

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

<b>Comité No. 64/2021</b>	
<b>Informe con EEFF no auditados al 31 de diciembre de 2020</b>	<b>Fecha de comité: 29 de abril de 2020</b>
Periodicidad de actualización: Semestral	Originador perteneciente al sector de instituciones autónomas San Salvador, El Salvador

<b>Equipo de Análisis</b>		
Luis Flores <a href="mailto:lflores@ratingspcr.com">lflores@ratingspcr.com</a>	Alexis Figueroa <a href="mailto:afigueroa@ratingspcr.com">afigueroa@ratingspcr.com</a>	(503) 2266-9471

<b>HISTORIAL DE CLASIFICACIONES</b>								
Fecha de información	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19	Dic-19	Jun-20	Sep-20	Dic-20
Fecha de comité	27/4/2018	26/10/2018	16/4/2018	18/9/2019	29/4/2020	22/10/2020	21/01/2021	29/04/2020
Valores de Titularización CEPA02								
Tramo 1	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Estable	Negativa	Negativa	Negativa	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 acordó ratificar la clasificación de riesgo de AAA con cambio de perspectiva “Negativa” a “Estable” a los fondos de titularización Hencorp Valores de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Dos.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago que posee el Fondo derivado de los flujos de ingresos del originador los cuales son suficientes para cubrir la cuota de cesión. A pesar de que la entidad ha sufrido una reducción considerable en sus ingresos por efecto de la coyuntura por la pandemia por COVID-19, ésta muestra una leve recuperación al cierre del año mostrando adecuados niveles de cobertura. Por su parte, se consideran los respaldos legales y financieros que fortalecen la emisión y la adecuada solvencia del originador.

**Perspectiva**

Estable

## Resumen Ejecutivo

---

- Los ingresos de CEPA disminuyen sustancialmente por los efectos de la pandemia por COVID-19. Al 31 de diciembre de 2020, los ingresos totalizaron US\$79.83 millones, mostrando una disminución interanual de -36.48% (-US\$45.86 millones), influenciado principalmente por la disminución de los ingresos operacionales por la venta de bienes y servicios en -37.80% (-US\$42.92 millones), producto del cierre del Aeropuerto Internacional de El Salvador y al bajo tráfico aéreo en los meses posteriores a la reapertura de la economía. Cabe destacar que los ingresos provenientes del aeropuerto muestran una leve recuperación al cierre de 2020 como consecuencia de la reapertura de este.
- La entidad cierra con pérdida el año 2020. El resultado neto del ejercicio al cierre de 2020 totalizó en -US\$15.84 millones, mostrando una disminución sustancial respecto a diciembre 2019 (Utilidad neta US\$9.19 millones). El EBITDA a diciembre 2020 se ubicó en US\$ 13.07 millones, reflejando una importante disminución de -74.07% (-US\$37.33 millones), lo cual fue consecuencia directa de la caída en los ingresos por bienes y servicios. Este comportamiento reflejó un impacto negativo en los indicadores de rentabilidad, los cuales mostraron una reducción significativa en comparación al mismo período del año anterior, obteniendo un ROA de -2.72%, inferior al 3.16% de diciembre 2019; de igual manera, el ROE se ubicó en -4.03%, (4.82%; diciembre 2019).
- La liquidez de CEPA muestra un deterioro debido a la caída en sus disponibilidades. El indicador de liquidez general se ubica a diciembre 2020 en 0.76 veces, (diciembre 2019; 0.84 veces). Por su parte, el capital de trabajo se ha visto afectado por la mayor reducción en los fondos e inversiones financieras por lo que a diciembre 2020 muestra un déficit de -US\$15.15 millones. Considerando los efectos de la pandemia por COVID-19 en el tráfico aéreo, se observa una tendencia a la baja en los indicadores de liquidez. En opinión de PCR esta tendencia podría mantenerse considerando la lenta recuperación del tráfico aéreo.
- La entidad mantiene adecuados niveles de solvencia. CEPA mantiene un nivel de endeudamiento bajo, puesto que sus activos se encuentran mayormente respaldados por capital propio. El apalancamiento patrimonial se ubica a diciembre 2020 en 0.48 veces, mostrando una posición favorable respecto al período pasado (0.52 veces) causado principalmente por la disminución de los pasivos en mayor proporción con la reducción del patrimonio total (-11.84%; -3.68%, respectivamente). A la fecha de análisis, CEPA muestra un ratio de cobertura de intereses (EBITDA/ gasto financiero) equivalente a 1.72 veces, el cual se ubica por debajo de lo reportado en el período pasado (4.21 veces).
- El Fondo tiene adecuados mecanismos que permiten minimizar el riesgo de impago. El FTHVCPA02 posee respaldos legales como la Orden Irrevocable de Pago para asegurar el flujo de los ingresos de CEPA al Fondo. Así mismo, esta emisión debe mantener una relación de los montos cedidos anuales y el total de ingresos anuales en máximo 20%. Al cierre de 2020, a consecuencia de la reestructuración del Fondo, el nivel de cesión de ambas titularizaciones que posee CEPA fue de US\$6.45 millones del total de los ingresos, siendo equivalente a 8.08%, cumpliendo con el máximo legal.

## 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 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 de diciembre 2014 hasta diciembre 2018 y no auditados correspondientes al 31 de diciembre de 2019 y 2020 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 diciembre 2019 y 2020.

**Limitaciones potenciales:** PCR dará seguimiento a la capacidad del fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago de sus obligaciones, así como el cumplimiento de los resguardos financieros y legales establecidos

en el contrato de cesión, los cuales se han visto afectados por la coyuntura mundial del COVID-19. Dichos efectos han impactado en los flujos de los aeropuertos y puertos, producto de las medidas de restricción por frenar la propagación del virus. Adicional, se considera la posible volatilidad en la recuperación ya que esta dependerá de la velocidad y eficacia en la inmunización de la población a nivel local e internacional, lo cual determina el comportamiento del consumidor respecto a la demanda de desplazamiento aéreo.

### **Hechos Relevantes**

---

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

### **Panorama Internacional**

---

El año 2020 registró la mayor contracción económica mundial desde 1946, producto de los efectos del COVID-19 y las decisiones de los gobiernos de cerrar las economías, sumado a la guerra comercial de Estados Unidos con China, se prevé una caída de la economía global del 4.3% según cifras del Banco Mundial.

Las economías desarrolladas como Estados Unidos, la Eurozona y Japón, presentan proyecciones de crecimiento para el 2021 de 3.1%, 4.7% y 2.3% respectivamente, mientras que China (economía emergente y en desarrollo) presentará un crecimiento del 8.2% al ser uno de los países más avanzados en el ámbito de gestión de la crisis sanitaria. Cabe resaltar que, a pesar de que la pandemia la golpeó fuertemente, presentó un crecimiento económico de 2% en el 2020. Por otro lado, para las economías de ingreso bajo se estima un crecimiento del 3.3% en el 2021, tras una caída del 0.9% en el 2020. Sin embargo, no es parejo, algunas economías iniciarán su recuperación, mientras que otras entrarán en crisis fiscales y de deuda en mayor o menor medida

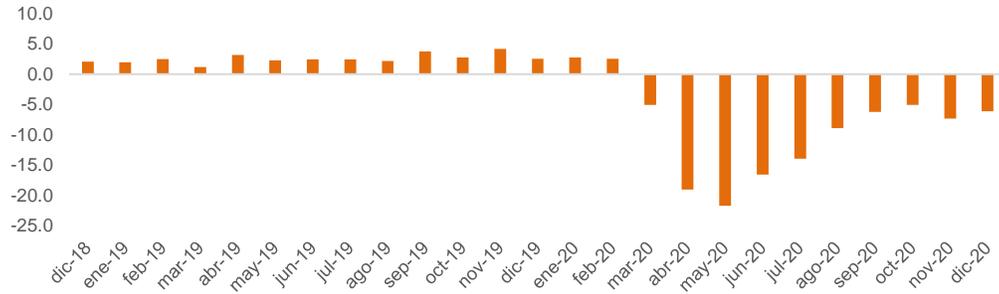
En América Latina, las economías que más han sido más golpeados durante el 2020 son Perú, Argentina y Ecuador con caídas en su PIB de -12%, -10.6% y -9.5% respectivamente. No obstante, Perú presenta un panorama bastante optimista con la tasa más alta de crecimiento estimada para el 2021 en la región, con un crecimiento estimado de 7.6%, seguido de Panamá 5.1%; Chile y Colombia con un crecimiento de 5%. Por otro lado, Nicaragua es el único país que presenta proyecciones negativas hacia el 2021, a pesar de caer -6% en el 2020, se estima que para el 2021 seguirá cayendo -0.5% en el PIB.

### **Entorno Económico**

---

- **La actividad económica frena ritmo de recuperación gradual a diciembre 2020.** De acuerdo con las cifras publicadas por el Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), muestran que la actividad económica del país al cierre de 2020 mantiene resultados contractivos del orden de -6.1%, mostrando un freno a la recuperación gradual reflejada hasta octubre de 2020, lo que podría estar asociado al período pre electoral, y a la menor dinámica comparada a con los meses de noviembre y diciembre de 2019, meses que contienen un efecto estacional derivado de la fiestas de fin de año y el incremento en el ingresos de los hogares durante dichos meses.

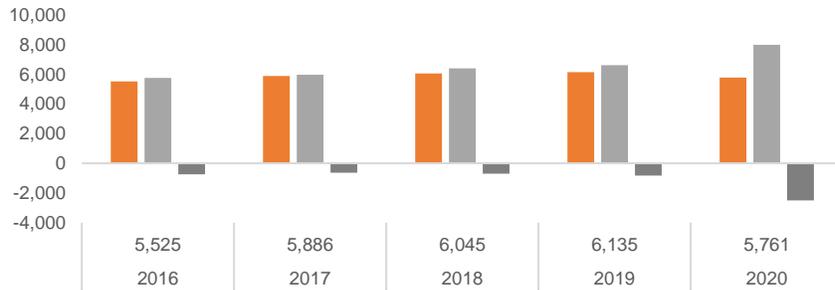
**ACTIVIDAD ECONÓMICA GENERAL, IVAE DICIEMBRE 2020. SERIE DESESTACIONALIZADA (VARIACIÓN % ANUAL)**



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaboración: PCR

- El déficit fiscal alcanza cifras récord poniendo en amenaza la sostenibilidad fiscal del país.** Los principales indicadores fiscales muestran un importante deterioro al cierre del año 2020, derivado de la reducción de los ingresos tributarios y la expansión del gasto corriente del Gobierno. En este sentido, el déficit fiscal registrado a diciembre de 2020 ascendió a US\$2,498 millones, equivalente a una expansión del 202.7%, respecto de los reportado a diciembre de 2019, una cifra sin precedentes y equivalente a aproximadamente el 10.1% del PIB nominal estimado para 2020, un indicador récord que aumenta los riesgos de insolvencia y amenaza la sostenibilidad de las finanzas del Estado, considerando el alto endeudamiento público que asciende a aproximadamente el 91% del PIB.

**INGRESOS, GASTOS Y DÉFICIT FISCAL DEL SPNF (MILLONES DE US\$)**



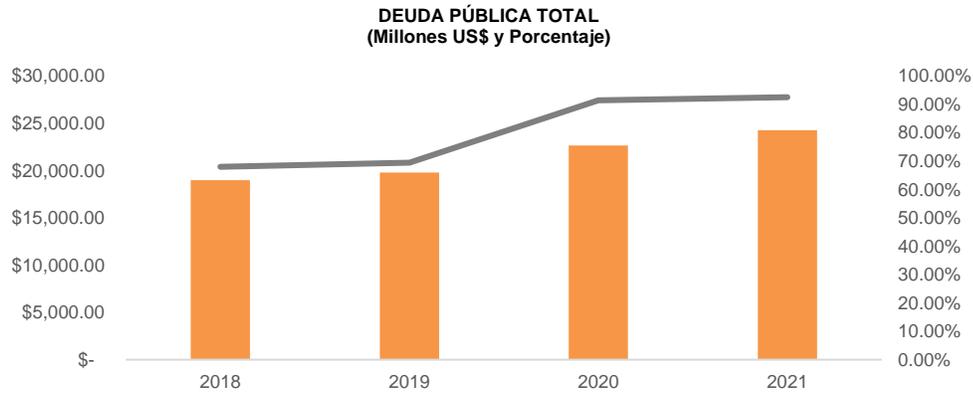
Fuente: Banco Central de Reserva / Elaboración: PCR

**DEUDA PÚBLICA TOTAL DEL SPNF**

Componente	2016	2017	2018	2019	2020
Deuda Pública Total	17,558	18,373	18,975	19,808	22,626
Sector Público No Financiero	12,620	13,043	13,385	13,910	16,416
Gobierno	11,862	12,038	12,413	12,900	15,436
LETES	1,073	746	817	991	1,409
Sector Público Financiero	4,726	5,177	5,476	5,788	6,042
Del cual FOP:	4,016	4,574	4,922	5,265	5,556
Deuda Externa Pública	9,317	9,675	9,565	9,981	11,153
Deuda Interna Pública	8,241	8,697	9,409	9,827	11,473

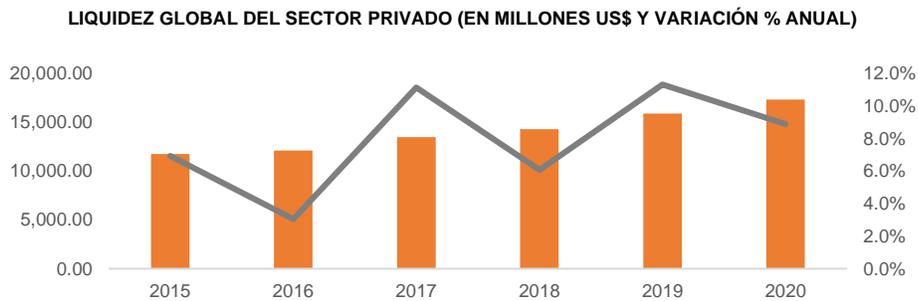
Fuente: Banco Central de Reserva / Elaboración: PCR

- Endeudamiento público alcanza el 90% del PIB para 2020.** A noviembre de 2020, la deuda pública total se ubicó en US\$22,655.44 millones, reflejando un aumento de US\$2,894.45 millones (+14.65%). El crecimiento de la deuda se explica principalmente por los compromisos adquiridos por el Gobierno Central los cuales registraron un incremento de US\$1,548.23 millones (+18.38%). La expansión de la deuda se deriva 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 al onceavo mes del año 2020 y considerando la proyección del PIB desarrollado por el FMI, el ratio Deuda/PIB se ubicó en 91.41%, previendo que este aumente a 92.54% en el año 2021. Este contexto de las finanzas públicas ha generado una mayor percepción del riesgo soberano, ya que el EMBI se ubica a la fecha 5 de enero de 2021 en 7.31%, siendo la cuarta economía latinoamericana con mayor riesgo soberano, después de Venezuela, Argentina y Ecuador.



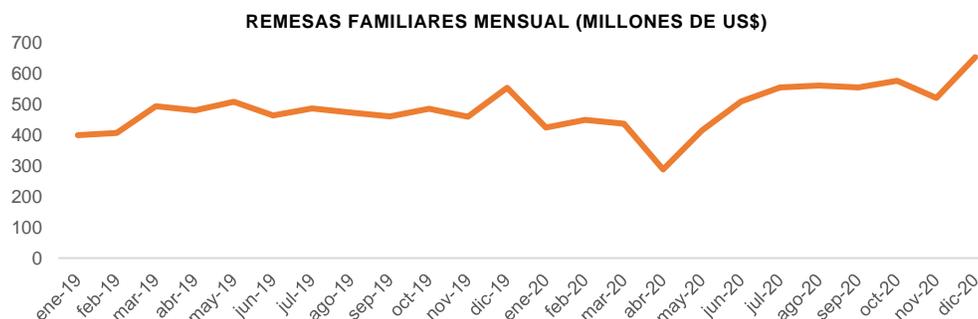
**Fuente:** Banco Central de Reserva y Fondo Monetario Internacional / **Elaborado:** PCR  
\*Deuda a 2020 corresponde al saldo de noviembre de 2020

- Sistema financiero mantiene sólida liquidez, pero con desaceleración del crédito.** La liquidez global del sector privado fue de US\$17,287 millones, equivalente a una tasa de crecimiento interanual del 8.9% y representando aproximadamente el 70% del PIB estimado para el año 2020. La liquidez del sector privado estuvo estimulada, en parte, por los desembolsos de deuda hacia el sector público proveniente del extranjero, la dinámica de las remesas familiares y la reducción de las reservas bancarias, lo cual se comprueba con la disminución de la Base Monetaria, pasando de US\$3,958 millones en diciembre de 2019 a US\$2,871 millones en el período analizado, equivalente a una reducción del -27.5%. Por otra parte, la cartera de préstamos registrada por el Sistema Financiero mostró un relativo estancamiento al crecer interanualmente solamente 0.6% a diciembre 2020.



**Fuente:** Banco Central de Reserva / **Elaboración:** PCR

- Las remesas familiares mantienen buen ritmo de crecimiento, permitiendo reducir el déficit en cuenta corriente.** Las Remesas Familiares que constituyen el principal ingreso secundario de la economía, acumularon durante el año 2020 un monto de US\$5,930 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 4.8% respecto de diciembre de 2019 y presentando una participación de aproximadamente el 23.9% respecto del PIB, demostrando la importancia económica en el ingreso disponible de los hogares salvadoreños. Cabe destacar que las remesas familiares comenzaron su proceso de recuperación a partir del mes de mayo de 2020 después de haber alcanzado un mínimo en el mes de abril 2020 que coincide con el mes donde se decretaron restricciones a la movilidad en Estados Unidos, país de origen de aproximadamente el 96% de las remesas que recibe El Salvador.



*Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR*

- **Los recientes resultados electorales permiten una menor polarización política.** A partir de las elecciones del 28 de febrero el EMBI ha mantenido su tendencia hacia la baja la cual estaría asociada a la recuperación gradual de la economía, así como los resultados electorales para diputados y alcaldes del partido de Gobierno lo que ha mitigado riesgos en cuanto a aprobación de futuras emisiones para el repago de deuda de corto plazo. En este sentido, al 16 de marzo el EMBI se ubicó en 5.91% siendo uno de los indicadores más bajos desde que inició la pandemia y alejado del máximo alcanzado en el mes de mayo de 2020 (10.29%).

### Resumen de la Estructura de Titularización

Datos básicos de la Emisión	
<b>Fondo de Titularización</b>	Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Dos - FTHVCPA 02
<b>Originador</b>	Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma
<b>Emisor</b>	Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, en carácter de administradora del VTHVCPA 02 y con cargo a dicho Fondo.
<b>Clase de Valor</b>	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.
<b>Monto de la Emisión</b>	Hasta US\$69,700,000.00
<b>Plazo de la Emisión</b>	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.
<b>Respaldo de la Emisión</b>	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.
<b>Custodia y Depósito:</b>	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.
<b>Negociabilidad</b>	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.
<b>Mecanismos de Cobertura</b>	(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.
<b>Destino de los Fondos de la Emisión</b>	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.
<b>Destino de los Fondos</b>	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*

## Reestructuración por efectos COVID-19

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

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

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

Lo anterior responde al cumplimiento del estado de Emergencia Nacional por parte de CEPA a lo declarado a través del Decreto Legislativo n°593 y su reforma a través del Decreto n°599, de fecha 14 y 20 de marzo de 2020 respectivamente. Además, se aplicó el Decreto Ejecutivo n°12, donde contempla el período de almacenamiento de las mercancías en el Aeropuerto Internacional de El Salvador y del Puerto de Acajutla, reiterando que la actividad comercial de importaciones y exportaciones se desarrollaría de manera normal siguiendo con las medidas sanitarias correspondientes<sup>1</sup>.

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

Derivado de la actual coyuntura económica por la pandemia por COVID-19, la dinámica de los principales generadores de ingreso se vio significativamente impactada por el cierre del Aeropuerto Internacional de El Salvador y su posterior reducida actividad. A su vez, el Puerto de Acajutla mostró una menor afluencia de buques y contenedores, a pesar de que el transporte de carga continuaba su curso normal. Por lo que el Fondo de Titularización CEPA 02 se vio en la necesidad de modificar la estructura de sus pagos de cesión, además de realizar modificaciones al Contrato de Titularizaciones y sus características de los tramos de la emisión vigente los cuales se muestran a continuación:

### Modificaciones al Contrato de Titularización

Modificaciones Contrato de Titularización		
I. Definiciones		
Contrato de Cesión y Administración de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros	Incrementar el monto de la cesión total a transferir por parte de CEPA.	Romano I, numeral n°7
Cuenta Restringida	Establecer que puede ser utilizado el saldo de la Cuenta Restringida para hacer frente a las obligaciones con los tenedores de valores, obligándose el Originador a restituir la misma en un período de tres meses posteriores a su uso.	Romano I, numeral n°12
Primer Período de Excepción	Se agrega el numeral del período de excepción, que corresponde a 9 meses en los cuales el FTHVCPA CERO DOS no pagará capital e intereses a los Tenedores de Valores de Titularización -Títulos de Deuda emitidos con cargo al mismo, conforme ha sido aprobado en la sesión Junta General Extraordinaria de de Tenedores de Valores <sup>2</sup> .	Romano I, numeral n°34
Segundo Período de Excepción	Se agrega el numeral del período de excepción, que corresponde a los 3 meses posteriores al PRIMER PERÍODO DE EXCEPCIÓN en los cuales el FTHVCPA CERO DOS 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°35
Período de Restitución	Se agrega el numeral del período de Restitución, que corresponde a los cuarenta y siete meses posteriores al Segundo Período de Excepción, siempre y cuando existan obligaciones hacia los Tenedores de Valores producto del	Romano I, numeral n°36

<sup>1</sup> Nota del 23 de marzo de 2020 de La Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA). <http://www.cepa.gob.sv/wp-content/uploads/2020/03/6e7bd208-7ce1-420c-9ecc-845581d801e6.jpeg>

<sup>2</sup> Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores celebrada el 01 de febrero de 2021.

	diferimiento de pago en el Primer Período de Excepción, en el cual el FTHVCPA CERO DOS pagará de manera mensual 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.	
<b>III. Constitución del Fondo de Titularización</b>		
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 FTHVCPA02	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	Ampliar el plazo de la emisión.	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 con conformidad con las modificaciones a realizar al contrato de cesión y establecer las nuevas condiciones sobre la utilización de los fondos de la Cuenta Restringida.	Numeral n°3.23
Caducidad del Plazo de la Emisión	Modificar el monto total de la cesión de conformidad con la modificación del Contrato de Cesión.	Numeral n°3.29

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

### Modificaciones al Contrato de Cesión

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

Modificaciones Contrato de Cesión		
Cesión sobre Flujos Financieros Futuros	Modificar el monto de la cesión total de manera congruente con los cambios propuestos a la estructura.	Romano II, Literal B, Numeral n° 1.
Caducidad	Modificar el monto de la cesión total de manera congruente con la nueva estructura de cesiones.	Apartado n°5

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

### Modificaciones al Contrato de Administración de Flujos Financieros Futuros

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

Modificaciones Contrato de Administración de Flujos Financieros Futuros		
Obligaciones de CEPA	Modificar el monto de la cesión total de manera congruente con la nueva estructura de cesiones.	Apartado B, Numeral n° 7.
Plazo	Modificación del monto de cesión total de manera congruente con la estructura de cesiones.	Apartado E.

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

### Características principales de FTHVCPA02

Detalle de la Emisión	
Monto de la emisión	Hasta US\$69,700,000
Plazo de la emisión	Hasta 195 meses
Tasa de Interés	La Tasa de Interés es fija a opción de la Titularizadora, lo que se determinó antes de la colocación de los Valores de Titularización
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual
Monto total emitido	US\$69,700,000
Saldo de la emisión a la fecha	US\$39,216,336.00

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

La forma del pago del capital de la emisión se estableció al momento de la colocación. Los intereses se pagan de forma mensual y consecutiva. Tanto capital como intereses son pagaderos a través del procedimiento establecido por CEDEVAL, S.A. DE C.V.

### Características de los Tramos

La emisión posee la colocación de US\$39.310 millones en el primer tramo, del cual se especifican los detalles a continuación:

Características de los Tramos emitidos						
Denominación del Tramo	Monto del Tramo	Plazo de la Emisión	Fecha de colocación	Fecha de caducidad.	Tasa de interés	Saldo de la emisión
Tramo 1	US\$ 39,310,000	195 meses	19/12/2017	20/12/2032	6.8%	39,216,336.00

Fuente: Bolsa de Valores de El Salvador / Elaboración: PCR

### Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros.

Mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión Irrevocable la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA) cede, a título oneroso a Hencorp Valores LTDA, como administradora del Fondo de Titularización - Hencorp Valores – Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma – FTHVCPA 02, todos los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros de ingresos mencionados anteriormente, a partir del día uno de cada mes, hasta completar el monto de cada una de las mensualidades cedidas.

### Descripción de los Flujos Futuros.

La cesión de los Flujos Futuros es en 180 pagos mensuales que dependen de la colocación en la primera oferta pública y de los tramos adicionales; hasta un máximo de US\$135, 629,000. Los flujos futuros cedidos de ingresos libres de impuestos estarán conformados por ingresos percibidos por: a) Ingresos por venta de bienes y servicios; b) Ingresos por actualizaciones y ajustes; c) Ingresos financieros y otros; y d) Cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos.

Los montos establecidos son cedidos libres de cualquier impuesto presente o que pueda existir en el futuro, correspondiendo a CEPA, el pago a la administración tributaria o a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general que causen la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso aplicasen.

Los flujos financieros futuros a ser recibidos por Hencorp Valores LTDA. Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 02, se utilizarán para abonar únicamente cuando esto haga falta a la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida, hasta acumular un saldo mínimo de fondos equivalentes a un monto mensual de cesión de flujos financieros futuros que servirán para el pago de capital, intereses, comisiones y emolumentos, el cual será inicialmente constituido por un monto seiscientos veinticinco mil dólares de los estados unidos de américa; obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; las comisiones a la Sociedad Titularizadora; el saldo de costos y gastos adeudados a terceros. Cualquier remanente que existiere después de cumplir con las obligaciones antes mencionadas se devolverá al Originador.

### Operatividad de la Estructura de Titularización

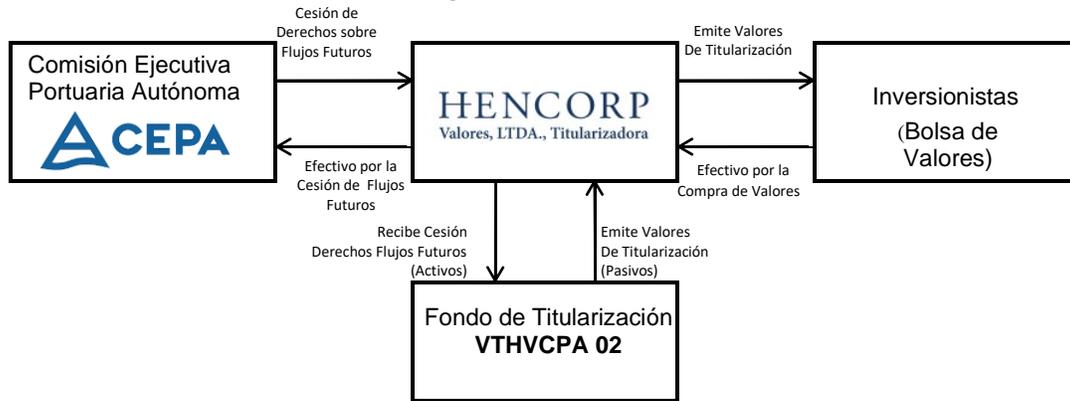
Se abrieron las siguientes cuentas a nombre del Fondo de Titularización:

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

Todo pago se 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 para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, denominada Cuenta Discrecional en el siguiente orden:

- (i) En caso sea necesario, se abonará la cantidad necesaria en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida.
- (ii) Cubrir las obligaciones a favor de los Tenedores de Valores.
- (iii) Cubrir las comisiones de la Sociedad Titularizadora.
- (iv) Cubrir los saldos de costos y gastos adeudados a terceros.
- (v) Cualquier remanente se devolverá mensualmente al Originador

## Diagrama de la Estructura



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

### Operación Mensual del Fondo

El Fondo Titularización recibe la porción de los ingresos operativos cedidos por CEPA, con los cuales paga la cuota correspondiente de capital e intereses a los inversionistas y paga a los proveedores, el remanente de efectivo se le devuelve al originador. El Fondo cuenta con el respaldo de los agentes colectores de los ingresos operativos que recibe CEPA.

### Destino de los fondos

Los fondos que CEPA recibe en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros serán invertidos en el mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios que requiere el Aeropuerto Internacional de El Salvador.

### Procedimiento en Caso de Mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda. Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión, habrá lugar a una situación de mora. Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

### Mecanismo de redención anticipada

Al cumplirse sesenta meses después de su colocación, los Valores de Titularización - Títulos de Deuda podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. La redención se efectuará al valor del principal a redimir, según aparezca anotado electrónicamente en los registros de CEDEVAL, S.A. de C.V. En caso de redención anticipada, el Fondo de Titularización por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia, a la Bolsa de Valores y a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. con quince días de anticipación. La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora.

### Caducidad del plazo de la emisión

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros, a ser otorgado por CEPA y la Titularizadora, la CEPA procederá a enterar a la Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad que se trate, hasta la suma de CIENTO CUARENTA Y SIETE MILLONES SETECIENTOS SEIS MIL OCHOCIENTOS DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establezcan en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores de Valores a efecto que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores de Titularización y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del Artículo sesenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de

Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente emisión. En este caso, la Titularizadora deberá proceder a enterar de inmediato, a los Tenedores de Valores de Titularización, la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por la CEPA, hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de Valores de manera inmediata a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

#### **Factores de riesgo asociados con el fondo de titularización**

- **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.
- **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.

#### **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.
- **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.

#### **Factores de riesgo asociados con la sociedad administradora de la emisión**

- **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.

## **Análisis de la Estructura**

Los factores cuantitativos y cualitativos de los derechos sobre los flujos futuros a titularizar, el nivel crediticio del Originador (CEPA), la estructura de titularización propuesta, el operador de las cuentas del Fondo de Titularización, el monto, el Tratamiento y Prevención de Desvío de Fondos; y finalmente los aspectos legales involucrados en toda la transacción hace que el fondo de titularización cuente con la cobertura necesaria para pagar a los inversionistas e incluso generar excedentes para la devolución al originador.

Al tratarse de una titularización de derechos sobre flujos futuros, cobra mayor importancia la capacidad de la entidad originadora (CEPA), de crear dichos flujos que respalden la Emisión. En efecto, si la entidad cesa la capacidad de generarlos (flujos futuros), los inversionistas sufrirán pérdidas si los mecanismos de seguridad no son suficientes para cubrir el posible déficit. Es esta posibilidad de deterioro en la generación de nuevos activos la que determina que, en una titularización de derechos sobre flujos futuros, la clasificación de riesgo de la transacción esté fuertemente ligada al desempeño de la entidad que origina los flujos.

## **Perfil de la Titularizadora**

### **Reseña**

El 17 de diciembre de 2007 fue publicada de la Ley de Titularización de Activos, aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. El 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp constituyó una Sociedad Titularizadora en El Salvador, la cual se denomina Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

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:

<b>Participantes Sociales</b>		<b>Consejo de Gerentes</b>	
<b>Participantes Sociales</b>	<b>Participantes Sociales</b>	<b>Cargo</b>	<b>Nombre</b>
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%	Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%	Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
<b>Total</b>	<b>100%</b>	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, S.A., 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, S.A., 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, S.A., es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía, en ese sentido, al cierre de 2020 la Titularizadora presentó un incremento interanual en 0.1 p. p. en su razón corriente, pasando de 3.2 veces a 3.3 veces, significando una mayor 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-19	dic-20
Razón Corriente	3.1	3.2	2.4	3.2	3.2	3.3

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

Por su parte, las utilidades netas reportadas a la fecha de análisis alcanzaron los US\$1,283 miles (diciembre 2019: US\$1,453 miles), mostrando una ligera variación del -11.69%. Esto influyó en una leve desmejora en los indicadores de rentabilidad. Ubicando al ROA en 32.9%, ligeramente inferior al 34.6% del período anterior. Asimismo, el ROE se ubicó en 47.2%, evidenciando una disminución del 3.4 p.p. respecto a 2019 (50.6%). No obstante, los indicadores siguen mostrando niveles sólidos de rentabilidad.

ROA Y ROE (%)						
Rentabilidad	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-19	dic-20
ROA	34.4%	34.6%	28.8%	34.6%	34.6%	32.9%
ROE	50.6%	49.9%	49.1%	50.6%	50.6%	47.2%

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.

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

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

por medio de un asocio público-privado (APP) iniciará un proyecto de ampliación de la terminal de carga del Aeropuerto Internacional.

### Gobierno corporativo del Originador

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

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

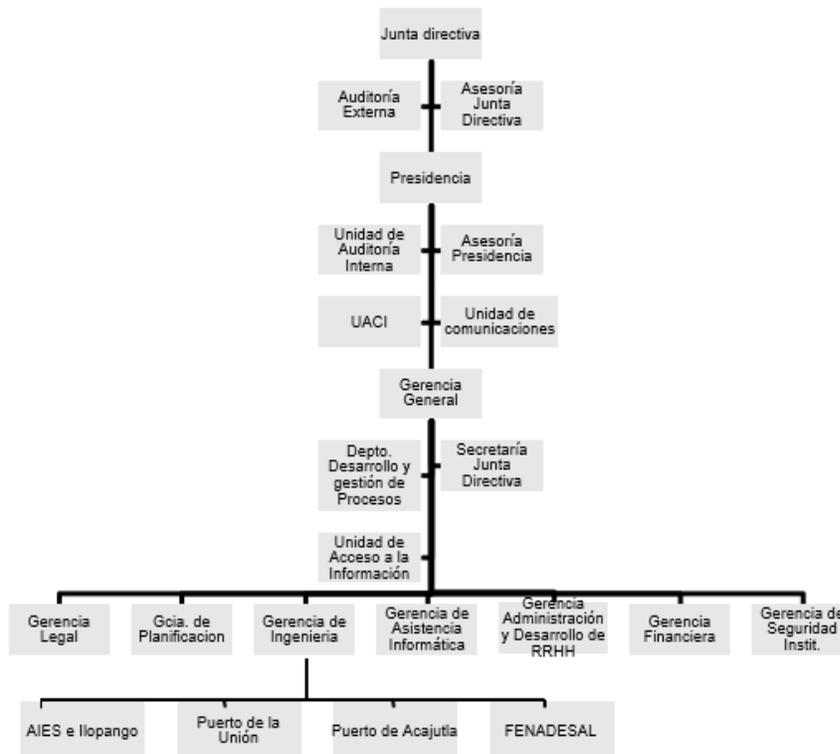
### Junta Directiva<sup>3</sup>

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
Pablo Alberto Soriano Cruz	Director Propietario
Álvaro Ernesto O'byrne Cevallos	Director Suplente
Marvin Alexis Quijada	Director Suplente
Roxana Patricia Ávila Grasso	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*

### Organigrama Administrativo CEPA



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

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

## Análisis Financiero

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

### Ingresos

Al 31 de diciembre de 2020, los ingresos de CEPA totalizaron US\$79.83 millones, mostrando una disminución interanual de -36.48% (-US\$45.86 millones), influenciado principalmente por la disminución de los ingresos operacionales por la venta de bienes y servicios en -37.80% (-US\$42.92 millones), producto del cierre del Aeropuerto Internacional de El Salvador y al bajo tráfico aéreo en los meses posteriores a la reapertura de la economía. Es importante mencionar que el 98.11% 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

Los ingresos provenientes del Aeropuerto Internacional de El Salvador totalizan US\$27.16 millones, mostrando una disminución interanual de -58.32% (-US\$38.00 millones) la cual está vinculada con los efectos económicos de la pandemia por COVID-19, principalmente por las restricciones de movilidad aplicadas en los diferentes países para contención de la pandemia y una consecuente baja demanda de desplazamiento aéreo. Lo anterior se ve reflejado en la disminución en los ingresos aeronáuticos, los cuales muestran una contracción interanual de -61.61% (-US\$20.52 millones) derivado de la reducción de los embarques y aterrizajes. De igual forma, los ingresos no aeronáuticos mostraron una reducción de -55.34% (US\$16.99 millones), los cuales se vieron influenciados por una disminución en arrendamientos de diferentes bienes diversos e inmuebles del aeropuerto, así como una reducción en los ingresos percibidos por almacenaje.



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

Al analizar los ingresos provenientes del Aeropuerto Internacional de El Salvador de manera mensual, se observa que derivado de las medidas aplicadas por el Gobierno para contener la pandemia, los ingresos de los meses entre marzo a septiembre muestran una disminución sustancial en comparación con el período pasado. Cabe destacar que los ingresos aeronáuticos mostraron una recuperación leve a partir del último trimestre del año 2020, período posterior a la reapertura del aeropuerto. De igual forma, los ingresos no aeronáuticos percibieron una baja durante el período de cierre, mostrando una leve recuperación en el último trimestre del año.

### EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES INGRESOS DEL AEROPUERTO INTERNACIONAL DE EL SALVADOR EN 2020

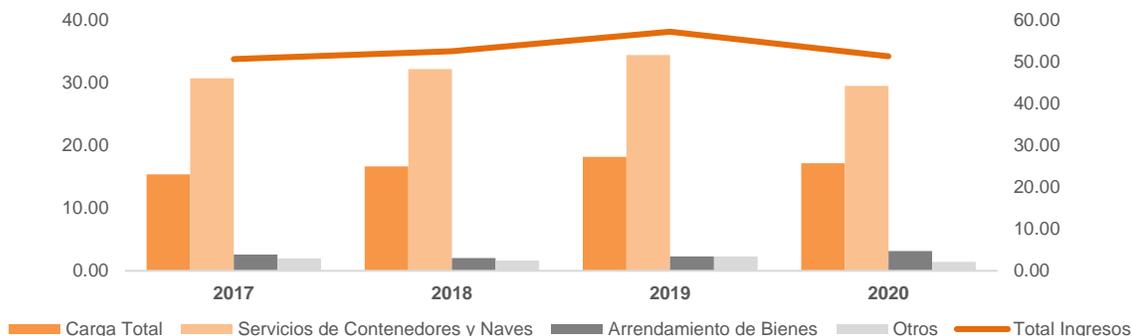
Componente	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	jul-20	ago-20	sep-20	oct-20	nov-20	dic-20
Ingresos aeronáuticos	3.20	2.41	1.93	0.29	0.26	0.34	0.27	0.27	0.30	0.84	1.06	1.62
Derechos de embarque	2.41	1.64	1.37	0.06	0.05	0.10	0.07	0.06	0.10	0.50	0.64	1.10
Aterrizajes	0.66	0.62	0.42	0.05	0.06	0.08	0.08	0.07	0.08	0.20	0.27	0.38
Estacionamientos	0.12	0.14	0.14	0.18	0.15	0.16	0.12	0.14	0.11	0.13	0.15	0.14
No aeronáuticos	2.56	2.29	1.88	0.30	0.13	0.35	0.75	0.74	0.86	0.83	1.49	1.51

*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

### Ingresos del Puerto de Acajutla

En cuanto a los ingresos del Puerto de Acajutla, estos totalizaron US\$51.16 millones, registrando un decrecimiento de US\$5.89 millones (-10.94%), influenciado por una reducción de los ingresos percibidos por los servicios de contenedores y naves en -14.35% (US\$4.92 millones), producto de la contracción derivada de las actividades económicas, tanto de importación como de exportación a consecuencia de la pandemia por COVID 19. Así mismo, se observa que los ingresos provenientes de la carga total<sup>4</sup> movilizada han disminuido en conjunto -5.51% (-US\$0.99 millones). En contraste, las transferencias entre dependencias han incrementado un 183.08% (US\$0.13 millones).

**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 mostraron una desaceleración durante los primeros meses de la pandemia; sin embargo, estos mostraron una expansión en sintonía con la recuperación gradual que ha experimentado el comercio exterior; sin embargo, estos cerraron con una variación promedio ponderada de -10.51% respecto a lo reportado en diciembre 2019. Por su parte, los ingresos por carga general mostraron comportamientos estacionales similares al período pasado; a pesar de la desaceleración del comercio exterior, esta dinámica está influenciada por el crecimiento de las exportaciones del sector azucarero, mostrando un crecimiento interanual de 1.08%. La menor afluencia de buques y naves ocasionó que el servicio de naves y contenedores se mantuviera en niveles más bajos.

**EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES INGRESOS PORTUARIOS DEL PUERTO DE ACAJUTLA EN 2020**

Componente	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	jul-20	ago-20	sep-20	oct-20	nov-20	dic-20
Carga General	0.64	0.62	0.38	0.25	0.69	0.22	0.36	0.11	0.49	0.28	0.84	0.72
Carga a Granel (sólida)	0.98	0.79	0.83	1.08	1.34	1.23	0.80	0.80	0.85	0.44	0.48	0.84
Carga a Granel (líquida)	0.24	0.08	0.12	0.14	0.05	0.01	0.09	0.08	0.10	0.06	0.03	0.06
Servicio a contenedores	2.11	2.07	1.84	1.81	1.40	1.49	2.07	1.74	2.08	1.90	1.83	2.03
Servicio a naves	0.63	0.61	0.64	0.63	0.54	0.54	0.64	0.40	0.58	0.58	0.62	0.64

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

### Costos y gastos

Respecto a los costos y gastos de gestión, estos totalizaron US\$95.68 millones, disminuyendo en -9.75% (-US\$ 10.33 millones) en comparación a diciembre 2019. La disminución de los gastos fue presionada por la reducción en los gastos de bienes de consumo y servicios en -24.58% (-US\$5.03 millones), así como los gastos financieros los cuales reportaron una contracción de 38.80% (-US\$4.46 millones). Se observa además un descenso en los gastos por transferencias otorgadas de -33.63% (-US\$2.28 millones). Por su parte, la institución reportó un aumento en sus costos de venta y cargos calculados en 13.97% (US\$2.63 millones), producto de un incremento en la depreciación registrada al período de análisis.

El resultado neto del ejercicio al cierre de 2020 totalizó en -US\$15.84 millones, mostrando una disminución sustancial respecto a diciembre 2019 (US\$9.19 millones). Por su parte el EBITDA a diciembre 2020 se ubicó en US\$ 13.07 millones, reflejando una importante disminución de -74.07% (-US\$37.33 millones), lo cual fue consecuencia directa de la caída en los ingresos por bienes y servicios.

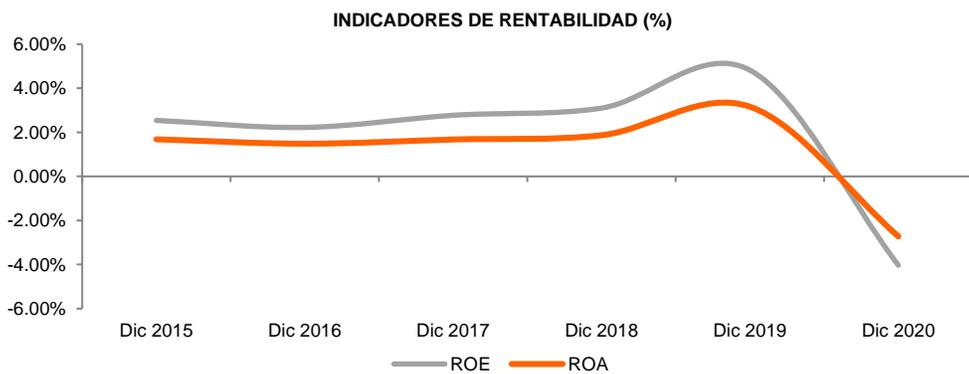
<sup>4</sup> Carga total = carga general + carga a granel sólida + carga a granel líquida

**MARGEN DE UTILIDAD (US\$ MILLONES; %)**

Componentes	Dic-2015	Dic-2016	Dic-2017	Dic-2018	Dic-2019	Dic-2020
Utilidad neta	3.83	2.06	3.28	4.61	9.19	(15.84)
EBITDA	34.36	35.27	38.66	43.45	50.40	13.07
Margen de Utilidad Neta	9.3%	6.8%	9.1%	10.6%	15.7%	-19.85%
Margen de EBITDA	36.4%	31.1%	36.2%	37.4%	40.1%	16.37%

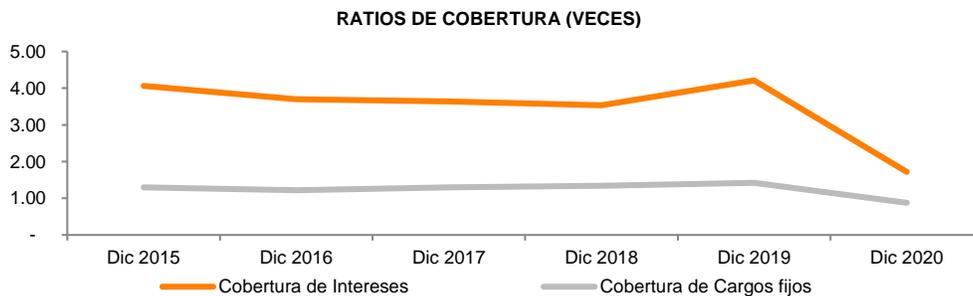
*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

Las medidas tomadas por el gobierno para combatir la crisis sanitaria por COVID-19 tuvieron una incidencia negativa en los ingresos obtenidos a diciembre de 2020 producto del cierre de operaciones, aunado a la poca demanda de desplazamiento aéreo. El resultado obtenido al período de análisis reflejó un impacto negativo en los indicadores de rentabilidad, los cuales mostraron una reducción significativa, obteniendo un retorno sobre activos (ROA) de -2.72%, inferior al 3.16% de diciembre 2019; de igual manera, el retorno sobre patrimonio (ROE) obtenido fue de -4.03%, siendo menor al 4.82% del mismo período en 2019.



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

A la fecha de análisis, CEPA muestra un ratio de cobertura de intereses (EBITDA/ gasto financiero) equivalente a 1.72 veces, el cual se ubica por debajo de lo reportado en el período pasado (4.21 veces). Así mismo, se observa que el ratio de cobertura de gastos fijos muestra una relación de 0.88 veces, (diciembre 2019;1.42 veces).



*Fuente: CEPA / Elaboración: PCR*

**Análisis del Balance General**

Al 31 de diciembre de 2020, los activos de la institución totalizaron US\$582.09 millones, reflejando una disminución de -6.49% (-US\$40.42 millones) en comparación al mismo período de 2019. Los fondos disponibles muestran un decrecimiento interanual de -26.09% (-US\$12.77 millones). Así mismo se observa una contracción importante en las inversiones financieras en -60.52% (US\$10.46 millones), principalmente derivado de la disminución total de las inversiones temporales. La disminución de ambas cuentas obedece a la menor recaudación de ingresos aeroportuarios. Por su parte, las inversiones en bienes de uso muestran una reducción de -2.62% (US\$12.61 millones); si bien es cierto hubo un leve incremento registrado en bienes inmuebles y maquinaria, equipo y mobiliario, la disminución es influida por un incremento en la depreciación acumulada en 8.33%.

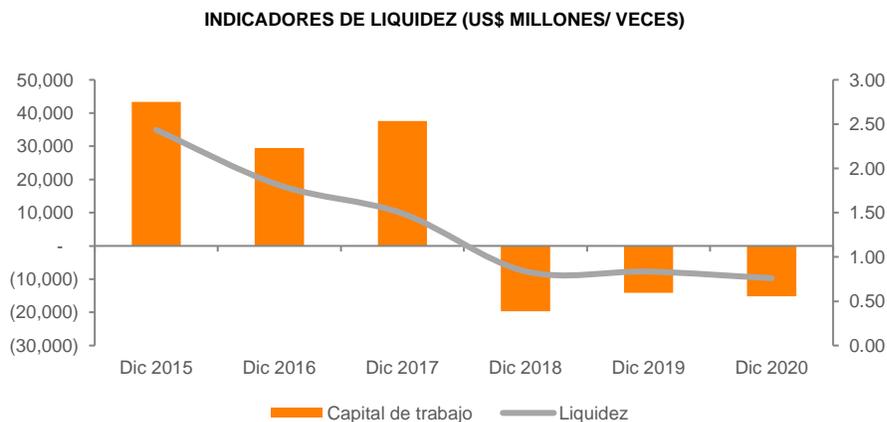
A la fecha de análisis los pasivos totalizaron US\$188.89 millones, reflejando una disminución de -11.84% (-US\$25.37 millones) respecto al año anterior, causado principalmente por la reducción en el financiamiento de terceros en -13.64% (-US\$25.40 millones), producto de la disminución en el saldo de la cuenta acreedores financieros en -38.99% (-22.88 millones) y en menor medida por la reducción en el endeudamiento externo en -7.66% (-US\$3.18 millones). Por su parte, el endeudamiento interno tuvo una modesta variación de 0.20% (US\$0.18 millones). A la fecha de análisis, el endeudamiento global muestra una participación respecto del total de pasivos de 66.58%, el cual es mayor a la participación registrada en diciembre 2019 (60.09%). 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\$15.04 millones) como consecuencia de la reducción en el resultado del ejercicio (-US\$25.03 millones), producto de la reducción en mayor proporción de los ingresos totales en relación con los gastos.

### **Análisis del Riesgo de Liquidez**

Debido a que la principal fuente de ingresos de CEPA proviene de la venta de bienes y servicios, estos sufrieron una reducción sustancial (-37.80%), principalmente por la caída de los ingresos provenientes de los aeropuertos. En consecuencia, los indicadores de liquidez reflejaron una menor posición respecto al período anterior, ubicando la liquidez general en 0.76 a diciembre 2020, (diciembre 2019; 0.84). Al aplicar la prueba ácida, este indicador disminuye a 0.68, (diciembre 2019; 0.77)

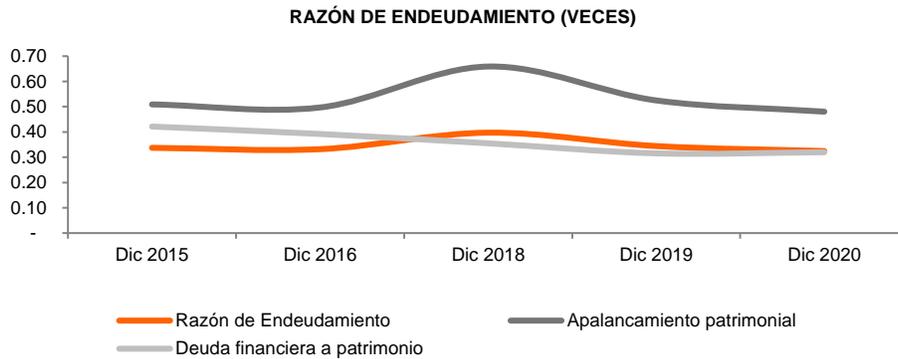
Por su parte, el capital de trabajo se ha visto afectado por la mayor reducción en los fondos e inversiones financieras, por lo que a diciembre 2020 muestra un déficit en -US\$15.15 millones. Considerando los efectos de la pandemia por COVID-19 respecto al tráfico aéreo, se observa una tendencia a la baja en los indicadores de liquidez, en opinión de PCR esta tendencia podría mantenerse considerando que el sector aeronáutico mantiene una lenta recuperación.



**Fuente: CEPA / Elaboración: PCR**

### **Análisis del Riesgo de Solvencia**

Los indicadores de solvencia de CEPA históricamente se muestran por debajo de uno. El apalancamiento patrimonial se ubicó en diciembre 2020 en 0.48 veces, mostrando una posición favorable respecto al período pasado (0.52 veces), causado principalmente por la disminución de los pasivos en -11.84%, en mayor proporción de la reducción del patrimonio total (-3.68%). Así mismo, los pasivos representan el 32.45% respecto al total de activos. Por su parte la deuda financiera respecto al patrimonio presenta una reducción de 0.02 p.p, debido a la disminución del endeudamiento total que posee la institución. Se observa que CEPA mantiene un nivel de endeudamiento bajo, puesto que los activos se encuentran mayormente respaldados por capital propio.



### **Análisis del Riesgo Operativo**

A la fecha de análisis, los costos de venta y cargos calculados registraron un incremento en 13.97% (US\$2.63 millones) al compararse con diciembre 2019, siendo el más representativo la depreciación de bienes de uso, con énfasis en edificios y maquinaria. La estructura operativa se vio afectada producto de las medidas aprobadas para el combate del COVID-19, principalmente las que limitaron la capacidad instalada de CEPA. Esto trajo consigo el aumento de costos de operación que incluyeron 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 se vieron paralizados.

### **Resguardos financieros**

Como se establece en el Decreto Legislativo que autoriza la titularización, CEPA no puede ceder más del 20% de sus ingresos. Adicional a esto, CEPA se encuentra sujeta a que el monto anual no supere el 97.5% de dicho límite establecido por ley. Al cierre del año 2020, considerando la reestructura del fondo, el monto de cesión de FTHVCPA02 corresponde a un 2.89% de sus ingresos totales, equivalente a US\$2.31 millones. Tomando en cuenta la cesión que debe realizarse por el pago de ambas titularizaciones, al cierre de 2020 el nivel de cesión fue de US\$6.45 millones del total de los ingresos siendo equivalente a 8.08%, cumpliendo con el máximo legal.

Así mismo, CEPA debe mantener una relación de la deuda neta dividida entre el EBITDA de los últimos doce meses. Este ratio no podrá ser mayor a 9.0 veces. Este ratio a diciembre 2020 mantiene un valor de 8.50 a diciembre 2020

### **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**

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 mayor cobertura. Sin embargo, a partir de 2022 donde finaliza el Período de excepción 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. 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.

**PROYECCIÓN DE INGRESOS Y CESIÓN (US\$ MILLONES)**

Componente	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
<b>Ingresos totales</b>	<b>104.04</b>	<b>110.70</b>	<b>113.99</b>	<b>117.37</b>	<b>120.87</b>	<b>124.46</b>	<b>128.17</b>	<b>131.99</b>	<b>135.94</b>	<b>140.00</b>	<b>144.19</b>	<b>148.50</b>	<b>152.96</b>	<b>157.54</b>
Ingresos aeroportuarios	44.77	49.59	50.98	52.41	53.89	55.41	56.97	58.58	60.24	61.96	63.72	65.53	67.40	69.33
Ingresos por servicios portuarios	52.70	54.28	55.90	57.58	59.31	61.09	62.92	64.81	66.75	68.75	70.82	72.94	75.13	77.38
Otros ingresos	6.58	6.84	7.10	7.38	7.67	7.97	8.28	8.60	8.94	9.29	9.65	10.03	10.42	10.83
<b>Cesión Anual CEPA01</b>	<b>1.35</b>	<b>8.71</b>	<b>11.3</b>	<b>10.68</b>	<b>7.88</b>	<b>7.32</b>	<b>7.32</b>	<b>7.32</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>Cesión Anual CEPA02</b>	<b>0.49</b>	<b>5.34</b>	<b>5.95</b>	<b>6.60</b>	<b>7.50</b>	<b>7.50</b>	<b>7.50</b>	<b>7.50</b>	<b>15.48</b>	<b>15.48</b>	<b>15.48</b>	<b>17.16</b>	<b>18.00</b>	<b>4.50</b>
<b>Cobertura de cesión</b>	<b>56.56</b>	<b>7.88</b>	<b>6.61</b>	<b>6.79</b>	<b>7.86</b>	<b>8.40</b>	<b>8.65</b>	<b>8.91</b>	<b>8.78</b>	<b>9.04</b>	<b>9.31</b>	<b>8.65</b>	<b>8.50</b>	<b>35.01</b>
<b>Cesión/Ingresos totales</b>	<b>1.77%</b>	<b>12.6%</b>	<b>15.1%</b>	<b>14.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.1%</b>	<b>10.7%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.8%</b>	<b>2.86%</b>

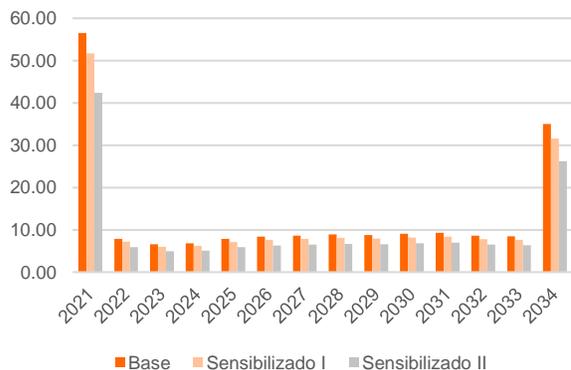
Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

**Análisis de sensibilidad de las coberturas de cesión de CEPA**

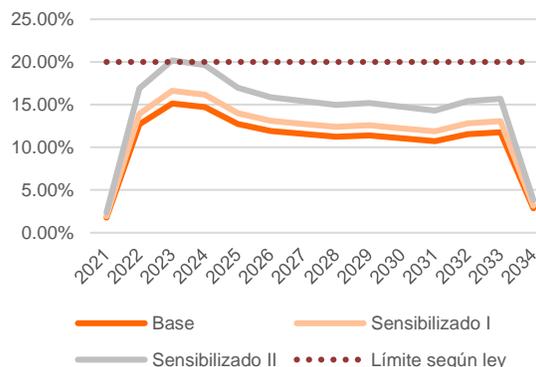
Con el objetivo de analizar cómo se desenvolvería la emisión ante eventos negativos o ciertas variaciones de los principales indicadores, PCR realizó un análisis de sensibilidad ajustando las variables de ingresos en dos escenarios:

- Para realizar el primer análisis de sensibilidad se ha considerado una reducción del 80% sobre los ingresos aeroportuarios proyectados del período 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.

**COBERTURAS PROYECTADAS (US\$ MILLONES)**



**CESIÓN/INGRESOS (%)**



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

Dado que en el 2021 ambos fondos continuarían en el Período de Excepción, estos mostrarían una holgada cobertura en los tres escenarios. Por tanto, al analizar la cobertura promedio anual del primer escenario sensibilizado mostraría un promedio de 9.36 veces y el segundo escenario sensibilizado mostraría 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 no Auditados CEPA

### BALANCE GENERAL (US\$ MILLONES)

Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020
<b>Activos</b>						
Fondos	28.45	22.80	44.86	64.62	48.95	36.18
Inversiones financieras	39.89	37.75	63.99	31.51	17.25	6.79
Inversiones en existencias	5.31	5.39	5.28	5.51	5.33	5.09
Inversiones en bienes de uso	429.28	426.24	430.38	466.73	481.93	469.32
Inversiones en proy. y prog.	17.26	26.83	37.28	93.66	69.03	64.69
<b>Total</b>	<b>520.19</b>	<b>519.01</b>	<b>581.78</b>	<b>662.04</b>	<b>622.50</b>	<b>582.08</b>
<b>Pasivos</b>						
Depósitos de terceros	3.00	3.21	29.21	27.22	28.04	28.07
Acreedores monetarios				-	-	-
Endeudamiento interno	88.19	81.97	103.39	95.59	87.30	87.48
Endeudamiento externo	57.06	53.95	50.57	46.13	41.46	38.28
Acreedores	27.22	33.17	47.23	94.04	57.46	35.06
<b>Total</b>	<b>175.48</b>	<b>172.30</b>	<b>230.40</b>	<b>262.98</b>	<b>214.26</b>	<b>188.89</b>
<b>Patrimonio</b>						
Patrimonio	340.87	344.66	348.10	394.45	399.06	409.05
Detrimento patrimonial	(0.00)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
Resultado a la fecha	3.83	2.06	3.28	4.61	9.19	(15.84)
<b>Patrimonio Total</b>	<b>344.70</b>	<b>346.71</b>	<b>351.38</b>	<b>399.05</b>	<b>408.24</b>	<b>393.20</b>
<b>Total pasivo + Patrimonio</b>	<b>520.19</b>	<b>519.01</b>	<b>581.78</b>	<b>662.04</b>	<b>622.50</b>	<b>582.08</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

### ESTADO DE RESULTADOS (US\$ MILLONES)

Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020
Financieros y otros	6.27	7.50	8.55	7.22	7.27	6.33
Por transferencias corrientes recibidas	0.11	0.47	0.08	0.11	0.09	0.27
Venta de bienes y servicios	80.44	92.89	94.77	103.91	113.53	70.61
Por actualizaciones y ajustes	7.50	12.70	3.43	5.00	4.79	2.62
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>94.32</b>	<b>113.57</b>	<b>106.83</b>	<b>116.23</b>	<b>125.69</b>	<b>79.83</b>
Personal	18.53	20.26	23.13	37.30	44.18	43.17
Bienes de consumo y servicios	29.16	37.76	31.86	24.29	20.45	15.42
Bienes capitalizables	0.31	0.28	0.33	0.27	0.47	0.57
Financieros y otros	8.15	9.25	10.29	12.03	11.50	7.04
Por transferencias otorgadas	4.88	6.10	8.63	6.28	6.77	4.49
Costos de ventas y cargos calculados	19.02	18.05	18.36	18.80	18.82	21.45
Por actualizaciones y ajustes	5.51	14.16	4.49	4.89	3.82	3.54
<b>GASTOS TOTALES</b>	<b>85.56</b>	<b>105.86</b>	<b>97.09</b>	<b>103.86</b>	<b>106.01</b>	<b>95.68</b>
<b>SUPERAVIT (DEFICIT)</b>	<b>8.75</b>	<b>7.70</b>	<b>9.74</b>	<b>12.37</b>	<b>19.68</b>	<b>(15.84)</b>
Impuesto sobre la renta	3.14	3.66	6.46	4.91	6.64	-
Retribución fiscal	1.79	1.98	-	2.84	3.85	-
<b>Utilidad Neta</b>	<b>3.83</b>	<b>2.06</b>	<b>3.28</b>	<b>4.61</b>	<b>9.19</b>	<b>(15.84)</b>

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

### INDICADORES FINANCIEROS

Componentes	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020
<b>Rentabilidad</b>						
ROE	2.54%	2.22%	2.77%	3.10%	4.82%	-4.03%
ROA	1.68%	1.48%	1.67%	1.87%	3.16%	-2.72%
EBITDA	34	35	39	43	50	13
Margen de Utilidad Neta	9.28%	6.78%	9.12%	10.64%	15.66%	-19.85%
<b>Liquidez</b>						
Liquidez general	2.43	1.81	1.49	0.84	0.84	0.76
Capital de trabajo	43,337	29,468	37,593	-19,660	-14,079	-15,146
<b>Solvencia</b>						
Apalancamiento patrimonial	0.51	0.50	0.66	0.66	0.66	0.52
Activo / Pasivo	0.34	0.33	0.40	0.40	0.40	0.34
<b>Cobertura</b>						
Cobertura EBITDA de Intereses	4.06	3.70	3.64	3.64	3.53	4.21

Fuente: CEPA / Elaboración: PCR

**FLUJOS POR CEDER REESTRUCTURADOS POR CEPA AL FTHVCPA02**

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

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-19	dic-20
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y sus equivalentes						
Bancos e intermediarios financieros no bancarios	354	143	1,430	666	666	2,543
Inversiones financieras	2,855	2,987	2,395	2,493	2,493	143
Cuentas y documentos por cobrar	766	726	760	879	879	1,045
Cuentas y documentos por cobrar relacionadas.	103	108	91	90	90	92
Rendimientos por cobrar	6	2	3	2	2	19
Impuestos	67	57	60	62	62	54
<b>Activo corriente</b>	<b>4,151</b>	<b>4,023</b>	<b>4,740</b>	<b>4,192</b>	<b>4,192</b>	<b>3,897</b>
Muebles	45	22	9	8	8	10
<b>Activo no corriente</b>	<b>45</b>	<b>22</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>10</b>
<b>Total activo</b>	<b>4,196</b>	<b>4,045</b>	<b>4,750</b>	<b>4,199</b>	<b>4,199</b>	<b>3,907</b>
<b>PASIVO</b>						
Cuentas por pagar	721	486	486	568	568	497
Cuentas por pagar relacionadas	-	-	150	130	130	147
Impuestos por pagar	620	603	590	631	631	544
Dividendos por pagar	-	150	741	-	-	-
<b>Pasivo corriente</b>	<b>1,341</b>	<b>1,239</b>	<b>1,967</b>	<b>1,329</b>	<b>1,329</b>	<b>1,188</b>
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>1,341</b>	<b>1,239</b>	<b>1,967</b>	<b>1,329</b>	<b>1,329</b>	<b>1,188</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital	1,165	1,165	1,177	1,177	1,177	1,200
Reservas de capital	233	233	233	235	235	235
<b>Resultados</b>	<b>1,457</b>	<b>1,408</b>	<b>1,372</b>	<b>1,458</b>	<b>1,458</b>	<b>1,284</b>
Resultados acumulados de ejercicios anteriores	13	7	5	5	5	0
Resultados del presente período	1,444	1,401	1,367	1,453	1,453	1,283
<b>Total patrimonio</b>	<b>2,855</b>	<b>2,806</b>	<b>2,782</b>	<b>2,871</b>	<b>2,871</b>	<b>2,719</b>
<b>Total pasivo más patrimonio</b>	<b>4,196</b>	<b>4,045</b>	<b>4,750</b>	<b>4,199</b>	<b>4,199</b>	<b>3,907</b>
<b>Cuentas contingentes de compromiso y control propias</b>						
<b>Cuentas contingentes de compromiso deudoras</b>	<b>518,884</b>	<b>633,428</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>
Otras contingencias y compromisos	518,884	633,428	607,068	628,854	628,854	654,915
<b>Total</b>	<b>518,884</b>	<b>633,428</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>
<b>Contingentes de compromiso y control acreedoras</b>						
<b>Cuentas contingentes y de compromisos</b>	<b>518,884</b>	<b>633,428</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>
Responsabilidad por otras contingencias y compromisos	518,884	633,428	607,068	628,854	628,854	654,915
<b>Total</b>	<b>518,884</b>	<b>633,428</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>

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

**Estados Financieros Auditados de VTHVCPA02**

**BALANCE GENERAL**  
**FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CEP A 02**  
**(US\$ MILES)**

Componentes	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Bancos	1,295.00	907.07	887.11	641.29
Cuentas y documentos por cobrar	-	-	-	-
Impuestos	-	-	-	-
Activos en Titularización	5,005.00	5,203.05	5,716.24	5,337.80
<b>Activo corriente</b>	<b>6,300.25</b>	<b>6,110.12</b>	<b>6,603.35</b>	<b>5,979.09</b>
Activos en titularización largo plazo	130,169.00	124,709.00	118,757.00	116,025.00
Gastos de colocación	-	-	-	-
Otros activos no corrientes	-	-	-	-
<b>Activo no corriente</b>	<b>130,169.00</b>	<b>124,709.00</b>	<b>118,757.00</b>	<b>116,025.00</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>136,469.25</b>	<b>130,819.12</b>	<b>125,360.35</b>	<b>122,004.09</b>
Documentos por pagar	30,196.74	29,999.19	29,999.19	29,997.22
Comisiones por pagar	1.49	1.15	1.52	1.72
Honorarios profesionales por pagar	11.00	10.00	10.00	11.00
Otras cuentas por pagar	209.59	13.91	14.77	3,552.48
Obligaciones por titularización de activos	154.25	88.14	376.53	1,783.04
<b>Pasivo corriente</b>	<b>30,573.07</b>	<b>30,112.39</b>	<b>30,402.01</b>	<b>31,796.53</b>
Obligaciones por titularización de activos	39,310.00	39,310.00	39,021.61	39,216.34
Ingresos diferidos	67,285.99	60,531.20	53,753.03	47,605.13
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>106,595.99</b>	<b>99,841.20</b>	<b>92,774.64</b>	<b>86,821.46</b>
Excedente acumulado del fondo de titularización	699.81	865.53	2,183.69	3,386.10
Reservas de excedentes anteriores	-	699.81	865.53	2,183.69
Excedentes del ejercicio	699.81	1,565.34	1,318.17	1,202.40
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>136,469.25</b>	<b>130,819.12</b>	<b>125,360.35</b>	<b>122,004.09</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>136,469.25</b>	<b>130,819.12</b>	<b>125,360.35</b>	<b>122,004.09</b>

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

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

<b>Componentes</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>
Ingresos de operaciones y administración	145.01	4,430.67	4,248.71	4,039.52
Ingresos por inversiones	-	-	-	-
Otros ingresos	-	-	-	0.00
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>145.01</b>	<b>4,430.67</b>	<b>4,248.71</b>	<b>4,039.52</b>
Por administración y custodia	57.13	11.55	12.05	208.12
Por clasificación de riesgo	30.00	25.00	25.00	25.00
Por auditoría externa y fiscal	1.00	1.00	1.00	1.00
Por pago de servicio de la deuda	-	-	-	-
Por servicio de valuación	208.55	-	-	-
Por seguros	-	-	-	-
Por Honorarios Profesionales	125.00	-	-	12.00
Gastos por activos inmuebles titularizados	-	-	-	-
<b>GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN</b>	<b>421.68</b>	<b>37.55</b>	<b>38.05</b>	<b>246.12</b>
Intereses valores titularización	154.25	2,827.79	2,892.49	2,587.99
Gastos por obligaciones con instituciones bancarias	-	-	-	-
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>154.25</b>	<b>2,614.84</b>	<b>2,680.94</b>	<b>2,587.99</b>
Otros gastos	268.90	212.95	211.55	3.00
<b>TOTAL GASTO</b>	<b>844.82</b>	<b>2,865.33</b>	<b>2,930.55</b>	<b>2,837.11</b>
<b>EXCEDENTE DEL EJERCICIO</b>	<b>699.81</b>	<b>1,565.34</b>	<b>1,318.17</b>	<b>1,202.40</b>

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 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.