5	4.9	3.8	3.5	0.9
GASTOS TOTALES	105.9	97.1	103.9	106.0	95.7	102.5
SUPERÁVIT (DÉFICIT)	7.7	9.7	12.4	19.7	(14.2)	30.9
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	3.7	6.5	4.9	6.6	-	6.6
RETRIBUCIÓN FISCAL	2.0	-	2.8	3.9	-	3.7
UTILIDAD NETA	2.1	3.3	4.6	9.2	(14.2)	20.6

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS						
COMPONENTES	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
RENTABILIDAD						
MARGEN BRUTO	84.10%	82.81%	83.83%	85.02%	73.67%	85.32%
MARGEN OPERATIVO	15.18%	19.06%	21.22%	25.18%	-8.10%	27.89%
MARGEN NETO	6.78%	9.12%	10.64%	15.66%	-17.43%	23.20%
MARGEN DE EBITDA	31.06%	36.19%	37.38%	40.10%	18.06%	42.40%
ROE (ANUALIZADO)	2.24%	2.80%	3.14%	4.93%	-3.47%	7.87%
ROA (ANUALIZADO)	1.48%	1.67%	1.87%	3.16%	-2.44%	5.19%
EBITDA	35.27	38.66	43.45	50.40	14.72	56.55
LIQUIDEZ						
LIQUIDEZ GENERAL	1.81	1.49	0.84	0.84	0.76	1.12
LIQUIDEZ ÁCIDA	1.66	1.42	0.79	0.77	0.68	1.05
CAPITAL DE TRABAJO NETO (US\$ MM)	29.47	37.59	-19.66	-14.08	-15.15	8.07
ACTIVOS LÍQUIDOS / PASIVO TOTAL	0.35	0.47	0.37	0.31	0.23	0.38
SOLVENCIA						
RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO	0.33	0.40	0.40	0.34	0.32	0.31
APALANCAMIENTO	0.50	0.66	0.67	0.54	0.46	0.46
DEUDA FINANCIERA A PATRIMONIO	0.39	0.44	0.36	0.32	0.31	0.30
COBERTURA DE INTERESES	1.81	1.92	2.01	2.64	-0.87	5.94
DEUDA FINANCIERA A PASIVO	78.89%	66.82%	53.89%	60.09%	66.58%	64.22%

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

FLUJOS POR CEDER REESTRUCTURADOS POR CEPA AL FTHVCPA01 (US\$)

Cuota	Cesión														
1	304,000	25	304,000	49	979,000	73	979,000	97	120,000	121	979,000	145	610,000	169	610,000
2	304,000	26	304,000	50	979,000	74	979,000	98	120,000	122	979,000	146	610,000	170	610,000
3	304,000	27	304,000	51	979,000	75	979,000	99	120,000	123	979,000	147	610,000	171	610,000
4	304,000	28	304,000	52	979,000	76	979,000	100	120,000	124	979,000	148	610,000	172	610,000
5	304,000	29	304,000	53	979,000	77	979,000	101	120,000	125	890,000	149	610,000	173	610,000
6	304,000	30	304,000	54	979,000	78	979,000	102	120,000	126	890,000	150	610,000	174	610,000
7	304,000	31	304,000	55	979,000	79	979,000	103	120,000	127	890,000	151	610,000	175	610,000
8	304,000	32	304,000	56	979,000	80	979,000	104	120,000	128	890,000	152	610,000	176	610,000
9	304,000	33	520,000	57	979,000	81	979,000	105	120,000	129	890,000	153	610,000	177	610,000
10	304,000	34	520,000	58	979,000	82	979,000	106	120,000	130	890,000	154	610,000	178	610,000
11	304,000	35	520,000	59	979,000	83	979,000	107	120,000	131	890,000	155	610,000	179	610,000
12	304,000	36	979,000	60	979,000	84	979,000	108	253,000	132	890,000	156	610,000	180	610,000
13	304,000	37	979,000	61	979,000	85	979,000	109	253,000	133	890,000	157	610,000	181	610,000
14	304,000	38	979,000	62	979,000	86	979,000	110	253,000	134	890,000	158	610,000	182	610,000
15	304,000	39	979,000	63	979,000	87	28,000	111	979,000	135	890,000	159	610,000	183	610,000
16	304,000	40	979,000	64	979,000	88	28,000	112	979,000	136	890,000	160	610,000	184	610,000
17	304,000	41	979,000	65	979,000	89	28,000	113	979,000	137	890,000	161	610,000	185	610,000
18	304,000	42	979,000	66	979,000	90	28,000	114	979,000	138	890,000	162	610,000	186	610,000
19	304,000	43	979,000	67	979,000	91	28,000	115	979,000	139	890,000	163	610,000	187	610,000
20	304,000	44	979,000	68	979,000	92	28,000	116	979,000	140	890,000	164	610,000	188	610,000
21	304,000	45	979,000	69	979,000	93	28,000	117	979,000	141	890,000	165	610,000	189	610,000
22	304,000	46	979,000	70	979,000	94	28,000	118	979,000	142	890,000	166	610,000	190	610,000
23	304,000	47	979,000	71	979,000	95	28,000	119	979,000	143	890,000	167	610,000		
24	304,000	48	979,000	72	979,000	96	120,000	120	979,000	144	890,000	168	610,000		

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

Estados Financieros de Hencorp Valores Ltda., Titularizadora

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

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
EFFECTIVO Y SUS EQUIVALENTES					
BANCOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS	143	1,430	666	2,543	3,580
INVERSIONES FINANCIERAS	2,987	2,395	2,493	143	143
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	726	760	879	1,045	1,008
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR RELACIONADAS	108	91	90	92	71
RENDIMIENTOS POR COBRAR	2	3	2	19	-
IMPUESTOS	57	60	62	54	92
ACTIVO CORRIENTE	4,023	4,740	4,192	3,897	4,894
MUEBLES	22	9	8	10	10
ACTIVO NO CORRIENTE	22	9	8	10	10
TOTAL ACTIVO	4,045	4,750	4,199	3,907	4,904
CUENTAS POR PAGAR	486	486	568	497	703
CUENTAS POR PAGAR RELACIONADAS	-	150	130	147	121
IMPUESTOS POR PAGAR	603	590	631	544	792
DIVIDENDOS POR PAGAR	150	741	-	-	-
PASIVO CORRIENTE	1,239	1,967	1,329	1,188	1,616
PASIVO NO CORRIENTE	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	1,239	1,967	1,329	1,188	1,616
CAPITAL	1,165	1,177	1,177	1,200	1,200
RESERVAS DE CAPITAL	233	233	235	235	240
RESULTADOS	1,408	1,372	1,458	1,284	1,848
RESULTADOS ACUMULADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	7	5	5	0	-
RESULTADOS DEL PRESENTE PERÍODO	1,401	1,367	1,453	1,283	1,848
TOTAL PATRIMONIO	2,806	2,782	2,871	2,719	3,288
TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO	4,045	4,750	4,199	3,907	4,904
CUENTAS CONTINGENTES DE COMPROMISO DEUDORAS	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
TOTAL	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
CUENTAS CONTINGENTES Y DE COMPROMISOS	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
RESPONSABILIDAD POR OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
TOTAL	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028

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

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

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	3,280	3,343	3,501	3,055	5,102
INGRESOS POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3,280	3,343	3,501	3,055	5,102
COSTOS DE EXPLOTACIÓN	1,290	1,394	1,432	1,290	2,546
GASTOS DE OPERACIÓN POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	12	93	80	15	900
GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN Y DE PERSONAL DE OPERACIONES DE TITULARIZACIÓN	1,254	1,285	1,348	1,272	1,642
GASTOS POR DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO POR OPERACIONES CORRIENTES	25	16	4	3	3
RESULTADOS DE OPERACIÓN	1,990	1,949	2,069	1,765	2,556
INGRESOS FINANCIEROS	41	40	17	65	84
INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS	36	37	13	24	2
INGRESOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	1	3	5	41	82
OTROS INGRESOS FINANCIEROS	4	-	-	-	0
GASTOS FINANCIEROS	27	36	10	7	0

GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	1	1	-	-	-
GASTOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	24	3	1	0	0
OTROS GASTOS FINANCIEROS	-	5	9	7	-
PÉRDIDAS EN VENTA DE ACTIVOS	2	27	-	-	-
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	2,004	1,953	2,076	1,823	2,640
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	603	586	625	540	792
RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS	1,401	1,367	1,451	1,283	1,848
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	0	-	2	-	-
RESULTADOS NETOS DEL PERÍODO	1,401	1,367	1,453	1,283	1,848

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

Estados Financieros Auditados de FTHVCPA01

BALANCE GENERAL						
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEP A 01 (US\$ MILES)						
COMPONENTES	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
BANCOS	2,033	2,030	2,031	2,138	1,017	1,101
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	-	-	-	-	-	-
IMPUESTOS	1	-	-	-	-	-
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	10,769	10,769	10,775	10,641	8,619	8,711
ACTIVO CORRIENTE	12,801	12,802	12,807	12,779	9,636	9,812
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	93,593	81,845	70,097	58,349	49,937	51,823
GASTOS DE COLOCACIÓN	-	-	-	-	-	-
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	-	-	-	-	-	-
ACTIVO NO CORRIENTE	93,593	81,845	70,097	58,349	49,937	51,823
TOTAL ACTIVO	106,394	94,647	82,904	71,128	59,573	61,635
DOCUMENTOS POR PAGAR	720	659	594	487	404	391
COMISIONES POR PAGAR	1	5	6	6	1	1
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	34	40	44	16	34	28
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	19	13	13	14	2	4
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	7,511	8,088	8,556	9,049	6,291	3,417
PASIVO CORRIENTE	8,286	8,805	9,213	9,572	6,733	3,842
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	64,083	56,134	47,845	39,045	40,598	45,115
INGRESOS DIFERIDOS	40,555	37,245	33,936	30,626	19,916	19,923
PASIVO NO CORRIENTE	104,637	93,379	81,780	69,671	60,514	65,037
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	-6,530	-7,537	-8,090	8,115	-7,674	-7,245
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	-5,154	-6,530	7,537	8,090	-8,115	-7,674
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	-1,375	-1,007	553	25	441	429
TOTAL PASIVO	106,394	94,650	82,904	71,128	59,573	61,635
TOTAL PATRIMONIO	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	106,394	94,647	82,904	71,128	59,573	61,635

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

ESTADO DE RESULTADOS						
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEP A 01 (US\$ MILES)						
COMPONENTES	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	3,309	3,309	3,309	3,309	3,309	3,319
INGRESOS POR INVERSIONES	-	-	-	-	-	-
OTROS INGRESOS	60	7	0	30	-	-
TOTAL INGRESOS	3,370	3,316	3,310	3,339	3,309	3,319
POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	13	13	10	9	9	9
TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	-	-	-	-	229	226
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	31	31	31	26	26	26
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	4	4	4	4	4	4
POR PAGO DE SERVICIO DE LA DEUDA	-	-	-	-	-	-
POR SERVICIO DE VALUACIÓN	-	-	-	-	-	-
POR SEGUROS	-	-	-	-	-	-
POR HONORARIOS PROFESIONALES	-	-	-	-	12	12
GASTOS POR ACTIVOS INMUEBLES TITULARIZADOS	-	-	-	-	-	-
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	48	47	44	39	279	276
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	4,308	3,921	3,502	3,049	2,586	2,611
GASTOS OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES BANCARIAS	-	-	-	-	-	-
GASTOS FINANCIEROS	4,308	3,921	3,502	3,049	2,586	2,611
OTROS GASTOS	389	356	316	276	3	3
TOTAL GASTO	4,745	4,323	3,862	3,364	2,868	2,890
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	-1,375	-1,007	-553	-25	441	429

Fuente: Hencorp Valores, Ltda, 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.