



EL SALVADOR  
AN AFFILIATE OF  
MOODY'S LOCAL

El Salvador

## INFORME DE CLASIFICACIÓN

Sesión Extraordinaria: n.º 6232024

Fecha: 29 de octubre de 2024

### CLASIFICACIÓN PÚBLICA

#### Informe inicial completo

#### CALIFICACIONES ACTUALES (\*)

	Clasificación	Perspectiva
VTHVCPA02	AA-.sv	Estable

(\*) La nomenclatura 'sv' refleja riesgos solo comparables en El Salvador.

Para mayor detalle sobre las clasificaciones asignadas ver la sección de información complementaria, al final de este reporte.

#### CONTACTOS

Fátima Flores +503.2243.7419  
Associate Credit Analyst  
[fflores@scriesgo.com](mailto:fflores@scriesgo.com)

Marco Orantes +503.2243.7419  
Associate Director Credit Analyst  
[morantes@scriesgo.com](mailto:morantes@scriesgo.com)

Jaime Tarazona +506.2552.5936  
Ratings Manager  
[Jaime.tarazona@moodys.com](mailto:Jaime.tarazona@moodys.com)

#### SERVICIO AL CLIENTE

El Salvador  
+503.2243.7419

# Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Dos-FTHVCPA02

## RESUMEN

SCRiesgo S.A Clasificadora (en adelante SCRiesgo El Salvador) asigna la categoría AA-.sv a la emisión con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores CEPA cero dos- (en adelante FTHVCPA02 o el Fondo). La perspectiva es Estable.

SCR El Salvador realizó la presente evaluación siguiendo la nueva Metodología de Clasificación de financiamiento estructurado, publicada en octubre de 2024.

La clasificación se fundamenta en los derechos del Fondo sobre una porción de los flujos financieros futuros de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA), que también podrá identificarse como el Originador.

Los ingresos a percibir provienen de la venta de servicios aeroportuarios, portuarios o ferroviarios, incluyendo derechos de embarque, uso de instalaciones por líneas aéreas para pasajeros y carga (pistas, espacios comerciales, terminales y áreas de mantenimiento), y cualquier otro ingreso que CEPA esté legal o contractualmente facultada a recibir.

Como garantía operativa de la emisión, CEPA se ha comprometido mediante un contrato de cesión de flujos futuros a realizar las transferencias de los pagos utilizando Órdenes Irrevocables de Pago (OIP). Inicialmente, el recaudo provendrá los derechos de embarque y pagos por uso y ocupación de servicios de las aerolíneas que operan en el Aeropuerto Internacional El Salvador (AIES).

La clasificación se favorece por la posición monopolística de CEPA como único operador de aeropuertos y puertos en El Salvador. El riesgo de negocios es bajo debido a su esquema comercial que incorpora altas barreras de entrada.

CEPA es una unidad institucional clave para el Gobierno central, creada por mandato de Ley, para la gestión eficaz de activos estratégicos de gran importancia para el desarrollo del país, y complementar los planes de crecimiento económico.

La robusta fortaleza patrimonial favorece la calidad de los indicadores de apalancamiento. Además, de poseer adecuados niveles de endeudamiento y una controlada volatilidad en la generación de flujo operativo. El Originador registra exceso de flujos operativos generados por las actividades aeroportuarias y portuarias.

Cabe señalar, que CEPA tiene flexibilidad para modificar tarifas en caso este lo necesite, y no puede comprometer más del 20.0% de sus ingresos con deuda financiera. La estabilidad del flujo operativo de CEPA permite cubrir sus fuertes

inversiones en CAPEX y compromisos financieros. El EBITDA cubre a los gastos financieros en 9.1x, mientras que el FCO a intereses fue del 2.9x (junio 2023: 2.7x).

Se señala como factor de riesgo, la sensibilidad del Originador a las fases bajas del ciclo económico, una desaceleración económica global y en la economía doméstica podría generar riesgos en el entorno operativo de CEPA.

Asimismo, existe un riesgo estratégico y político derivado de eventuales cambios en las autoridades gubernamentales. Lo cual, generaría incertidumbre en la continuidad de los planes estratégicos del Originador.

### Fortalezas crediticias

- Robusta estructura legal del Fondo, favorecida por el contrato de cesión y Ordenes Irrevocables de Pago (OIP).
- Cuenta restringida que cubre el próximo pago mensual de capital e intereses de los valores emitidos.
- El exceso de flujo operativo del Cedente, favorece la cobertura del servicio de la deuda con el Fondo, incluso después de cubiertos los compromisos con el FTHVCPA01<sup>1</sup>.
- Dominio monopolístico del Originador en la gestión de aeropuertos y puertos en El Salvador.
- Alto perfil crediticio del Originador.
- Sólida posición patrimonial.
- Entidad estratégica para el Gobierno central.

### Debilidades crediticias

- La liquidez del fondo dependen estrictamente del Originador.
- Originador es sensible a las fases bajas del ciclo económico
- Los ingresos del Fondo están subordinados al pago de los compromisos con el FTHVCPA01.
- Riesgo estratégico por ajustes regulatorios y cambio índole política.

### Factores que pueden generar una mejora de la clasificación

- Mejora del perfil crediticio del Originador.
- Incremento sostenido de los flujos operativos.

### Factores que pueden generar un deterioro de la clasificación

- Una baja del nivel de coberturas de cesión.
- Cambios en las condiciones de los flujos proyectados.
- Incumplimientos en las obligaciones por insuficiencia de flujos.
- Debilitamiento en el perfil crediticio del Originador.
- Modificaciones en la regulación entorno a las Titularizaciones.

### Principales aspectos crediticios del Originador

**Estructura del balance estable, concentrada en su infraestructura clave y un patrimonio robusto.**

Favorecidos por una estable base de activos estratégicos, CEPA acumuló activos totales por USD689.4 millones, mostrando una expansión interanual de 12.4% respecto a junio de 2023. El crecimiento estuvo determinado por el

<sup>1</sup> Fondo de Titularización Hencorp Valores Cepa01

aumento de las disponibilidades (+USD67.9 millones) principalmente en bancos comerciales. Asimismo, las inversiones en proyectos y programas registraron un crecimiento significativo del 32.8% explicado por las ampliaciones del Puerto de Acajutla y el Aeropuerto Internacional de El Salvador. En línea con su naturaleza estatal, CEPA concentra en la cuenta inversiones en bienes de uso, los inmuebles que administra (aeropuertos y puertos), por consiguiente, ejercen un dominio dentro de la estructura de balance, al representar el 62.6% de los activos totales. En menor medida, la partida de fondos disponibles (20.6%) e inversiones en proyectos y programas (14.1%).

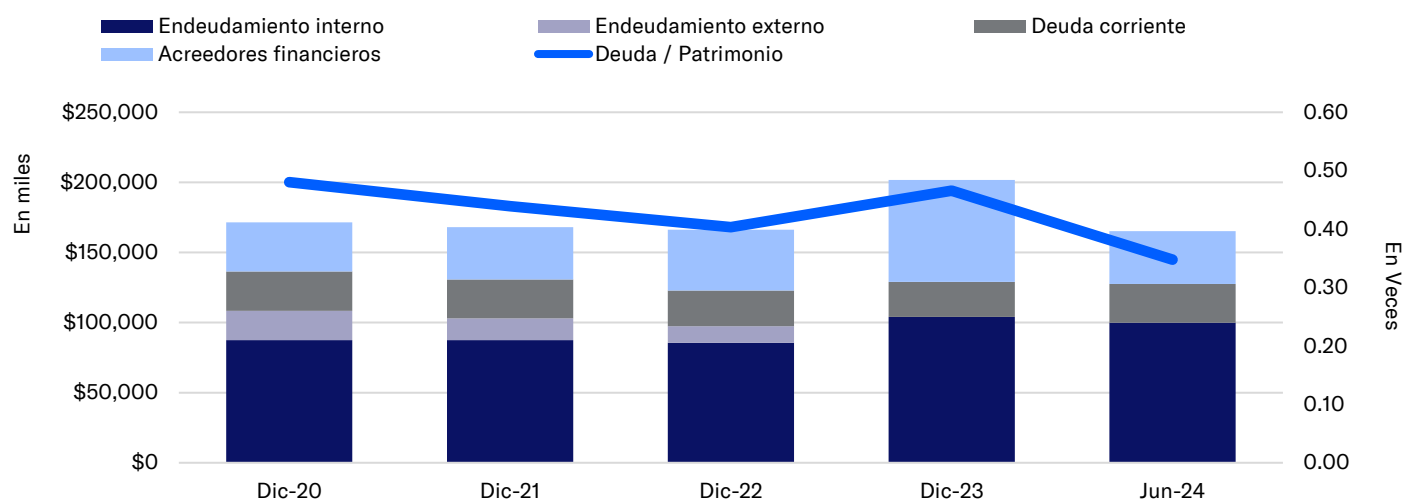
Con una expansión interanual de 12.7%, y una participación del 74.2% del activo total, CEPA mantiene un patrimonio robusto (junio 2024: USD509.3 millones); lo cual le permite solidez; debido a la capacidad de sus activos para generar ingresos. Los recursos propios se han favorecido del aumento significativo de los resultados del ejercicio (+USD25.2 millones); derivado del incremento de los ingresos, principalmente los aeroportuarios.

### Deuda financiera concentrada en titularizaciones y con baja participación en la relación al patrimonio, lo cual es una fortaleza relevante para la calificación

A junio de 2024, la deuda total acumuló USD177.1 millones, 11.8% más que lo registrado un año atrás, derivado del crecimiento del financiamiento interno (24.0%) explicado por la colocación de nuevos tramos del FTHVCPA02. El requerimiento de financiamiento ha estado en función de la realización de proyectos estratégicos de inversión, adquisición de activos inmobiliarios, construcción, ampliación y mantenimiento de infraestructura de las instituciones en administración de la Comisión.

Históricamente, CEPA ha mantenido niveles de endeudamiento bajos en relación con su balance, reflejo del modelo de negocios que le permite generar ingresos suficientes para desarrollar con recursos propio la mayoría de proyectos. A junio de 2024, la relación deuda/patrimonio se ubicó en 0.3x (junio 2023: 0.4x). El financiamiento está concentrado en deuda interna de largo plazo, principalmente por dos fondos de titularización activos de flujos futuros (FTHVCPA01 y FTHVCPA02) y en menor medida con financiamiento externo obtenido con Japan Bank International. En 2023, la Superintendencia autorizó el FTHVCPA03, el cual estará destinado para la inversión inicial del proyecto del Aeropuerto Internacional del Pacífico. A la fecha de análisis, dicho Fondo aún no fue colocado.

### GRÁFICO 1. Endeudamiento CEPA



Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: SCR El Salvador

De acuerdo con el Decreto Legislativo N°126, CEPA no puede comprometer más del 20.0% de sus ingresos. Esto permite mantener una estructura de deuda controlada de recursos provenientes de titularizaciones. A junio de 2024, considerando los dos fondos de titularización activos, el Originador ha cedido el 16.5% del total de ingresos percibidos.

### Liquidez favorecida por flujos operativos crecientes y bajos niveles de deuda de corto plazo

Al cierre de junio de 2024, los activos líquidos totalizaron en USD154.1 millones y cubrieron en 87.0% la deuda total, mejorando respecto a 2023 (55.0%), explicado por el crecimiento de las disponibilidades. Dicha cuenta registró un total de USD120.5 millones y representó el 17.6% de los activos totales. Esto permitió a CEPA cubrir en 4.4x la deuda corriente al cierre del primer semestre de 2024.

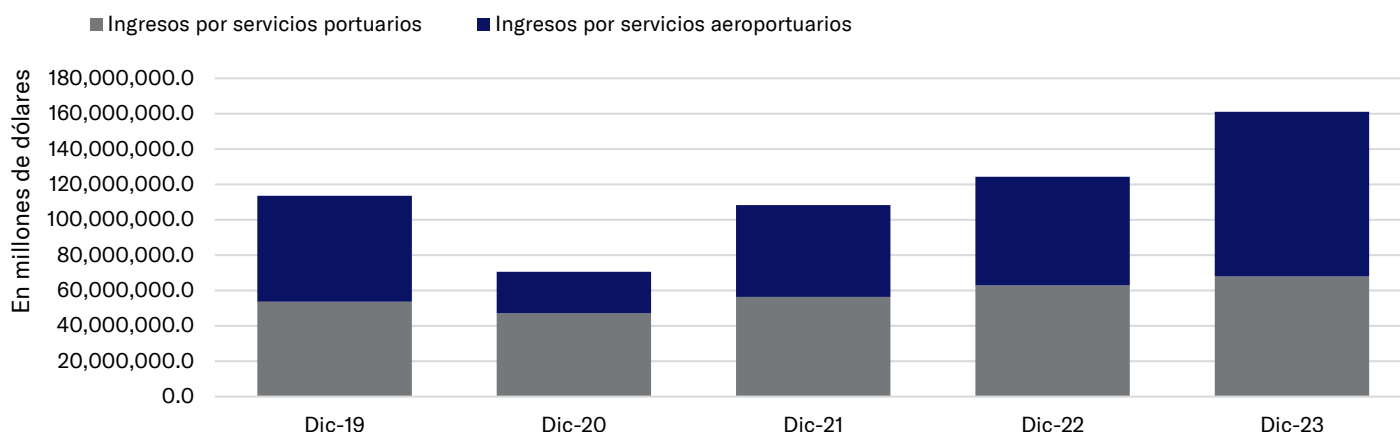
El Originador registró una cobertura de activos corrientes frente a pasivos circulante de 5.6x (junio 2023: 2.8x). Este resultado se reduce al excluir de los activos líquidos las inversiones financieras, ubicándose en 5.1x. De acuerdo a nuestro análisis, CEPA exhibe niveles de liquidez adecuados para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo; su estructura de deuda concentrada en el largo plazo; le proporciona una mayor flexibilidad financiera para honrar el pago del servicio de la deuda.

### Sólida base de ingresos permite una rentabilidad adecuada y capacidad robusta de generación interna de capital

A junio de 2024, los ingresos totales acumularon USD101.5 millones, creciendo en 33.4% respecto a junio 2023. De acuerdo a su participación, los provenientes de la venta de bienes y servicios son los más representativos (90.5%), seguido de ingreso por actualizaciones y ajustes (5.5%), financieros (4.0%) y transferencias corrientes recibidas (0.03%).

Históricamente, la principal fuente de ingresos del Originador fueron los relacionados a la venta de bienes y servicios portuarios. Sin embargo, en el último año los ingresos aeroportuarios han ganado participación dentro del conjunto de ingresos derivado de las inversiones en la modernización de la infraestructura, planes de seguridad e impulso al turismo implementados por el Gobierno central, lo cual ha generado un mayor tráfico de pasajeros y nuevas aerolíneas operando en el país. (diciembre 2023: aeroportuarios 57.8% del total y portuarios 42.2%).

### GRÁFICO 2. Evolución de los ingresos



Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: SCR El Salvador

Desde el año 2022, el Gobierno ha implementado diversas estrategias para potenciar el turismo y dinamizar la economía, entre ellos la reparación de estructura vial, modernización de infraestructura y el plan control territorial, que tiene por objetivo fortalecer la demanda turística, lo cual ha incidido de manera directa en los ingresos de CEPA, principalmente los aeroportuarios.

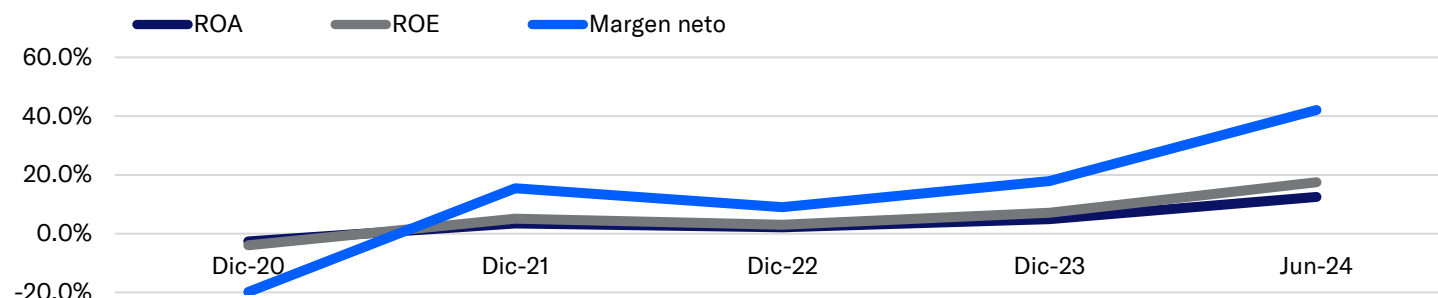
Los ingresos aeroportuarios totalizaron USD60.2 millones, aumentando en 65.1% respecto a junio de 2023. De acuerdo a la composición, los ingresos no aeronáuticos (arrendamientos y almacenaje) son los de mayor participación, al concentrar el 57.5% del total, seguido de derecho de embarque (34.6%) y en menor medida aterrizaje (6.8%) y estacionamiento (1.2%). A junio de 2024, el aeropuerto registró 2.6 millones de pasajeros, incluyendo entradas, salidas, tránsito y transbordos, creciendo en 29.9% respecto a 2023. En el último año el aeropuerto ha experimentado un crecimiento en la oferta de vuelos a través de las 14 aerolíneas que operan en el país, favorecido por las remodelaciones y ampliaciones efectuadas.

Los ingresos portuarios provienen principalmente del puerto de Acajutla, los cuales totalizaron en USD36.7 millones al cierre del primer semestre de 2024. La principal fuente de ingresos del puerto corresponde a servicios brindados a contenedores (44.6% del total), seguido de carga a granel sólida (20.2%), servicios a naves (12.0%) y carga general (11.7%), otros ingresos no operacionales (5.6%), arrendamiento de bienes (2.8%), otros ingresos (1.6%) y carga a granel líquida (1.5%).

El retorno sobre el patrimonio (ROE) mejoró al promediar 17.5% desde 7.9% registrado un año atrás, mientras el retorno sobre el activo (ROA) se ubicó en 12.5% mayor al 5.7% de junio de 2023. CEPA refleja una tendencia creciente en sus indicadores de rentabilidad favorecidos por la mejora significativa de las utilidades (+USD25.2 millones).

El Originador exhibe márgenes adecuados para soportar sus operaciones, y honrar sus obligaciones con terceros. El crecimiento del turismo, la implementación de los programas de seguridad pública y la modernización de la infraestructura logística portuaria y aeroportuaria favorecen los ingresos del Originador. El rol de CEPA es reinvertir las utilidades generadas en el mantenimiento y expansión de la infraestructura que administra, presionados por la misma demanda.

### GRÁFICO 3. Evolución de la rentabilidad



Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: SCR El Salvador

### Estabilidad del flujo operativo favorecen tener amplias coberturas EBITDA sobre el servicio de la deuda.

La estabilidad del flujo operativo de CEPA, parte de su posición monopolística como único operador de puertos y aeropuertos del país. La generación de flujo es apropiado y estable para cumplir con los compromisos financieros, al tiempo que le permite cubrir sus fuertes inversiones en CAPEX destinadas a mantenimiento y crecimiento a largo plazo. En este sentido, el Originador reportó un EBITDA de USD54.8 millones, luego de una expansión anual del 89.5%.

El EBITDA cubre a los gastos financieros en 9.1x, superando lo registrado un año atrás (5.2x). El crecimiento del indicador obedece al dinamismo registrado en el flujo operativo. Por su parte, el FCO a intereses fue del 2.9x (junio 2023: 2.7x).

## Fondo de Titularización Hencorp Valores CEPA Cero dos

El Fondo de titularización se constituyó con el propósito de titularizar los derechos sobre una porción de los flujos financieros futuros de CEPA correspondiente a los ingresos descritos en los artículos dos, cuatro y dieciséis de la Ley Orgánica de CEPA. Tales como: a) ingresos por venta de bienes y servicios, sean estos aeroportuarios, portuarios o ferroviarios, entre los que se comprenden: los derechos de embarque por el uso de las instalaciones de la terminal de pasajeros, los derechos que pagan las líneas aéreas por el uso de las facilidades de embarque y desembarque de pasajeros y carga, incluyendo: pistas de despegue y aterrizaje de aeronaves, espacios comerciales y de oficina, terminal de pasajeros, terminal de carga, áreas de mantenimiento, y otros. b) Ingresos por actualizaciones y ajustes; c) Ingresos financieros y otros; y d) Cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos, hasta completar un monto de USD147,706,800.00.

Como respaldo operativo de la emisión, CEPA por medio del contrato de cesión de flujos financieros futuros se compromete a transferir la cesión de pagos a través de girar la o las Ordenes Irrevocables de Pago (OIP) a quienes hagan la función de colecturía de los derechos de embarque y pago de los derechos por el uso, operación y ocupación de las facilidades y servicios del aeropuerto, siendo inicialmente girada a las siguientes empresas que prestan el servicio de transporte aéreo de pasajeros en el Aeropuerto Internacional El Salvador (AIES): **Avianca:** Taca International Airlines, S.A. y Aerovías del Continente Americano, S.A., Sucursal El Salvador; **American Airlines, Inc.** Sucursal El Salvador; **Líneas Aéreas Costarricenses;** **United Airlines, Inc.** Sucursal El Salvador, que abarca las operaciones comerciales de United Airlines y Continental Airlines; **Delta Airlines, Inc.;** y **Compañía Panameña de Aviación, S.A.**

Estas OIP'S serán mantenidas válidas y vigentes mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión del FTHVCPA02 y que será ejecutada directamente por quienes hagan la función de colecturía de CEPA. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad del Originador de trasladar directamente el total de la cesión establecida en el contrato de cesión. Una vez se haya cumplido con dicha obligación, los fondos remanentes serán trasladados a la cuenta operativa de la CEPA. Cabe señalar que el Fondo tiene la capacidad legal de adicional otros ingresos como los ingresos provenientes de las actividades portuarias en caso los ingresos aeronáuticos no fueran suficientes.

El Fondo emitió Valores de Titularización por USD69.7 millones; por medio de la Bolsa de Valores de El Salvador, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta. Los recursos captados de la emisión y entregados al Originador fueron utilizados para el mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios del Aeropuerto Internacional El Salvador.

**Tabla 1: Características de la emisión**

Características de los Valores de Titularización Hencorp CEPA Cero Dos	
Monto	USD69,700,000.00
Tramos	1: USD39,310,000.00; 2: USD15,195,000.00; 3: USD5,000,000.00; 4: USD10,000,000.00 5: USD195,000.00
Plazo	195 meses
Monto de cesión mensual	USD455,000 del mes 1 al 24 USD496,000 del mes 25 al 28 USD40,800 del mes 29 al 49 USD443,000 del mes 50 al 52 USD496,000 del mes 53 al 79 USD625,000 del mes 80 al 132 USD1,290,000 del mes 133 al 172 USD1,500,000 del mes 173 al 195
Saldo a la fecha	USD69,606,336.0

Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: SCR El Salvador

la Junta de Tenedores de Valores, aprobó modificaciones al perfil de amortización del fondos FTHVCPA02, estableciendo dos periodos de excepción en los cuales no se pagarían capital e intereses. El primer periodo de excepción correspondió a 21 meses, el cual fue aprobado por la junta general extraordinaria tenedores el 01 de febrero

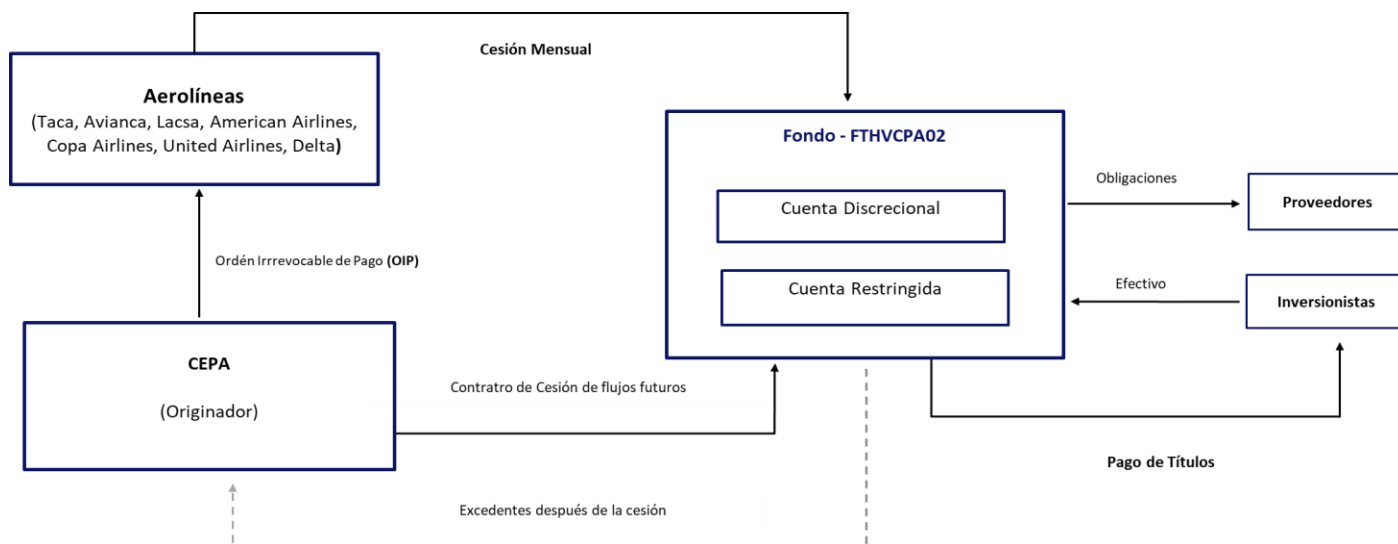
de 2021. El segundo periodo de excepción corresponde a 3 meses posteriores al primer periodo de excepción. El periodo de restitución corresponde a 82 meses posteriores al segundo periodo de excepción. Asimismo, se modificó el vencimiento legal de la transacción de diciembre de 2032 a marzo de 2034, aumentando en 15 meses el plazo de la emisión.

### Descripción de la titularización

Mediante contrato de cesión y administración y su modificación, CEPA cedió los segundos ingresos después del descuento del monto cedido del FTHVCPA01 (vencimiento 2029), los cuales se transferirán a partir del día uno de cada mes. Los ingresos cedidos serán los descritos en los artículos dos, cuatro y dieciséis de la Ley Orgánica de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma.

Los fondos percibidos mensualmente por la entrada de flujos cedidos, son depositados en una cuenta bancaria a nombre del fondo, la cual es administrada por la titularizadora, abierta en un banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia, denominada cuenta discrecional. Cabe señalar que la estructura mantiene esquemas de protección que a nuestro criterio mitigan en gran medida posibles escenarios de iliquidez del Fondo. La estructura cuenta con una cuenta restringida, la cual es administrada por Hencorp y no deberá ser menor a USD625,000 del mes 1 al 131, USD 1,290,000 del mes 132 al 166 y no menor al próximo monto de cesión del mes 167 al 195. Asimismo, las OIP firmadas con las aerolíneas que hacen la función de colecturía de los derechos de embarque, sobre el pago de derechos por uso, operación y ocupación de las aerolíneas que operan en el AIES. Estos respaldos garantizan el adecuado cumplimiento de las obligaciones.

**Figura 1: Estructura operativa del fondo de titularización**



Fuente: Hencorp Valores

**TABLA 2: Cobertura de cesión**

Indicadores de cobertura	jun-24	dic-23	dic-22	dic-21	dic-20
Ingresos totales aerolíneas (OPI)	34,121,193	64,372,046	35,697,605	21,745,417	8,245,654
Ingresos OPI'S/ Cesión	11.5x	10.8x	6.7x	44.4x	3.6x

Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: SCR El Salvador



## Cumplimiento de ratios financieros

El Originador se encuentra sujeto a cumplir con los siguientes ratios financieros:

1. CEPA podrá comprometer hasta el 97.5% del límite establecido por el Decreto Legislativo N°126 (20.0%), en cuanto a la proporción de flujos financieros para garantizar en su totalidad el pago de la presente Cesión y de la Cesión de Flujos al Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma Cero Uno. Si el indicador es superior al máximo permitido por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero.
2. Deuda Neta dividida entre EBITDA de los últimos doce meses. Este ratio no podrá ser mayor a 9x. Si el indicador es superior al máximo permitido por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero. Los ratios financieros se calcularán con estados financieros al cierre de los meses de junio y diciembre de cada año, mientras existan obligaciones vigentes a favor de los Tenedores de Valores del FTHVCPA02.

## Prelación de pagos

Todo pago se hará por la Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada cuenta discrecional, en cada período de pago. Exceptuando los períodos de pago contemplados en el primer periodo de excepción, segundo periodo de excepción y en el periodo de restitución de conformidad con las cláusulas 2), 3) y 4) respectivamente, en el siguiente orden:

1. Se abona la cuenta bancaria denominada cuenta restringida, cuyo saldo no deberá ser menor a USD625,000.00 del mes 1 al 131, no deberá ser menor a USD1,296,000.00 del mes 132 al 166, y no deberá ser menor al próximo monto de cesión mensual del mes 167 al mes 195, contados a partir de la primera oferta pública bursátil, independiente del monto colocado en la misma, que servirán para el pago de capital, e intereses y comisiones.
2. Obligaciones a favor de los Tenedores de Valores.
3. Comisiones a la Titularizadora.
4. Saldo de costos y gastos adeudados a terceros.
5. Cualquier remanente se devolverá mensualmente al Originador.

## 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 100.0% 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, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización.

De darse la situación que 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. No se considerará una situación de mora el pago diferido de los intereses acumulados en el primer periodo de excepción. 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.

## 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 el Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora.

## Mecanismo de Asignación de Flujos

Con la finalidad de contar con una adecuada gestión y cobertura sobre el pago de intereses y principal, la estructura de la Titularización considera las siguientes cuentas del fondo para atender el pago de las obligaciones señaladas: a) cuenta discrecional y b) una cuenta restringida la cual no deberá ser menor al próximo monto de cesión mensual.

## Riesgo legal

El Fondo fue creado para financiar las emisiones de valores de oferta pública, adquiriendo activos del Originador de forma onerosa. Según el dictamen jurídico, los contratos establecen bien la estructura sin omisiones significativas de riesgo, inherentes al negocio y al activo subyacente. Aunque la titularización es legalmente sólida, no logra desvincular completamente los riesgos de la titularización de los asociados al cedente. El perfil crediticio del Fondo depende directamente del éxito continuo del negocio del Originador. Estrictamente legal, en transacciones de titularización los riesgos emergen de posibles modificaciones contractuales que puedan debilitar la estructura y del incumplimiento de la normativa del mercado de valores. Estos riesgos operativos se originan en la complejidad de la transacción, pero se minimizan por la experiencia y solidez de las partes involucradas.

## Análisis de sensibilidad

SCR El Salvador aplicó diversos escenarios simulando estrés económico y financiero para asignar su calificación. Efectuó un análisis de la suficiencia de los flujos durante los 10 años que le restan a la transacción, para modelar el pago en tiempo y forma del servicio de la deuda. Para la transacción objeto de este informe, se tomó en cuenta el comportamiento de los ingresos provenientes de los derechos de embarque y aterrizajes de las aerolíneas que operan en el país y los ingresos de las aerolíneas con las cuales se firmaron las OPI'S. Para las proyecciones, se tomó como base la cesión mensual más alta que pagará la emisión: USD1,500,000 (USD18.0 millones al año). Estos escenarios buscan reproducir de manera independiente como se afectarían los flujos que respaldan los pagos a los tenedores de los bonos si el ritmo de ingresos experimenta diversos tipos de crecimiento.

## Escenario 1 (base)

**Tabla 3. Escenario base**

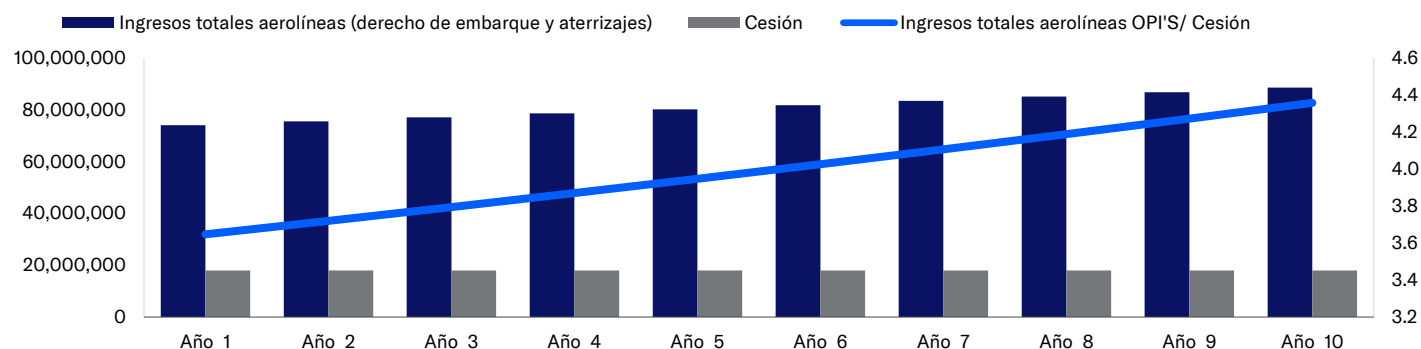
Indicadores de cobertura	Dic-23	Año 1*	Año 2*	Año 3*	Año 4*	Año 5*	Año 6*	Año 7*	Año 8*	Año 9*	Año 10*
Ingresos totales aerolíneas (derecho de embarque y aterrizajes)	12.2	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.6	4.7	4.8	4.9
Ingresos totales aerolíneas OPI'S/ Cesión	10.8	3.6	3.7	3.8	3.9	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4

Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: SCR El Salvador

\*Indicadores proyectados en # de veces

Se modela un crecimiento del 2.0%

**GRÁFICO 4. Escenario base**



Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: SCR El Salvador

### Escenario 2 (estresado)

**Tabla 4. Escenario estresado**

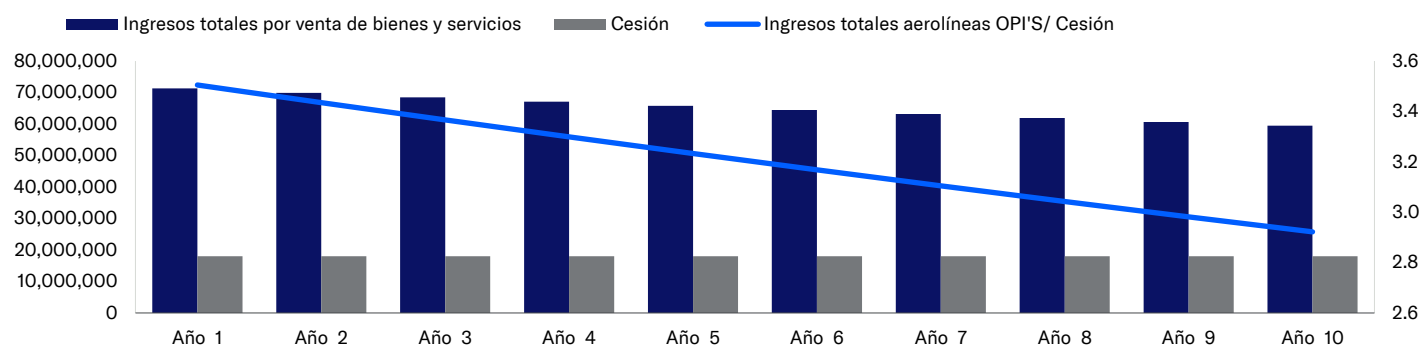
Indicadores de cobertura	Dic-23	Año 1*	Año 2*	Año 3*	Año 4*	Año 5*	Año 6*	Año 7*	Año 8*	Año 9*	Año 10*
Ingresos totales aerolíneas (derecho de embarque y aterrizajes)	12.2	4.0	3.9	3.8	3.7	3.7	3.6	3.5	3.4	3.4	3.3
Ingresos totales aerolíneas OPI'S/ Cesión	10.8	3.5	3.4	3.4	3.3	3.2	3.2	3.1	3.0	3.0	2.9

Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: SCR El Salvador

\* Indicadores proyectados en # de veces

Se modelo una contracción del 2.0%

**GRÁFICO 5. Escenario estresado**



Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: SCR El Salvador

Proyectados

## Descripción y análisis del originador y titularizadora

### El Originador- Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA)

CEPA es una institución de derecho público con carácter autónomo y personalidad jurídica que depende del Órgano Ejecutivo a través del Ramo de Obras Públicas. Su Ley Orgánica le establece que tendrá a su cargo la construcción, mantenimiento, administración, explotación, dirección y ejecución de operaciones portuarias, aeroportuarias y ferroviarias en el país; así como, la coordinación de la construcción, mantenimiento, administración, explotación, dirección y ejecución de dichas operaciones y obras anexas a éstas por parte de terceros privados mediante contratos de concesiones, socios público privado o a través de la participación societaria con privados para la administración y explotación de un servicio público.

Actualmente CEPA opera el Aeropuerto Internacional de El Salvador, San Óscar Arnulfo Romero y Galdámez (AIES-SOARG), Aeropuerto Internacional de Ilopango (AILO), Puerto de Acajutla y Puerto de La Unión, brindando toda la infraestructura y facilidades para las operaciones de comercio exterior y movilización de pasajeros aéreos y de cruceros.

En los últimos años, el Gobierno ha realizado importantes inversiones en infraestructura aeroportuaria, posicionado a El Salvador como un aeropuerto más moderno y seguro en la región centroamericana. Las diversas estrategias en materia de seguridad y turismo, le han permitido a la terminal aérea un crecimiento en la atención de pasajeros. Durante el año 2023, el Aeropuerto Internacional, atendió a 4,554,185 viajeros de entrada, salida y conexión, lo que representa un incremento del 32.0% respecto al año 2022.

### **Titularizadora-Hencorp Valores LTDA**

La Titularizadora se estableció en el año 2008 como la primera sociedad titularizadora en El Salvador. Su finalidad especial es constituir, integrar y administrar Fondos de Titularización de conformidad con las leyes salvadoreñas. Pertenece al Grupo Hencorp, un conglomerado salvadoreño que opera desde 1985, con sede ubicada en Estados Unidos. Actualmente, extiende sus operaciones a siete países. En consideración de las estrategias adoptadas por la administración, el crecimiento de la sociedad ha sido relevante, gestionando a la fecha varias estructuras colocadas en el mercado de valores local.

El equipo directivo cuenta, en promedio, con más de 20 años de experiencia en los mercados financieros locales y regionales. Su estructura organizacional es relativamente liviana; los ejecutivos de mayor experiencia ocupan posiciones gerenciales que demandan capacidad de estructuración financiera y ejecución, debido a lo especializado de los productos que ofrece. Hencorp Valores, LTDA., como titularizadora, cuenta con un esquema de gestión integral de riesgo encargado de monitorear y supervisar el proceso a lo largo de la vigencia de las titularizaciones que administra.

## **Anexo**

### **Contexto Económico**

Al primer semestre de 2024, el Banco Central de Reserva (BCR) estimó el crecimiento de la actividad económica en 1.4%, lo que representa una desaceleración en relación al 3.0% estimado para el mismo periodo de 2023. La tendencia es resultado de la reducción en la producción en las actividades de construcción (-14.5%) e industria manufacturera (-0.5%). Para el año 2024, el BCR estima el crecimiento económico entre el 3.0% y 3.5%. La economía salvadoreña ha estado inmersa en un contexto de alta inflación, la cual ha desacelerado su evolución. A la fecha en mención, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) presentó un incremento interanual de 1.5%, inferior al 3.8% registrado a junio de 2023. Los segmentos de restaurantes y hoteles (+5.5%), alimentos y bebidas no alcohólicas (+3.6%) y salud (+2.5%), presentaron los mayores aumentos durante el periodo.

Los flujos de remesas, históricamente han constituido una base importante para satisfacer la demanda interna y potenciar consumo de los hogares. A junio de 2024, las remesas familiares totalizaron USD4,052.0 millones, experimentando un incremento del 0.8% en relación a junio de 2023 (USD4,018.6 millones). Por su parte, el comercio internacional de mercancías resultó en una posición deficitaria por USD4,579.8 millones, un aumento del 3.2% con respecto al mismo mes de 2023, resultado de la reducción del 12.9% de las exportaciones y el incremento del 0.1% en las importaciones. En términos de inversión extranjera directa (IED), al segundo trimestre de 2024, se registró un monto neto de USD177.2 millones, inferior a los USD390.6 millones en el mismo periodo del año anterior. Este comportamiento está vinculado a la posición negativa de los flujos experimentados en el transporte y almacenamiento por USD186.9 millones.

A nivel fiscal, los ingresos totales del Sector Público No Financiero (SPNF) aumentaron en 9.8% a junio de 2024, favorecidos por el incremento en un 11.0% de los ingresos tributarios, que acumulan el 83.4% de los totales. Por su parte, el gasto del SPNF presentó un crecimiento del 12.2% en el primer trimestre de 2024. El gasto se concentra en un

87.9% en gasto corriente (+16.7%) y en 12.1% en gasto de capital (+12.7%). Resultado de la dinámica de ingresos y gastos, se registró el déficit total del SPNF por USD140.5 millones, que corresponde al 1.6% del PIB al cierre del segundo trimestre de 2024, superior al 0.4% registrado al mismo periodo del año anterior.

## Sector de transporte aéreo y portuario

En los últimos dos años, el Gobierno ha realizado inversiones en la modernización de la infraestructura portuaria y aeroportuaria. En ese sentido, la oferta aérea se ha ampliado tras la remodelación e inauguración de nuevas áreas del Aeropuerto Internacional Óscar Arnulfo Romero. Entre las aerolíneas más recientes que iniciaron operaciones en el país está Air Transat, de origen canadiense. Actualmente, 14 aerolíneas están operando en el país y viajan a más de treinta destinos. Durante el año 2023, el Aeropuerto Internacional de El Salvador, registró cifras históricas, atendió a 4,554,185 viajeros de entrada, salida y conexión, lo que representó un incremento del 32.0% respecto al año 2022.

El sector portuario, está conformado por las operaciones que realizan los puertos de Acajutla y La Unión. En un trabajo articulado con el Ministerio de Turismo, El Salvador se ha logrado ubicar como uno de los destinos principales por turistas extranjeros que viajan en la modalidad de cruceros. En lo referente a la carga marítima, pese a la crisis global generada por la guerra de Rusia y Ucrania, entre otros factores mundiales que afectaron al sector, en el 2023 el Puerto de Acajutla registró un crecimiento del 4.5% respecto del 2022. Dentro de los proyectos estratégicos que están en proceso de implementación se encuentran: Aeropuerto Internacional del Pacífico (ADP), el cual busca incentivar el desarrollo económico en el oriente del país. La modernización y recuperación del puerto de Acajutla, el plan busca cuadruplicar la capacidad operativa del puerto, fortaleciendo la capacidad logística y de carga, para lo cual se ha gestionado el financiamiento con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el cual fue aprobado por la Asamblea Legislativa.

**TABLA 5: Ratios de cumplimiento**

Ratios de cumplimiento	Jun-24	Dic-23	Jun-23	Dic-22	Jun-22	Limite
Deuda Neta/ EBITDA	-0.2x	0.1x	0.9x	1.2x	2.7x	9.0x
Ratio de ingresos /Compromisos FTHVCEP01 y FTHVCEP02	16.5%	9.7%	11.6%	9.8%	8.9%	19.5%

Fuente: Hencorp Valores./ Elaboración: SCR El Salvador

**TABLA 6: Cuentas principales**

USD dólares	Jun-24	Dic-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20
Activos	686,401,661.0	683,855,156.0	609,939,697.8	595,686,927.9	582,084,785.1
Pasivos	177,118,808.0	217,279,247.6	175,354,143.4	181,769,259.9	188,888,743.4
Patrimonio	509,282,851.0	466,576,803.8	434,585,554.5	413,917,668.1	393,196,041.6
Ingresos operativos	91,872,111.0	161,116,692.7	124,409,181.9	108,454,520.0	70,612,951.2
Utilidad neta	42,706,945.0	31,991,558.0	12,978,329.3	20,594,174.7	-15,844,632.8

Fuente: CEPA./ Elaboración: SCR El Salvador

**TABLA 7: Indicadores financieros del Originador**

	Jun-24	Dic-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20
Deuda financiera /EBITDA	1.0x	1.5x	2.3x	3.0x	19.0x
EBIT / Gasto de Intereses	8.7x	7.5x	3.1x	6.3x	1.7x
RCF/Deuda neta	193.6%	60.0%	33.6%	23.2%	3.9%
Razón circulante	5.6x	6.0x	3.2x	2.5x	1.5x

Prueba ácida	5.1x	5.2x	2.5x	2.0x	1.3x
Apalancamiento	1.3x	1.5x	1.4x	1.4x	1.5x
Razón de deuda	25.8%	31.8%	28.7%	30.5%	32.5%
Endeudamiento	0.3x	0.5x	0.4x	0.4x	0.5x
EBITDA/Gastos financieros	9.1x	7.3x	3.1x	6.3x	0.9x
FCO/Intereses	2.9x	4.8x	1.2x	3.9x	-1.1x
ROA	12.5%	4.9%	2.2%	3.5%	-2.6%
ROE	17.5%	7.1%	3.1%	5.1%	-4.0%
Margen Operativo	56.9%	52.0%	37.8%	36.0%	17.0%
Margen neto	42.1%	17.9%	9.0%	15.4%	-19.8%

Fuente: CEPA./ Elaboración: SCR El Salvador

### Información Complementaria

Tipo de clasificación / Instrumento	Clasificación actual	Perspectiva actual	Clasificación anterior	Perspectiva anterior
VTHVCPA02	AA-.sv	Estable	-	-

SCRiesgo S.A. de C.V. "Clasificadora de Riesgo", da servicio de clasificación de riesgo a este emisor en El Salvador desde octubre de 2024.

### Información considerada para la clasificación.

La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados a diciembre de 2020, 2021, 2022 y 2023, así como no auditados a junio de 2023 y 2024 para CEPA, así como proyecciones proporcionadas por la titularizadora. Para el Fondo auditados a diciembre de 2023 y junio 2024. SCR El Salvador comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. SCR El Salvador no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella.

### Definición de las clasificaciones asignadas

- **AA :** instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy 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.
- **Perspectiva estable:** se percibe una baja probabilidad de que la clasificación varíe en el mediano plazo.
- **SV:** Indicativo país para las clasificaciones que SCR El Salvador otorga en El Salvador. El indicativo no forma parte de la escala de clasificación en El Salvador. La escala utilizada por la Clasificadora está en estricto apego a la Ley del Mercado de Valores y a las Normas técnicas sobre las Obligaciones para las Sociedades Clasificadoras de Riesgo.

SCRiesgo S.A. de C.V. "Clasificadora de Riesgo", agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de clasificación genérica que va de AA a CCC, El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de clasificación genérica, ningún modificador indica una clasificación media, y el modificador "-" indica una clasificación en el extremo inferior de la categoría de clasificación genérica

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

**Metodología Utilizada.**

La Metodología de clasificación de financiamiento estructurado-(23/Oct/2024) utilizada, se encuentra disponible en <https://scresgo.com/>

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objeto de clasificación.



© 2024 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS AFILIADAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S, INCLUYENDO LAS DE SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO CENTROAMERICANA S.A., SCRIESGO S.A., SCRIESGO S.A. DE CV "CLASIFICADORA DE RIESGO", SCRIESGO, SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO S.R.L. (CONJUNTAMENTE "SCR"), CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR SCR (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. SCR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE SCR PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE SCR NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE SCR PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE SCR NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. SCR EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE SCR AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE SCR. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE SCR NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por SCR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. SCR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que SCR considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, SCR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por SCR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

SCR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y Moody's Investors Service también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores - Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte (según se define en los Símbolos y Definiciones de Calificación de Moody's Investors Service): Por favor notar que una Opinión de la Segunda Parte ("OSP") no es una "calificación crediticia". La emisión de OSPs no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSPs se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.