



**Global  
Venture  
S.A. de C.V.**  
Clasificadora de Riesgo

2014  
Junio



Fondo de Titularización  
Hencorp Valores  
Comisión Ejecutiva  
Portuaria Autónoma  
CEPA Cero Uno

Informe de Clasificación al  
30 de Junio de 2014

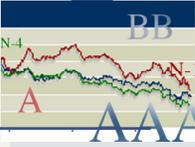
Septiembre 2014

# Clasificación

AL 30 DE JUNIO 2014

	RATING ANTERIOR	RATING ACTUAL
Emisión VTHVCPA01	AAA	AAA
Perspectiva	Estable	Estable
Fecha de reunión del Consejo de Clasificación	25 Septiembre 2014	
Reunión	Ordinaria	

1

1 RATINGS	1	
2 BASES DE CLASIFICACIÓN	2	
3 ANÁLISIS FINANCIERO	10	

## Analistas :

Carlos A. Hernandez H.  
Siomara Brizuela Quezada  
Ana Isabel Costa

### Descripción de la 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.

El signo “+” indica una tendencia ascendente hacia la categoría de clasificación inmediata superior, mientras que el signo “-” indica una tendencia descendente hacia la categoría de clasificación inmediata inferior

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. *art 92 Ley del mercado de valores.*  
La información financiera utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados al 30 de Junio de 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014, así como proyecciones proporcionadas.

CALLE LA JACARANDA PASAJE 8  
#3 URBANIZACIÓN MAQUILISHUAT  
SAN SALVADOR  
TEL: 2263-3584  
GLOBAL.VENTURE@CYT.NET

**E**l rating asignado de es de AAA perspectiva estable a los valores de titularización emitidos por Hencorp Valores, S.A. Titularizadora (Hencorp) a través de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma CEPA 01, tiene su base en los siguientes aspectos: la fortaleza legal y financiera de la estructura utilizada, por la cesión de todos los derechos sobre flujos financieros futuros provenientes de una porción de los primeros ingresos (el importante monto percibido de Cepa y de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros) y que servirá para pagar la emisión, así como la adecuada cobertura para el servicio de la deuda según estimaciones y escenarios considerados, el apoyo último del estado, posición de monopolio, la estructura de ingresos del Aeropuerto Internacional AIES y del Puerto de Acajutla, el nivel de ingresos totales, el nivel de endeudamiento de estos dos core business, el nivel patrimonial, la estabilidad económico-financiera durante su existencia de CEPA. La titularización se encuentra respaldada por la cesión que el

originador de los flujos de CEPA, realizará durante todo el plazo de la emisión, es decir todos los derechos de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros. El rating tiene su base en la tendencia histórica de los ingresos totales y los ingresos del Aeropuerto Internacional y del Puerto de Acajutla como fuente de recursos, la importancia de los ingresos generados a través de la estructura de CEPA y la capacidad organizacional y operativa para manejar el Puerto de Acajutla y el Aeropuerto Internacional, el comportamiento económico-financiero y en las variables claves de CEPA, la estructura de capitales propios, el comportamiento de los ingresos de las propias fuentes, la tendencia del endeudamiento y su historia. CEPA ha tenido una situación de crecimiento de los ingresos en los últimos 20 años; las perspectivas en el manejo de los factores claves de éxito y de las variables económicas - financieras en una organización de alta confiabilidad (certificada en sus operaciones). La mejora de la estructura de capital

## Antecedentes

Con Fecha 28 de mayo de 1952 se creó la Comisión Ejecutiva del Puerto de Acajutla CEPA, con el objeto de planificar y ejecutar la construcción del Puerto en la costa de Acajutla, encargándole, una vez concluida la construcción del puerto, de la dirección de las operaciones y administración de todas las instalaciones portuarias de dicho lugar.

Se realizó en 1956 la primera emisión por ₡18.7 Millones a 20 años, ese año se puso en circulación ₡7.2 Millones, en 1957 ₡6.2 millones y en 1958 ₡3.4 millones. La segunda emisión fue en 1960 por ₡12.5 a 20 años y la tercera emisión en 1964 fue por ₡3 millones a 10 años.

Posteriormente por decretos legislativos en fecha 6 y 14 de noviembre y 4 de diciembre de 1963 se autoriza a celebrar un contrato en virtud del cual se confía a CEPA la dirección, ejecución y administración del muelle del puerto de La Libertad. Es necesario una administración eficiente de los servicios portuarios y actividades complementarias para los cual es conveniente reestructurar a la Comisión Ejecutiva del puerto de Acajutla, otorgándole las funciones y atribuciones que le convierten en una empresa del estado, capaz de dirigir y administrar los puertos de Acajutla y de La Libertad, así como ferrocarriles de El Salvador, como unidad económica y técnica a efecto de disminuir los costos de producción de sus servicios y lograr la combinación tarifaria de los servicios portuarios y los de los transportes. Se llamará comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma CEPA, es una institución de derecho público con carácter autónomo que tendrá a su cargo la administración, explotación, dirección y ejecución de las operaciones portuarias de todas las instalaciones de los puertos de la República, no sujetas a régimen especial, así como la custodia, manejo y almacenamiento de mercadería de exportación e importación. También administrará, explotará y dirigirá todo el sistema ferroviario de propiedad nacional. Además deberá planear

y ejecutar por si o por medio de contratista la construcción de nuevas instalaciones y todas las obras necesarias para la ampliación y mejoramiento de las instalaciones portuarias, aeroportuarias y ferroviarias existentes; y el control y dirección de los servicios de apoyo a la navegación aérea. Para el 31 de diciembre de 1964 los activos de CEPA eran ₡41.3 millones y el activo fijo era ₡31.93 millones, el pasivo a largo plazo era ₡33.1 millones y el patrimonio ₡5.1 millones

En 1965 se inicia la ampliación con un muelle adicional, el costo de la ampliación se estimaba en unos ₡ 15 millones, y su financiamiento se hizo con bonos para lo local y crédito extranjero para el material y equipo importado.

Con fecha 16 de mayo de 1974 se le da facultades a CEPA para la ejecución, construcción, administración y operación del proyecto del Aeropuerto Internacional de El Salvador.

El 12 de mayo del año 2004, 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.

De abril del 2004 al 29 de diciembre de 2008, la Comisión realizó la construcción del más grande y moderno puerto de la región, el Puerto de La Unión Centroamericana. Los fondos de contrapartida entre el 2008 al 2010 fueron un total de \$107.5 millones. Gran parte de estos fondos se obtuvieron mediante una línea rotativa a corto plazo con el BCIE hasta por el monto de \$39.0 Millones.

CEPA tiene competencia sobre el Puerto de Acajutla, Puerto de la Unión, Aeropuerto Internacional El Salvador AIES, Aeropuerto de Ilopango AILO, Servicios de apoyo a la navegación Aérea y Ferrocarriles Nacionales de El Salvador FENADESAL.

En la década del 50 se movilizó en Acajutla un promedio anual de 40,000 toneladas, en 1961,1962, 1963 y 1964 fue 40,000 toneladas, 165,000 toneladas, 195,000 toneladas y cerca 300,000 toneladas respectivamente, Con la ampliación de 1965 la capacidad instalada es para 1 millón de toneladas, actualmente es de 5 millones de toneladas métricas.

La empresa cuenta a diciembre del 2013 con un total de 932 personal.

Durante el 2011, 2012, 2013 el Aeropuerto Internacional movilizó un total de 2.0 , 2.1 y 2.35 millones de pasajeros, un incremento para el 2011 del 2% con relación al 2010. El Puerto de Acajutla movilizó 4.14 y 3.95 millones de toneladas métricas, un 12% de incremento con el 2010, en cuanto contenedores se tuvo 160 mil TEUs

le permitirá enfrentar mejor la coyuntura de recesión y crisis que se desarrolla en el país, pero sobre todo las secuelas en las condiciones económicas - financieras por el aumento del endeudamiento y los déficit de caja que se ha tenido desde el 2009 por el puerto de la Unión y sus necesidades de financiamiento y autofinanciamiento.

La gestión de la exposición al riesgo será clave sobre todo por el impacto que la recesión tendrá en los ingresos venta de bienes y servicios. CEPA cuenta con un fuerte índice patrimonial en el largo plazo, con un buen nivel de patrimonio ajustado a riesgo, que será clave para el escenario de riesgo de severo a moderado que se tendrá en los próximos años. Otros factores que han determinado esta clasificación es el crecimiento del enfoque de la estructura de ingresos más amplia y diversa. Posee fortalezas de estabilidad que le permiten que los ingresos tenga una diversificación de riesgo, por la fragmentación de los usuarios del Aeropuerto y el Puerto de acajutla.

El mapa de riesgos tiene tres categorías: los riesgos previsible que surgen dentro de las operaciones, los riesgos estratégicos y los riesgos externos. Los riesgos estratégicos, las amenazas que forman esta categoría -es decir, se tiene una cantidad de eventos y tendencias externas que pueden impactar la trayectoria de crecimiento y el valor de la institución. Voluntariamente acepta el nivel riesgo medio con el fin de implementar su estrategia de mercado meta con su infraestructura, por los core business clave que tiene. Esta estrategia con altas expectativas de servicio a estos core business en general obliga a CEPA a asumir riesgos significativos por su cartera de activos estratégicos e inversiones realizadas y la gestión de esos riesgos es un factor clave

en el nivel de captura de ingresos y resultados potenciales.

En el riesgo estratégico tiene un peso importante la industria /sector del, los competidores y la recesión de este mercado (condiciones de este sector y de su demanda). En cuanto riesgo relevante se tiene la reducción del crecimiento de la industria, volatilidad mediana en el ciclo de negocio. La industria ha pasado por una contracción importante, conllevando a montos mayores de inversión en la región en infraestructura que agudiza la competencia y la situación económica- financiera futura de la institución.

Estos riesgos estratégicos que pueden irrumpir e incluso afectar el negocio, son de nivel medianos para el caso de CEPA. Está adaptándose a anticipar y manejar estas amenazas sistemáticamente (perfilando mejor el sistema de negocio y su modelo de beneficio) y en el proceso, convertir algunas de ellas en oportunidades de mejora, la cuantificación de sus riesgos de mercado son medianos; por ser una empresa procíclica ; tiene un nivel de riesgos alto tanto en el aeropuerto como en los puertos.

En cuanto los riesgos externos, incontrolable, algunos riesgos surgen de acontecimientos externos a CEPA y están más allá de su influencia o control. Las fuentes de estos riesgos incluyen tipo de cambio del yen, desastres naturales, eventos políticos y los principales cambios macroeconómicos.

La estructura organizacional es funcional diversificada con alto nivel de resilient, enorme capacidad operativa (por producto, poco integradas, centra-

lizada, tendencia hacia la configuración maquina, sin sistema de control y planificación integrado), énfasis en la supervisión directa y está en la etapa de ciclo de gerencia colectiva. Con sistemas de información y con un nivel de desarrollo en la línea de base. La Gerencia intermedia debe ir hacia la formalización y estandarización de comportamiento. Subsistemas técnicos en desarrollo con modelos de contingencia. Con valores de efectividad hacia el modelo de metas, hacia el control de la estructura y el enfoque externo.

Mediante la incorporación de estándares de gobernanza, CEPA debe adoptar la práctica de los riesgos previsible, “manejo de riesgos de mercado y empresarial” que busca integrar las técnicas de manejo de riesgo disponibles en un acercamiento comprensivo que abarca toda la organización y buscar segmentos como fuentes de crecimiento sostenible.

El tamaño y tipo de clientes y el pricing es un factor importante que mejora la habilidad de CEPA para diversificar el riesgo y eliminar la vulnerabilidad.

Los años próximos podrían ser de buenas oportunidades de mejora de la estructura de ingresos para CEPA por el nuevo escenario económico y político que vivirá el país a partir del 2014 y por la reactivación de los Estados Unidos El rating asignado tiene su base en los niveles de los indicadores de actuación de las variables claves: la Gestión de operaciones histórica, el índice de aumento de patrimonio y de ingresos de las líneas cash cows, la adecuación de CEPA en términos de riesgo tanto en escenarios severos como en escenarios adversos.

## ANÁLISIS PROSPECTIVO

El entorno y la coyuntura que se perfila para los próximos años por la crisis actual y la recesión económica de los Estados Unidos, Europa y del mundo, la crisis fiscal global y una débil recuperación, afectará en gran medida el crecimiento económico del país, el cual continúa en recesión. La cartera de clientes será afectada por la recesión y poca inversión, esto repercutirá en un bajo crecimiento de los ingresos.

Los ingresos serán afectados de forma fuerte por el nuevo escenario económico y político, ya que la recesión golpeó fuerte desde finales del 2009 y las secuelas continuarán en los próximos años.

Sin embargo es importante no afectar los niveles actuales y lograr alto niveles de sostenibilidad, debe mejorarse el proceso de rentabilización de clientes, es clave la búsqueda de tarifas y pricing reales y competitivos.

Los factores de protección son suficientes.

CEPA va a mejorar su situación de fuentes, con el acceso a fondos mediante esta titularización, tanto a corto como a más largo plazo, proporcionándole fuentes a un menor costo que le permitirán ser más competitivo y mejorar su impacto. Es importante financiar con recursos acíclicos las necesidades acíclicas y no financiarlas con recursos a corto plazo como se ha hecho. El fondo de maniobra debe potenciarse.

## ENTORNO ECONÓMICO

Según la CEPAL durante 2011, la política fiscal estuvo orientada a cumplir la meta acordada con el Fondo Monetario Internacional (FMI) de un déficit del sector público no financiero (SPNF) equivalente al 3,9% del PIB, incluidos pensiones y fideicomisos (un 4,3% en 2010). En este marco, se hizo un esfuerzo especial para proteger a la población más desfavorecida del alza de precios de los productos básicos por medio del otorgamiento de subsidios al consumo de combustibles.

Se estima que la corrección fiscal ayudó a reducir ligeramente la deuda pública total como proporción del PIB, del 52,8% registrado en 2010 al 52% en 2011 y al 60,9% en 2012.

En el 2012 el déficit del SPNF fue equivalente al 3,4% del PIB, es decir, una disminución respecto de 2011. Este resultado está basado en una tasa de crecimiento del PIB real del 2,5%, así como en la aprobación, por parte de la Asamblea Legislativa, de medidas para aumentar el ingreso equivalentes al 0,5% del PIB. Según el Ministerio de Hacienda, los principales riesgos del resultado fiscal en 2012 son un crecimiento económico menor y retrasos en la eliminación de subsidios temporales al consumo de combustibles.

En el 2011 y el 2012 la deuda del SPNF fue equivalente al 51,7% y del 56,5% del PIB.

Se proyecta para el 2014 un crecimiento cercano al 2,0% y una inflación en torno al 3%.

### Fortalezas

- Esquema del Fondo.
- Hub aeroportuario regional.
- Ubicación geográfica privilegiada de El Aeropuerto Internacional y los puertos
- Una estructura 20/80 diversificada de clientes y de ingresos del Aeropuerto Internacional y del Puerto de Acajutla.
- El nivel de los flujos son suficientes para soportar la cesión requerida para la titularización.
- La estabilidad en los recursos que permite una gran flexibilidad y poder disponer de un recursos acíclicos.
- Historial de cumplimiento y endeudamiento bajo.
- La estructura de la cartera de clientes y los procesos operativos le permite ser flexible y disponer de un ciclo corto de los procesos.
- Autoridades y alta Gerencia.

### Debilidades

- Costo alto del endeudamiento por el puerto de la Unión y alto riesgo cambiario del Yen.
- Inadecuada estructura de capital.
- Cartera de clientes sensible al deterioro por la recesión.
- Costos y gastos de operaciones y administración fuerte.
- Nivel de tarifas no reales.
- No marketing y promoción.
- No estrategia corporativa.
- Poca inversión en mejora de procesos y competitividad.
- Equipos obsoletos para ser competitivos en los puertos y aeropuertos.
- Nivel bajo de inversiones en el Aeropuerto y Puerto de Acajutla.
- Baja productividad por baja inversión en mejoras de equipo, procesos y sistemas.
- Gap en los niveles de tecnología requerida para tener altos niveles de competitividad en las empresas.
- Inadecuado fondo de maniobra.

### Oportunidades

- Ubicación geográfica de las empresas de CEPA:hubs regionales.
- Desarrollo de zonas extra-portuarias
- Ley de socios públicos privados.
- Políticas de desarrollo y Fomilenio II.
- Posible reactivación de Estados Unidos.
- Focalización en la demanda agregada.
- Infotecnología.
- Clientes Cruzados de las unidades de negocios.

### Amenazas

- Bajo crecimiento de los Estados Unidos y del mundo
- Perspectiva incierta y crecimiento bajo para el 2014 y 2015 (Crecimiento bajo como escenario optimista de nuestra economía).
- La coyuntura económica y social.
- Crisis económica nacional y sectores claves de la economía en profunda recesión.
- Disminución del poder adquisitivo y baja liquidez de los consumidores.

Fondo de Titularización Hencorp Valores  
Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01  
Balance General Resumido Al 31 de Diciembre y 30 de Junio  
en miles de dólares \$ U.S.

	2013 Dic	2013 Jun	2014 Jun
<b>Activos corriente</b>	<b>4,020.15</b>	<b>2,173.67</b>	<b>4,019.63</b>
Bancos	676.15	653.67	675.63
Activos en titularización C. P.	3,344.00	1,520.00	3,344.00
<b>Activo no corriente</b>	<b>81,830.00</b>	<b>85,478.00</b>	<b>80,006.00</b>
Activos en titularización L.P.	81,830.00	85,478.00	80,006.00
<b>Total Activo</b>	<b>85,850.15</b>	<b>87,651.67</b>	<b>84,025.63</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>811.17</b>	<b>865.91</b>	<b>722.81</b>
Documentos por pagar	756.69	833.91	668.86
Honorarios profesionales por pagar	20.08	13.37	15.18
<b>Pasivos no corriente</b>	<b>86,919.97</b>	<b>87,908.28</b>	<b>85,930.86</b>
Obligaciones por titularización de activo L.P.	58,398.81	58,398.81	58,398.81
Ingresos diferidos	28,512.63	29,509.46	27,532.05
<b>Excedentes Fondo titularización</b>	<b>-1,880.98</b>	<b>-1,122.51</b>	<b>-1,880.98</b>
Reservas de excedentes anteriores			
Excedente ejercicio	-1,880.98	-1,122.51	-747.06
<b>Total Pasivo</b>	<b>85,850.15</b>	<b>87,651.67</b>	<b>84,025.63</b>

Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva  
Portuaria Autónoma 01  
Balance General Resumido Al 31 de Diciembre y 30 de Junio  
en miles de dolares \$ U.S.

	2013 Dic	2013 Jun	2014 Jun
<b>Ingresos</b>	<b>720.53</b>	<b>720.53</b>	<b>980.57</b>
Ingresos por activos titularizados	720.53	720.53	980.57
<b>Gastos</b>	<b>1,843.05</b>	<b>1,843.05</b>	<b>1,727.64</b>
Gastos de administración y operación	513.76	513.76	31.72
<b>Gastos financieros</b>	<b>1,133.73</b>	<b>1,133.73</b>	<b>1,592.90</b>
Interes valores titularización	1,133.73	1,133.73	1,542.90
<b>Otros gastos</b>	<b>195.54</b>	<b>195.54</b>	<b>153.02</b>
<b>Excedente del Ejercicio</b>	<b>-1,122.51</b>	<b>-1,122.51</b>	<b>-747.06</b>

#### Antecedentes Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

El 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp constituye la primera Sociedad Titularizadora de El Salvador, la cual se denomina Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora es el brindarle liquidez a activos propiedad del sector corporativo Salvadoreño y regional, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales, introduciendo de esta forma un mecanis-

El Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01 quedó constituido el seis de febrero del dos mil trece, la fecha de negociación fue el 18 de febrero del 2013. El manejo de las cuenta discrecional y restringida en el Banco Davivienda, S.A. han sido acordes a los flujos programados, en los montos y fechas de cada cesión mensual. El comportamiento de los colectores han sido adecuados a las cesiones requeridas, el mecanismo de recolección ha sido bueno, a partir del día uno de cada mes y han completado el monto de cada una de las mensualidades por un monto de \$404,000.00 cedidas hasta la fecha.

#### ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN:

La estructura de la titularización y el contrato de la titularización de flujos futuros permite reducir considerablemente el riesgo de una administración discrecional de los recursos recaudados por parte del originador (Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma). Esta estructura de la titularización y los mecanismos operativos del fondo de titularización poseen un marco legal adecuado para su cumplimiento, permitiendo enmarcar las obligaciones del originador (Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma y el administrador del fondo (Hencorp Valores, S.A., Titularizadora); permite a su vez que los mecanismos de garantía queden resguardados con dichos contratos; con la obligatoriedad de constitución de una cuenta restringida así como la incorporación de resguardos financieros y los mecanismos a tomar ante un eventual desvío de fondos.

#### COBERTURA DEL FLUJO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

El esquema Colector del monto de pagos por medio de la cesión los derechos futuros sobre la cantidad estipulada de los ingresos percibidos por Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma

#### FLUJOS A CEDER POR COMISIÓN EJECUTIVA PORTUARIA AUTÓNOMA AL FONDO DE TITULARIZACIÓN

Periodo Mensual	Cesión
Mes 1 al 35	US\$ 404,000
Mes 36 al 119	US\$ 1,013,000
Mes 120 al 180	US\$ 304,000

mo adicional que provea financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzca nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables. Los principales accionistas de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora. Hencorp, Inc. 89.1%, Eduardo Alfaro Barillas 10.0%.

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora es una de las dos empresa autorizada para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. Como empresa han manejado 9 titularizaciones, son los líderes del sector. Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores tanto en mercados locales como internacionales.

## ESQUEMA



### OPERACIÓN MENSUAL



### IMPACTO INGRESOS COMISIÓN EJECUTIVA PORTUARIA

AUTÓNOMA CIFRAS EN MILLONES DE \$

	Ingresos	Cesión	% Cesión/ Ingresos
2001	\$ 44.88		
2002	\$ 50.25		
2003	\$ 49.09		
2004	\$ 54.41		
2005	\$ 54.77		
2006	\$ 57.34		
2007	\$ 60.95		
2008	\$ 64.40		
2009	\$ 52.30		
2010	\$ 57.32		
2011	\$ 65.28		
2009	\$ 51.03		
2010	\$ 76.16		
2011	\$ 64.94		
2012	\$ 90.25	\$ 4.848	5.4%
2013	\$ 96.18	\$ 4.848	5.0%
2014	\$ 81.77	\$ 5.457	6.67%
2015	\$ 84.48	\$ 12.156	14.39%
2016	\$ 86.82	\$ 12.156	14.00%
2017	\$ 89.27	\$ 12.156	13.62%
2018	\$ 92.69	\$ 12.156	13.11%
2019	\$ 95.90	\$ 12.156	12.68%
2020	\$ 99.29	\$ 12.156	12.24%

### REPORTE DE INGRESOS ANUALES DE LA COMISIÓN

EJECUTIVA PORTUARIA AUTÓNOMA CIFRAS EN MILLONES DE \$

	Ingresos Aeropuerto AIES	Ingresos Puerto de Acajutla	Ingresos Total (AIES + Acajutla)
1998	\$ 20.93	\$ 19.68	\$ 40.61
1999	\$ 23.00	\$ 19.34	\$ 42.35
2000	\$ 23.67	\$ 18.47	\$ 42.15
2001	\$ 25.08	\$ 19.80	\$ 44.88
2002	\$ 28.68	\$ 21.57	\$ 50.25
2003	\$ 25.63	\$ 23.45	\$ 49.09
2004	\$ 28.21	\$ 26.19	\$ 54.41
2005	\$ 28.85	\$ 25.92	\$ 54.77
2006	\$ 27.65	\$ 29.69	\$ 57.34
2007	\$ 29.74	\$ 31.20	\$ 60.95
2008	\$ 32.47	\$ 31.92	\$ 64.40
2009	\$ 28.00	\$ 24.30	\$ 52.30
2010	\$ 30.68	\$ 26.64	\$ 57.32
2011	\$ 34.82	\$ 30.46	\$ 65.28
2012	\$ 36.62	\$ 30.41	\$ 67.03
2013	\$ 41.00	\$ 34.59	\$ 75.59

mensualmente (garantía legal de estos fondos) por colector autorizado independiente, en el año 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 y 2013 los ingresos del Aeropuerto AIES y del Puerto de Acajutla han sido \$60.95 Millones, \$64.4 Millones, \$52.30 Millones, \$57.32 Millones, \$65.28 Millones, \$67.03 Millones, \$75.59 Millones respectivamente. Según las proyecciones financieras realizadas, los flujos financieros futuros cedidos anualmente por la CEPA al Fondo de Titularización equivalen en el peor de los casos menos del 15% de los Ingresos

## RESUMEN DE LA ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN

Denominación del Fondo de Titularización	Fondo de Titularización – Hencorp Valores – Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01 denominación que podrá abreviarse “FTHVCPA 01”.
Denominación del Emisor	Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, en carácter de administradora del – FTHVCPA 01 y con cargo a dicho Fondo.
Denominación del Originador	Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma.
Denominación de la Emisión:	Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al FONDO DE TITULARIZACION – HENCORP VALORES – COMISIÓN EJECUTIVA PORTUARIA AUTÓNOMA 01, cuya abreviación es VTHVCPA 01.
Denominación de la Sociedad Titularizadora	Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.
Clase de Valor	Valores de Titularización - Título de Deuda con cargo al FTHVCPA 01, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, en adelante: “Valores de Titularización - Títulos de Deuda”.
Monto de la emisión y Plazo	Hasta US\$ 77,700,000.00, un plazo hasta por doscientos un meses.  El pago de los Valores de Titularización - Títulos de Deuda, estará únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVCPA 01, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador.
Respaldo de la Emisión	Cuenta Restringida Formará parte del respaldo de esta emisión, la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida del FTHVCPA CERO UNO, la que será administrada por Hencorp Valores, S.A., Titularizadora. Este respaldo no deberá ser menor a la próxima cuota de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores. La cesión contractual de los derechos sobre flujos financieros futuros sobre una porción correspondiente a los primeros ingresos de cada mes de la CEPA conforme en concepto de: a) Ingresos por venta de bienes y servicios; b) Ingresos por actualizaciones y ajustes; c) Ingresos financieros y otros; y d) Cualquier otro que determinen las leyes y reglamentos, cuyo monto corresponde hasta a la fórmula CESIÓN TOTAL AJUSTADA A ENTERAR POR PARTE DEL ORIGINADOR. También formará parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida de Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, para el Fondo de Titularización Hencorp Valores Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma 01. Esta cuenta será administrada por Hencorp Valores S.A., Titularizadora. Este respaldo no deberá ser menor a la próxima cuota mensual de cesión de flujos financieros futuros que servirán para el pago de capital, e intereses, comisiones y emolumentos. Ordenes Irrevocables de Pago (OIP): Como respaldo operativo de la emisión, el Originador por medio del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros se compromete a transferir la cesión de pagos a través de girar Órdenes Irrevocables de Pago (OIP), que serán mantenidas válidas y vigentes mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión del “FTHVCPA CERO UNO”.
Negociabilidad	La negociación de los tramos de oferta pública se efectuará en la Bolsa de Valores por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa, en las sesiones de negociación que se realicen en la Bolsa de Valores. La fecha de negociación será comunicada a la Bolsa de Valores mediante certificación de Punto de Acta de Junta Directiva de la Titularizadora.  De conformidad a lo dispuesto en el Decreto Legislativo N° 126 del Diario Oficial tomo #397 Número 186, La CEPA podrá comprometer hasta el veinte por ciento de derechos sobre rentas o flujos financieros anuales para garantizar el pago de la cesión de flujos financieros futuros, los fondos que Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma, reciba en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVCPA CERO UNO, serán invertidos por CEPA, para el mejoramiento, mantenimiento y ampliación de la infraestructura, equipos y servicios que requiere el Aeropuerto Internacional El Salvador AIES.
Destino de los Fondos Obtenidos de la Venta de Derechos sobre los Flujos Financieros Futuros	

anuales totales proyectados por la CEPA, es decir, que la CEPA tendría que experimentar una disminución de más del 85% de los ingresos totales percibidos actualmente para que el cumplimiento de la cesión mensual no pueda ser sostenible. Con el 6.35% de este monto (en el nivel más bajo de ingresos) se cubre en todo momento los compromisos del fondo por encima del 100%, se tiene una cobertura adecuada. La cantidad que se requiere para el Fondo de titularización para el primer año es de \$4.848 Millones siendo el 5.4% del total de ingresos de CEPA, para el 1 al 24 mes será de \$4.848 Millones al año, siendo el 5.96% del total de ingresos en el segundo año, para el 25 al 36 mes será de \$5.457 Millones al año, siendo el 6.67% del total de ingresos en el tercer año, para el 37 al 119 mes será de \$12.156 Millones al año, siendo el 14.39% del total de ingresos en el cuarto año, el 5 más alto, en el 9 año será un 12.24% del total de ingresos ; del mes 121 al 180 la cantidad que se requiere para el Fondo de titularización desde el año 11 al 15 es de \$3.648 Millones. La relación de ingresos/egresos de la cobertura de la titularización, indica que los compromisos del fondo de titularización hacia los inversionistas están cubiertos arriba del 100%; ya que los ingresos cubren los egresos del fondo de titularización en forma adecuada. A esto hay que sumar el saldo de la cuenta restringida que no deberá ser menor a la próxima cuota mensuales de flujos; lo cual es suficiente para pagar a los inversionistas el capital e intereses. Al contar con esta cuenta, la cobertura de los compromisos del fondo aumenta, donde tanto las coberturas proyectados con sus flujos teóricos; serán las adecuadas para finalizar el periodo de existencia del fondo.

Los derechos cedidos sobre los fondos de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma son suficientes, para el pago de obligaciones establecidas en la prelación de pagos correspondiente a los 180 los meses de vigencia de los valores.

Los ingresos esperados para los próximos 15 años estarían aproximadamente en US\$ 117.776 Millones. Los pagos de los ingresos percibidos por CEPA ingresarán primeramente a la cuenta del fondo de titularización para el pago de sus compromisos con el inversionista, posteriormente el excedente será transferido a la cuenta administrada por CEPA. Hay una adecuada cobertura del fondo de titularización, en la evaluación realizada a los flujos cedidos por parte de CEPA; éstos son suficientes para cubrir el aporte requerido para la cuenta restringida así como el pago del capital e intereses para los inversionistas.

#### **SOBRE EL ORIGINADOR**

El nivel de los ingresos del aeropuerto AIES y del Puerto de Acajutla en los últimos 5 años son importantes. Asimismo, se espera que para los próximos años se mantenga el nivel de estabilidad y crecimiento. La Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma, no podrá usar para

titularización mas del 20% de los ingreso totales solo para realizar inversiones en el Aeropuerto Internacional AIES.

#### **CONTRATO DE CESIÓN DE DERECHOS DE FLUJOS FUTUROS**

Mediante Escritura Pública de Cesión, Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma cede, a título oneroso, a Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, todos los derechos sobre los 180 flujos futuros de ingresos generados sobre la cantidad estipulada de los ingresos de CEPA cada mes, libres de impuestos hasta completar las cifras indicadas en el cuadro Monto a ceder, flujo trasladado por colector autorizado independiente con una OIP a partir del día uno de cada mes Banco Davivienda, S.A.

#### **DESCRIPCIÓN DE LOS FLUJOS FUTUROS**

La cesión de los Flujos Futuros será en 180 pagos mensuales que en total representará US\$117,776,000. Los flujos futuros cedidos de ingresos libres de impuestos estarán conformados por ingresos percibidos cada mes por Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma a través del agente colector principal.

#### **OPERATIVIDAD DE LA ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN**

Se abrieron las siguientes cuentas en el Banco Davivienda, S.A a nombre del Fondo de Titularización: cuenta discrecional del Fondo de Titularización (cuenta operativa donde se reciben los ingresos del originador), una cuenta restringida del Fondo de Titularización (provisión de una cuota mensual de flujos cedidos próximo pago a realizar). Todo pago se hará por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización a través de la cuenta bancaria denominada Cuenta Discrecional en el siguiente orden: (i) Se abona la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida con su saldo mínimo de dos cuota de pago de intereses y principal únicamente cuando en esta cuenta haga falta, ii) Obligaciones a favor de los Tenedores de Valores, (iii) Comisiones a la Sociedad Titularizadora, (iv) Saldo de costos y gastos adeudados a terceros, (v) 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 al FTHVCP 01, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización los fondos suficientes para pagar en un 100% el valor de una cuota de intereses y capital de la próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos de la Cuenta Restringida del FTHVCP 01 para que esta realice los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización. Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida no son los superiores a los fondos necesarios para realizar el pago inmediato de la cuota e intereses y principal próxima siguientes de la presente emisión habrá lugar a una situación de mora. Esto deberá ser comunicado al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determine que los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora deberá notificar a la BVES y la SSF.

## El análisis de la Pirámide de ratios de “CEPA”

Ratios: Junio de cada año.

$$\frac{\text{Bpt}}{\text{Cap. Prop.}} = \frac{\text{Bait}}{\text{Act. Func.}} \times \frac{\text{Act. Func.}}{\text{Cap. Prop.}} \times \frac{\text{Bat}}{\text{Bait}} \times \frac{\text{Bpt}}{\text{Bat}}$$

2007	5.75%	=	0.041	X	1.54	X	0.89	X	1.0
2008	6.20%	=	0.042	X	1.68	X	0.89	X	1.0
2009	2.46%	=	0.017	X	1.87	X	0.75	X	1.0
2010	2.29%	=	0.018	X	1.89	X	0.66	X	1.0
2011	0.36%	=	0.012	X	1.95	X	0.16	X	1.0
2012	2.89%	=	0.024	X	1.70	X	0.70	X	1.0
2013	4.7%	=	0.04	X	1.56	X	0.75	X	1.0
2014	0.056%	=	0.0097	X	1.61	X	0.036	X	1.0

**A partir de las cifras analizadas de los Estados Financieros de CEPA se llega a las conclusiones siguientes:**

La tendencia del índice de Rentabilidad de los capitales propios: *Beneficio antes de Impuestos/Capital Propio*, se ha ubicado en el rango a diciembre del 11.01% al -5.64% en el período de 2007 al 2012 en diciembre; durante diciembre del 2007 fue 11.01% , en valores que se han movido de 10.09% en diciembre del 2008, un 2.75% en diciembre del 2009 , a un 3.33% en diciembre del 2010 y al -5.64 % en el 2011, al 4.76% el 2012 y al 6.94% el 2013.

La Tasa de Rentabilidad que la empresa ha obtenido a través del período analizado de junio del 2007 al 2014 ha tenido un ciclo económico con su parte baja en el año 2011 y en el 2014 y la parte de subida de ciclo al inicio.

La rentabilidad del periodo junio 2007 al 2014 se ha mantenido entre un 6.20% al un 0.056 % en el resto de los años. Las ventas de servicios han estado subiendo en promedio alrededor del 20% por quinquenio desde 1998 y se han mantenido creciendo; durante el periodo del 2009 al 2012 se han visto afectados por la crisis internacional. Los resultados han sido producto de la crisis de descapitalización y endeudamiento, aunque es probable que las consecuencias sobre la estructura de capital durante 2014-2017 sea todavía fuerte y en la estructura de pasivos a Largo plazo, aunque no como lo fue para 2007-2011, la cotización del yen sera clave.

La tendencia del índice de Rentabilidad de los capitales propios: *Beneficio Después de Impuestos/Capital*

*Propio*, se ha ubicado en el rango a junio del 6.20% al 0.36% en el período de 2007 al 2012 en junio ; durante junio del 2007 fue 5.75% , en valores que se han movido de 6.20% en junio del 2008 a un 2.29% en junio del 2010 y al 0.36% en el 2011, al 2.89% el 2012, al 4.71% el 2013 y al 0.056% el 2014.

Las condiciones se deterioraron para CEPA, no solo por el proyecto del puerto de la Unión por su impacto en la estructura de su capital sino también por la recesión internacional, tipo de cambio del yen y el decrecimiento del nivel de operaciones.

Entre los factores que pueden explicar esta evolución tenemos el valor del rendimiento técnico (BAIT/Activo funcional), con un 4.19% en junio del 2007, un 4.16% en el 2008, un 1.75% en el 2009, 1.83% en el 2010, 1.17% en el 2011 , 2.43% en Junio del 2012, 1.77% en Junio del 2013 y 0.97% en Junio del 2014. Uno de los factores clave o determinante de la tasa de rentabilidad es el rendimiento técnico y el cambio en el apalancamiento, que es otro de los factores clave que explican la evolución de la rentabilidad de CEPA.

De una tasa de apalancamiento de 1.54 para junio del año 2007 se ha experimentado cambios anuales hasta llegar a un 1.95 en el año 2011, a un 1.68 en el 2008, un 1.87 en el 2009, un 1.89 en junio del 2010 creciendo a 1.95 en el 2011, un 1.70 en junio del 2012 , un 1.56 en junio del

2013, un 1.61 en junio del 2014. El capital propio en los últimos seis años pasa de \$195.2 Millones en junio del 2007, a \$211 Millones en el 2008, a \$ 219.67 Millones en el 2009, a \$219.68 Millones en el 2010, a \$220.68 Millones en el 2011, a \$214.18 Millones en el 2012, a \$322 Millones en el 2013 y a \$327 Millones en el 2014 y es precisamente los incrementos en el capital los que han ayudado a paliar parte de las necesidades de recursos cíclicos, aunque el desbalance ha sido mas por las necesidades acíclicas, que se han paliado con recursos cíclicos.

El BAT ha estado en el rango de \$11.2 Millones a \$0.80 Millones durante el período de 2007 al 2012 a junio, habiendo sido el más bajo \$0.80 Millones en el 2011, luego a \$11.2 Millones en el 2007, \$13.9 Millones en el 2008, \$5.4 Millones en el 2009, \$5.2 Millones en el 2010, a \$ 0.80 Millones en el 2011, a \$ 6.18 Millones en el 2012, a \$ 15.17 Millones en el 2013 y a \$ 0.185 Millones en el 2014.

La incidencia de la carga financiera presentada por el ratio siguiente de la pirámide BAT/BAIT tiene una evolución notable; esta cifra oscila entre el 0.16 y 0.89 dentro del periodo estudiado; iniciando con 0.89 para el 2008, un 0.75 en el 2009, 0.66 en el 2010, 0.16 en Junio del 2011, 0.70 en Junio del 2012, 0.75 en Junio del 2013 y 0.036 en Junio del 2014; sus valores nos dicen que la incidencia de la carga financiera ha sido muy importante.

El último de los factores tampoco actúa de forma excesivamente relevante. La presión fiscal ha sido aproximadamente fija entre los períodos, con un 0.25% de índice tasal, para este semestre no la hemos incluido.

A partir de estos índices, es evidente que el apalancamiento y el rendimiento técnico, en bastante medida afectan desfavorablemente a la rentabilidad.

En Junio del 2008, el factor de apalancamiento del  $1.54 \times 0.89 = 1.37$ , actúa favorablemente para soportar el recorte fiscal que los sitúa y con un rendimiento técnico del 4.16% generan una rentabilidad antes-impuestos de 6.20%.

En Junio del 2009 el factor de apalancamiento es de  $1.87 \times 0.75 = 1.4$ , actúa desfavorablemente para que junto a un rendimiento técnico del 1.75% lleva a una rentabilidad post impuestos del 2.46%.

En el 2010 con un factor de apalancamiento de  $1.89 \times 0.66 = 1.24$ , actúa desfavorablemente y con un rendimiento técnico del 1.83 %, se llega a una rentabilidad antes impuestos del 2.29%.

A Junio del 2011 con un factor de apalancamiento de  $1.95 \times 0.16 = 0.31$ , actúa desfavorablemente y con un rendimiento técnico del 1.17%, se llega a una rentabilidad antes impuestos del 0.36%.

A Junio del 2012 con un factor de apalancamiento de  $1.70 \times 0.70 = 1.19$ , actúa desfavorablemente y con un rendimiento técnico del 2.43%, se llega a una rentabilidad antes impuestos del 2.89%.

A Junio del 2013 con un factor de apalancamiento de  $1.56 \times 0.75 = 1.17$ , actúa desfavorablemente y con un rendimiento técnico del 4.02%, se llega a una rentabilidad antes impuestos del 4.77%.

A Junio del 2014 con un factor de apalancamiento de  $1.61 \times 0.036 = 0.058$ , actúa desfavorablemente y con un rendimiento técnico del 0.97%, se llega a una rentabilidad antes impuestos del 0.056%.

Se puede decir que durante el año 2008 se tuvo una situación en que la empresa actuó con apalancamiento financiero favorable que permitió potenciar su rentabilidad, en cuyo caso, la política de endeudamiento le ayudó a potenciar su rentabilidades con el rendimiento técnico. Sin embargo, desde el año 2009 se dio el caso de tener apalancamientos financieros desfavorables, y la desventaja de o su carga financiera que se aplique sobre un bajo beneficio y provoque apalancamiento financiero desfavorable.

El margen de ventas y la rotación de activos ha desmejorado durante el período analizado, sin embargo fue contrarrestado por la disminución en los índices (*Activos Funcionales/Capital Propio*) y (*Bat/Bait*), que incidieron en el resultado.

Para los años venideros, la manera de mejorar la rentabilidad sería a través de dos opciones: El incremento en las ventas, elevar la lealtad de los clientes y/o la reducción en los Costos. El incremento en las ventas (en parte por la mejoría de los precios, optimización y subir eficiencia) se perfila como la opción principal, ya que la disminución de costos posiblemente es menos permisible por la evolución que deben tomar las inversiones .

# ANÁLISIS FINANCIERO

Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma CEPA

Balance General Resumido al 30 de Junio (Cantidades en Miles de US \$)

Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Fondos</b>	<b>34,778.50</b>	<b>34,205.14</b>	<b>37,200.87</b>	<b>45,916.81</b>	<b>60,789.69</b>	<b>13,227.12</b>	<b>10,940.61</b>	<b>65,765.68</b>
Disponible	10,023.86	17,373.22	9,716.13	4,278.42	6,906.78	7,029.92	6,184.79	20,978.24
Anticipos Fondos	22,542.63	14,492.29	25,460.26	39,271.53	51,522.08	3,820.85	2,406.93	42,187.38
<b>Inversiones Financieras</b>	<b>25,708.78</b>	<b>29,960.41</b>	<b>10,450.51</b>	<b>2,198.63</b>	<b>5,698.35</b>	<b>1,289.57</b>	<b>50,613.51</b>	<b>11,039.28</b>
Deudores financieros	2,226.39	1,540.36	974.84	135.80	17.39	10.40	11.50	10.68
Inversiones intangibles	947.60	1,305.05	2,799.84	2,062.83	1,680.96	1,279.17	764.04	1,371.92
Inversiones temporales	23,234.00	27,115.00	6,675.83		4,000.00		42,528.31	9,656.68
Inversiones en Proyectos y Programas	90,478.02	142,572.46	212,319.46	218,124.98	3,501.054	2,026.55	16,945.80	40,189.40
Bienes Depreciables	61,074.25	59,368.72	60,573.21	59,967.51	265,795.97	251,858.29	240,140.40	226,799.31
Bienes no Depreciables	86,292.89	86,292.89	86,307.90	86,450.26	91,904.13	91,904.14	178,142.85	178,178.84
<b>Total Recursos</b>	<b>301,080.12</b>	<b>355,170.61</b>	<b>409,878.7</b>	<b>415,827.3</b>	<b>431,351.94</b>	<b>364,393.4</b>	<b>501,335.29</b>	<b>527,052.48</b>
<b>Deuda Corriente</b>	<b>19,584.31</b>	<b>30,501.69</b>	<b>45,776.46</b>	<b>54,560.13</b>	<b>55,840.44</b>	<b>6,739.45</b>	<b>6,776.48</b>	<b>6,277.83</b>
Depósitos de Terceros	17,464.88	27,806.02	42,985.29	51,730.43	53,064.56	3,494.70	3,701.73	2,966.99
Acreedores monetarios	2,119.43	2,695.67	2,791.17	2,829.70	2,775.88	3,244.75	3,074.75	3,310.84
<b>Financiamiento de terceros</b>	<b>86,292.39</b>	<b>113,640.00</b>	<b>144,423.37</b>	<b>141,581.90</b>	<b>154,831.93</b>	<b>143,470.94</b>	<b>172,415.52</b>	<b>193,371.78</b>
Endeudamiento Interno	1,819.76	1,684.96	1,550.17	1,415.37	10,497.86	10,363.07	68,516.27	69,499.65
Endeudamiento Externo	62,268.76	84,073.16	121,823.15	128,156.49	137,822.26	127,119.83	86,737.48	84,469.88
Acreedores Financieros	22,203.87	27,881.88	21,050.05	12,010.04	6,511.81	5,988.04	17,161.78	39,402.25
Patrimonio	183,986.31	197,939.16	214,265.50	214,665.48	219,879.66	207,998.07	306,971.00	327,217.25
Resultados ejercicio	11,218.46	13,090.45	5,414.12	5,020.49	800.60	6,185.70	15,172.96	185.62
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>301,080.12</b>	<b>355,170.61</b>	<b>409,878.7</b>	<b>415,827.3</b>	<b>431,351.94</b>	<b>364,393.4</b>	<b>501,335.29</b>	<b>527,052.48</b>

Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma CEPA

Estado de Resultado Resumido al 30 de Junio (Cantidades en Miles de US \$)

Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos</b>	<b>29,930.59</b>	<b>34,351.75</b>	<b>26,801.00</b>	<b>28,698.76</b>	<b>35,894.43</b>	<b>44,403.70</b>	<b>52,281.03</b>	<b>40,640.82</b>
Ingresos financieros y otros	2,367.30	2,351.85	2,452.98	1,743.01	2,274.28	2,381.62	3,831.19	3,211.11
Ingresos por transferencias corrientes	2.99	403.99	0.42	505.02	26.04	100.42	94.56	15.45
Ingresos por transferencias de capital recibidas		2,438.96						
Ingresos por ventas de bienes y servicios	27,128.48	28,695.25	24,065.54	26,087.30	30,668.41	32,031.55	32,974.88	36,578.45
Ingresos por actualizaciones y ajustes	431.83	461.70	282.06	363.42	2,925.70	9,890.11	15,380.40	835.81
Total de Gastos	18,712.13	21,261.38	21,386.87	23,678.27	35,093.83	38,218.00	37,108.09	40,455.17
Menos: Gastos de Operación	15,150.18	18,951.82	19,473.17	21,587.70	29,540.92	28,677.48	32,771.21	33,129.25
Gastos de ventas y cargos calculados	3,329.42	3,176.08	3,492.56	3,958.40	8,411.69	7,664.72	7,639.25	7,143.87
De Personal funcionarios y empleados	2,710.72	4,573.08	4,911.11	6,346.79	7,494.53	7,729.29	8,073.77	8,212.97
Gastos de bienes de consumo y servicios	7,701.71	9,529.42	9,303.75	8,692.47	9,370.03	10,613.97	12,091.04	12,830.62
Gastos financieros	1,408.33	1,673.24	1,765.75	2,590.04	4,264.67	2,669.50	4,967.15	4,941.79
<b>Otros Gastos</b>	<b>3,522.22</b>	<b>2,234.26</b>	<b>1,868.36</b>	<b>2,062.42</b>	<b>5,494.11</b>	<b>9,512.94</b>	<b>4,300.93</b>	<b>7,251.90</b>
Resultados	11,218.46	13,090.37	5,414.13	5,020.49	800.60	6,185.71	15,172.94	185.64

Las tablas presentan información financiera de la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma CEPA, no se han incluido todas las cuentas, esta información se ha tomado de los Estados Financieros intermedios auditados a Junio 30 de 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014 (Cantidades en Miles de \$).

## VOLÚMENES DE OPERACIÓN

A Junio del 2007, la Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma CEPA obtiene unos Resultados/ superávit de \$11.218 Millones, de \$13.090 Millones en Junio del 2008, \$5.414 Millones en Junio del 2009, \$ 5.02 Millones en el 2010, \$800.6 Miles en Junio del 2011, \$6.185 Millones en Junio del 2012 y \$15.172 Millones en Junio del 2013 y de \$185.64Miles en Junio de 2014.

CEPA ha vivido este ciclo de resultados en el periodo del 2007 al 2014 el cual se ha desarrollado en una situación económica en recesión y bastante adversa del país, con cambios en los sectores económicos y en la demanda agregada ocasionada por los problemas en USA. Esta coyuntura económica y política particular se auna a una ralentización de nuestra economía, que se sitúa en un marco general que afecta a todo el país, el cual se ve particularmente marcado por una desaceleración económica dentro de una recesión, que a su vez, propicia una disminución en la demanda agregada, producción e inversión nacional, con una política restrictiva económica.

Comportándose los ingresos de forma cíclica, con los ingresos de sus propias empresas por sus ventas y las ayudas del gobierno central tal como lo muestra el Estado de Resultados Comparativo, se ve una tendencia cíclica a la baja en los resultados en el periodo del 2007-2014; aunque para Junio del 2014 se dio el más bajo superávit. Sin embargo, este efecto cíclico de los ingresos se ve acompañado por similares crecimientos de

12

los Gastos de Gestión por el incremento porcentual en estos Gastos de Operación. El elemento clave ha sido también el tipo de cambio del Yen.

Se ha vivido un efecto combinado de un aumento porcentual de los Ingresos de Operación y de los Gastos de Operación. En Junio de 2008, los ingresos muestran un incremento del 14.8% con relación al período anterior y los resultados son positivos, con tendencia a la alza en los gastos de gestión del 13.6% así como en los Gastos financieros del 18.8%.

Es de hacer notar que entre Junio 2007 y Junio 2008, experimentó un aumento fuerte en los ingresos por venta de bienes y servicios que fueron de un monto de \$28.69 Millones y por ingresos por transferencias de capital las cuales fueron de \$2.43 Millones. Estos incrementos, que llevó los ingresos de las empresas a un nivel de \$ 34.35 Millones en Junio 2008.

Para Junio 2009, viviendo la coyuntura económica difícil y las circunstancias que generó en el país, CEPA reportó una cartera de ingresos de \$26.8 Millones teniendo unos ingresos de las empresas a un nivel de \$24.06 Millones en Junio 2009, una baja del 22% de los ingresos en una coyuntura marcada por la depresión, nuevo gobierno, recesión económica. Para el 2010 tiene una cartera de ingresos de \$28.69 Millones que representa un 7.1% mayor que el nivel obtenido en el período anterior. Teniendo unos ingresos de las empresas a un nivel de \$26.08 Millones en Junio 2010.

Posteriormente, durante el 2011, se tuvo una alza de la cartera de ingresos del 25.1% llevándoles a niveles de \$35.89 Millones. Teniendo unos ingresos de las empresas de \$30.66 Millones en Junio 2011, la participación en ingresos por actualizaciones y ajustes fue de un monto \$2.92 Millones.

Durante el primer semestre del 2012, se tuvo un incremento de la cartera de ingresos porcentual del 8.8% llevándoles a niveles de \$44.4 Millones. Teniendo unos ingresos de la institución por venta de servicios de un nivel de \$ 32.03 Millones en Junio 2012, la participación en el total de Ingresos por actualizaciones y ajustes fue de un monto de \$9.89 Millones.

Posteriormente, durante el 2013, se tuvo una alza de la cartera de ingresos del 17.7% llevándoles a niveles de \$52.28 Millones. Teniendo unos ingresos de las empresas de \$32.97 Millones en Junio 2013, la participación en ingresos por actualizaciones y ajustes fue de un monto \$15.38 Millones.

A Junio del 2014, se tuvo una disminución de la cartera de ingresos del 22.3% con ingresos en niveles de

\$40.64 Millones. Teniendo unos ingresos de venta de servicios de las empresas de \$36.58 Millones en Junio 2014, la participación en ingresos por actualizaciones y ajustes fue de un monto \$835.81 miles.

## INGRESOS Y RESULTADOS OPERATIVOS

### Ingresos de Operación:

Los Ingresos Operativos de CEPA provienen principalmente de sus Ingresos financieros, Ingresos por ventas de bienes y servicios, Ingresos por transferencias corrientes, Ingresos por transferencias de capital recibidas e Ingresos por actualizaciones y ajustes.

A Junio, los Ingresos de Operación experimentaron un ciclo desde el 2007 hasta Junio del 2012, creciendo en los primeros años, sin embargo, en el 2009 muestran un decremento del 22.0% por la crisis del 2008, posteriormente en el 2011, en 2012 en el 2013 crecieron un 25.1% y un 23.7% y un 17.7% y en Junio de 2014 decrecen en un 22.3%

Al analizar el aporte de los rubros principales dentro del ingreso, se puede observar que los «Ingresos Financieros» van moviéndose en relación al ciclo dentro del total de los Ingresos, aumentando al final debido a los fondos obtenidos por titularización, que se pusieron en inversiones financieras, constituyendo durante el periodo un monto fijo alrededor de \$2.3 Millones, siendo entre el 5.36% y 9.15% (el cual subió por el monto de las inversiones financieras) y para los meses de Junio del 2007 al 2014.

Los Ingresos por ventas de bienes y servicios constituyen entre el 72.14% y 90.90% y para los meses de Junio de 2007 al 2014, su composición bajó en los últimos años por los ingresos de actualización y ajustes.

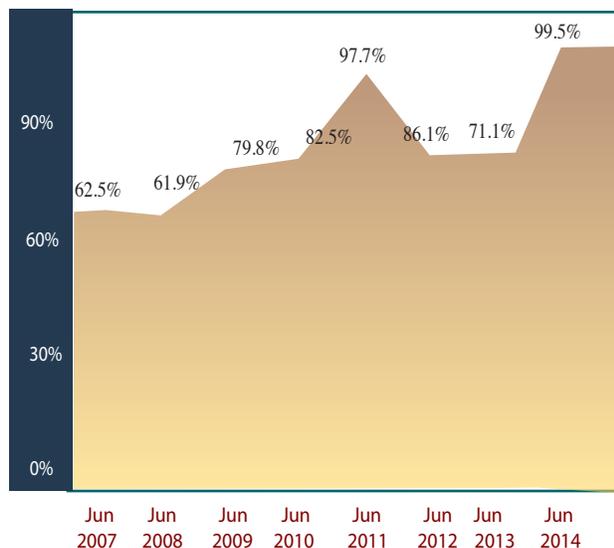
Los Ingresos por actualizaciones y ajustes constituyen el 1.44%, en el 2007, un 1.34% en el 2008, 1.05% en el 2009 1.27% en el 2010, 8.15% (\$2.92 Millones) en 2011 y 22.27% (\$9.89 Millones) para Junio del 2012 de los Ingresos Totales, en Junio del 2013 el 29.42% (\$15.38 Millones) de unos Ingresos Totales de \$52.28 Millones y en 2014 (\$835.81 miles) de unos ingresos totales de \$40.64 Millones. A Junio de 2014 estos representan el 2.06% de los Ingresos Totales.

Los Ingresos por transferencias corrientes y Ingresos por transferencias de capital, mantuvieron la tendencia baja aumentando transferencias de capital en el 2008 a un 7.1% al 30 de Junio, observándose lo anteriormente mencionado.

Ingresos de Operación	2007 Jun	2008 Jun	2009 Jun	2010 Jun	2011 Jun	2012 Jun	2013 Jun	2014 Jun
Ingresos financieros	7.91%	6.85%	9.15%	6.07%	6.34%	5.36%	7.33%	7.90%
Ingresos por transferencias corrientes	0.01%	1.18%	0.00%	1.760%	0.07%	0.23%	0.18%	0.04%
Ingresos por transferencias de capital recibidas		7.10%						
Ingresos por ventas de bienes y servicios	90.64%	83.53%	89.79%	90.90%	85.44%	72.14%	63.07%	90.00%
Ingresos por actualizaciones y ajustes	1.44%	1.34%	1.05%	1.27%	8.15%	22.27%	29.42%	2.06%

## ESTADO DE RESULTADOS : ESTRUCTURA %

**Gastos totales**  
como porcentaje del Ingreso de Operación



### Gastos de Operación:

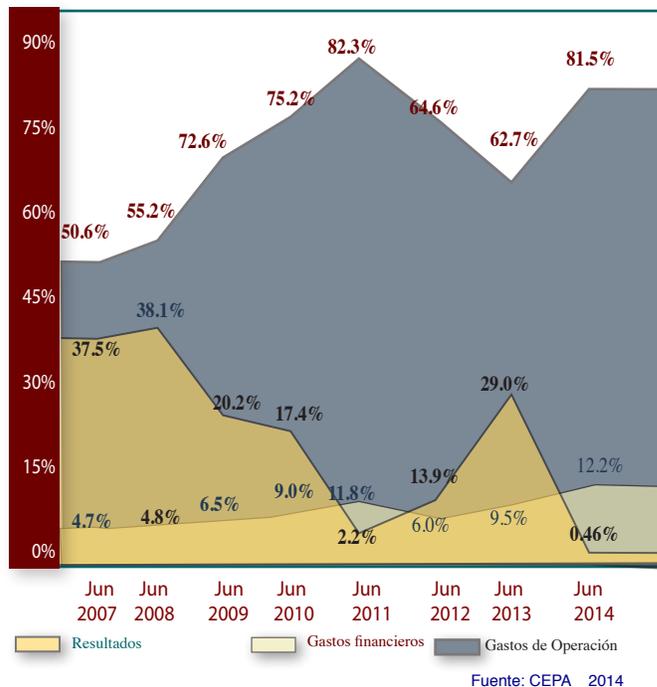
Así como los Ingresos provienen principalmente de las operaciones normales, los Gastos de Operación son el resultado, en su mayoría, de las operaciones y de la gestión de CEPA, compuestos principalmente por los «Gastos de inversiones Públicas y Gastos de bienes capitalizables», seguidos por los «Gastos de ventas y cargos calculados de Personal, Gastos de bienes de consumo y servicios» Gastos en transferencias otorgadas y luego por «Gastos financieros».

Al analizar los Resultados reportados a finales de Junio, vemos que CEPA ha aumentado sus Gastos de Operación en los años 2009, 2010 y 2011, constituyendo el pico el año 2012, en términos porcentuales, se ha evolucionado una menor proporción dentro del estado de resultados, pasando del 50.6% en el 2007, incrementando a 55.2% en el 2008 para ser un 72.66% en el 2009, 75.2%, 82.3%, al 64.6%, al 62.7% y 81.5% en el 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014 respectivamente.

El monto de los gastos de bienes de consumo y servicios estuvo entre \$7.7 Millones entre Junio del 2007 al 2014 en \$12.83 Millones. El peso porcentual del personal pasó de constituir el 9.06% en el 2007, al 13.3% en el 2008, al 18.3% en el 2009, al 22.12% en el 2010, al 20.8% en el 2011, al 17.4% a Junio del 2012, al 15.4% a Junio del 2012 y en 2014 el 20.2%. El monto mayor en cifras se advierte en el 2014 en que representaron \$8.212 Millones.

El peso porcentual de los gastos de transferencias otorgadas pasó de constituir el 11.68% en el 2007, en Junio del 2008 a 6.4%, en Junio del 2009 a 6.8%, en Junio del 2010 a 7.16%, al 5.2% a Junio del 2011, al 4.5% a Junio del 2012, a 4.0% en Junio del 2013 y 5.2% en Junio de 2014.

**Resultados, Gasto de Operación y Gastos financieros**  
como porcentaje del Ingreso de Operación



El peso porcentual de los gastos financieros pasó de constituir el 4.71% en el 2007, en Junio del 2008 a 4.87%, en Junio del 2009 a 6.59%, en Junio del 2010 a 9.02%, en Junio del 2010 a 11.88%, al 6.0% a Junio del 2012, 9.5% en Junio de 2013 y 12.2% en Junio de 2014.

### Gastos Totales :

Los Gastos totales han mantenido un comportamiento variable pero dentro de un rango. Utilizando el 62.5% de los ingresos totales del 2007. El 2008 y 2009 estos gastos representaron el 61.9% y 79.8% respectivamente, siempre con mayor peso en los gastos de bienes de consumo y servicios, gastos de ventas, Gastos de Funcionarios y Empleados, pero en el 2010 estos gastos fueron el 82.5% de los ingresos totales. En el 2011, 2012, 2013 y 2014, su peso porcentual representa el 97.7%, el 86.1%, 71.0% y 99.5% de los Ingresos Totales.

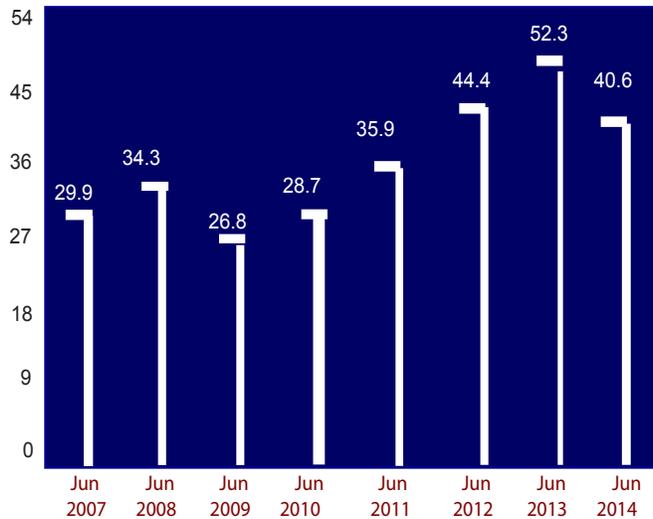
### Los Resultados :

De Junio del 2007 al 2014, CEPA experimentó Resultados originados en el rendimiento de las operaciones en comparación con los Ingresos y Gastos.

En el 2007 y el 2008 a Junio, los Resultados permitieron cerrar operaciones con un superávit del 37.5% y 38.1% respectivamente. A Junio 2007, los resultados son de \$ 11.21 Millones, la fuente mayoritaria de los resultados provino de las operaciones corrientes del puerto de Acajutla y del Aeropuerto Internacional, ingresos financieros y de los ingresos por actualizaciones y ajustes, de igual forma

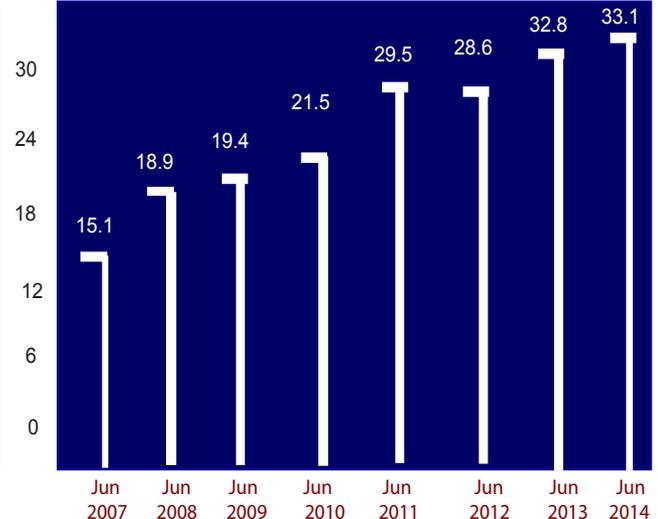
### Ingresos de Operación

Millones de US\$

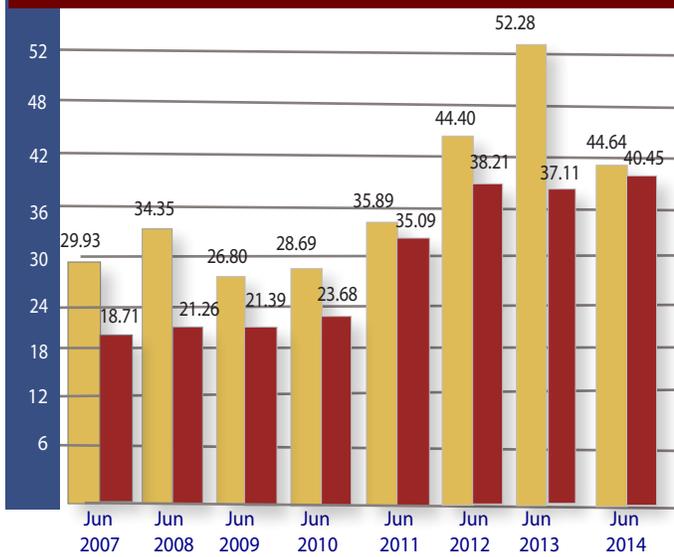


### Gastos de Operación

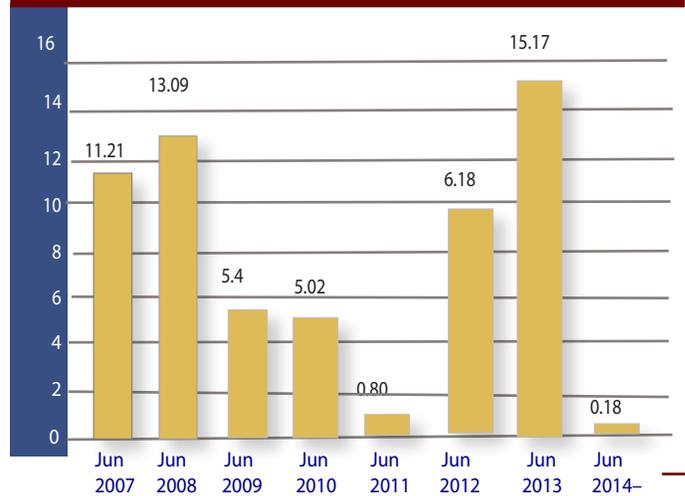
Millones de US\$



### Ingresos y Gastos totales - en Millones de dólares



### Resultados - en Millones de dólares



durante Junio del 2008, los resultados de CEPA ascienden a \$13.09 Millones.

Para el 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014, los Resultados Operativos permitieron cerrar operaciones con una utilidad del 20.2%, 17.49%, 2.23%, 13.9%, 29.0% y 0.46% respectivamente. Para Junio 2009, 2010, 2011, 2012, 2013

y 2014 los resultados son de \$5.4 Millones, \$5.02 Millones, \$ 800.6 Miles, \$ 6.18 Millones y 15.17 Millones y \$185.6 Miles respectivamente.

Gastos Totales (en Porcentajes)	2007 Jun	2008 Jun	2009 Jun	2010 Jun	2011 Jun	2012 Jun	2013 Jun	2014 Jun
Gastos de ventas	11.12%	9.25%	13.03%	13.79%	23.43%	17.26%	14.6%	17.6%
Personal	9.06%	13.31%	18.32%	22.12%	20.88%	17.41%	15.4%	20.2%
Bienes de consumo y servicios	25.73%	27.74%	34.71%	30.29%	26.10%	23.90%	23.1%	31.6%
Gastos Financieros	4.71%	4.87%	6.59%	9.02%	11.88%	6.01%	9.5%	12.2%
Otros Gastos	11.77%	6.52%	6.97%	7.19%	15.3%	21.4%	8.2%	17.8%
<b>Total Gastos</b>	<b>62.5%</b>	<b>61.9%</b>	<b>79.8%</b>	<b>82.5%</b>	<b>97.7%</b>	<b>86.1%</b>	<b>71.0%</b>	<b>99.5%</b>

A junio del 2014 CEPA se financia con recursos a corto plazo y largo plazo, posee unos pasivos de U\$199.64 Millones, a largo plazo en obligaciones endeudamiento interno \$69.499 Millones, endeudamiento externo \$76.46 Millones, BCIE con un monto de \$8.0 Millones. La titularización del 18 de febrero 2013, representa a este momento un monto de \$58.3 millones.

CEPA se financia con recursos a corto plazo y largo plazo, posee unos pasivos de U\$179.21 Millones a Junio del 2013, a largo plazo en obligaciones endeudamiento interno \$10.36 Millones (con el Ministerio de hacienda), endeudamiento externo Japan Bank International Cooperation \$112.35 Millones, KFW con un monto de \$2.76 Millones. El 18 de febrero se realizó titularización por un monto de \$58.3 millones a 15 años.

CEPA se financia con recursos a corto plazo y largo plazo, posee unos pasivos de U\$150.21 Millones a Junio del 2012, a largo plazo en obligaciones endeudamiento interno \$10.36 Millones (con el Ministerio de hacienda), endeudamiento externo Japan Bank International Cooperation \$112.35 Millones, KFW con un monto de \$2.76 Millones.

CEPA ha dado fondos de contrapartida por la construcción del Puerto de la Unión alrededor de \$107.5 millones, entre los años 2008 y 2013. Los Fondos propios utilizados al puerto de la Unión, la amortización de la deuda con Japan Bank International Cooperation y gastos de operación fueron un monto \$128.2 Millones. El préstamo fue por un monto de 11,207,530,748 Yenes; el impacto en los resultados financieros de CEPA por la fluctuación cambiaria ha sido importantes, para el 2011 fueron del orden -\$6.0 millones y en el 2012 fueron del orden \$10.3 millones, para

el 2013 debido a la devaluación del Yen serán cifras mayores que el 2012 a mediados de años era mayor el monto que todo el 2012.

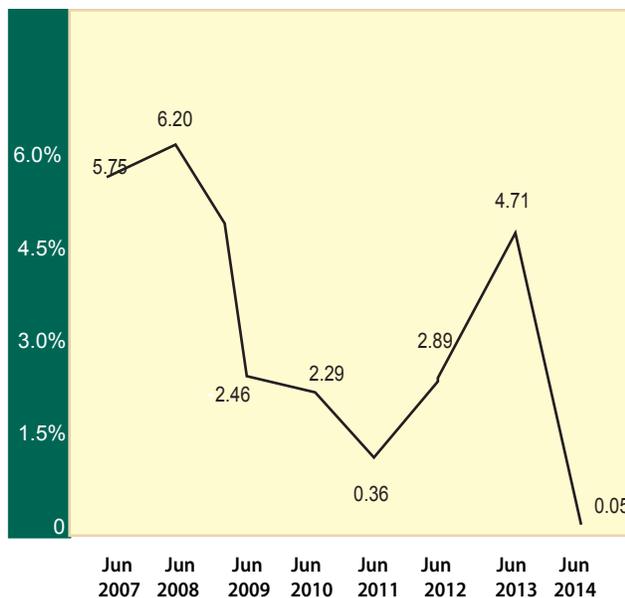
Se requirieron \$78.82 Millones para terminar la obra de construcción del puerto. Se obtuvieron fondos a través de una línea rotativa corto plazo hasta por un monto de \$39.0 Millones con el BCIE en el 2008. Con este préstamo se ha sostenido los déficit de caja desde el 2009, el cual se pagó con sobregiro bancario cada fin de año, reactivándose cada año.

### Razones de Rentabilidad

El Rendimiento sobre los Activos (ROA) a Junio del año 2007 refleja un 3.73%. Un año después, a Junio de 2008, este coeficiente fue de 3.69%. A Junio del 2009 el ROA redujo al 1.32% que se convirtió en 1.21% en la misma fecha del 2010. Para Junio de 2011 este ratio fue de 0.19%, a Junio del 2012 de 1.70%, a Junio del 2013 de 3.0% y a Junio del 2014 de 0.04%.

El Rendimiento sobre el Patrimonio (ROE). Al 30 de Junio del 2007 el ROE era 5.75% llegando al 6.2%, a Junio 2008.

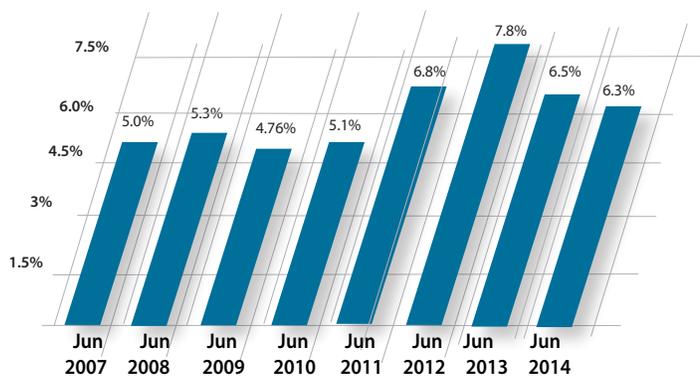
### Resultados /Patrimonio)



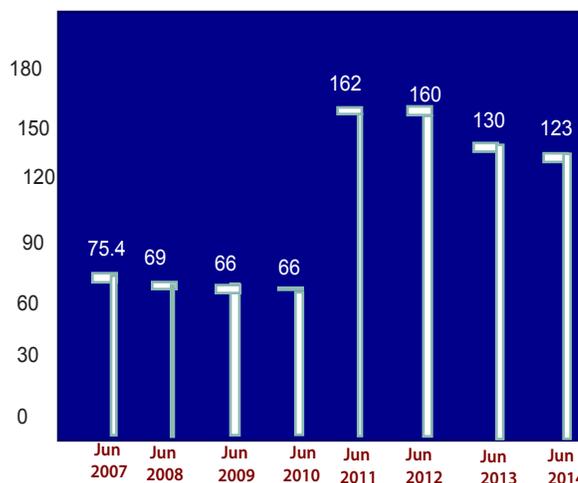
### Generadores Claves del Rendimiento del Patrimonio

	Jun 2007	Jun 2008	Jun 2009	Jun 2010	Jun 2011	Jun 2012	Jun 2013	Jun 2014
<b>Retorno de los activos (ROA)</b>	0.0373	0.0369	0.0132	0.0121	0.0019	0.0170	0.0303	0.0003
<b>Ingresos de Operación/Activos Totales</b>	0.0994	0.0967	0.0654	0.0690	0.0832	0.1219	0.01043	0.0771
<b>Gastos de Operación/Total de Activos</b>	0.0503	0.0534	0.0475	0.0519	0.0685	0.0787	0.065	0.063

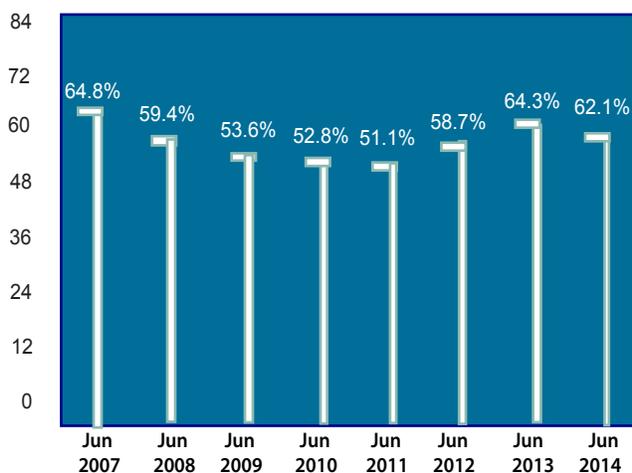
### Gastos de Operación/Activos



### Activo Fijo / Patrimonio en porcentaje



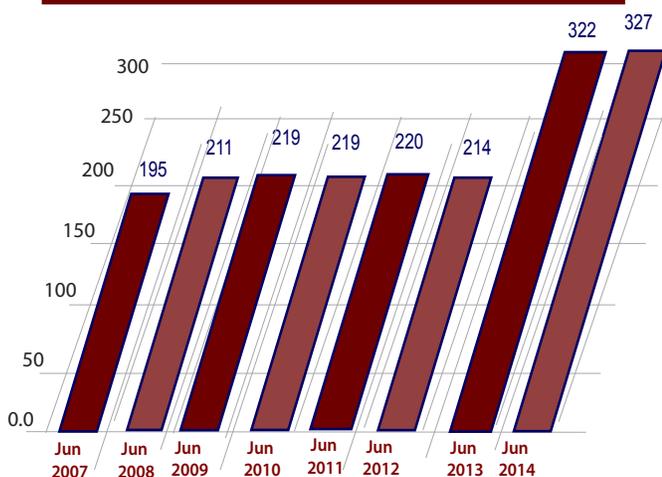
### Patrimonio / Activos en porcentaje



### Patrimonio Institucion



### Total Patrimonio - en Millones de dólares



Este ratio es de 2.46% en el 2009, el 2.29% a Junio 2010, a Junio del 2011 del 0.36%, en el 2012 de 2.89%, en el 2013 de 4.71% y de 0.057% en el 2014.

La relación Gastos de Operación/Activos reflejó al 30 de Junio una proporción del 5.03% en el 2007. A Junio 2008, el indicador es de 5.34%, de 4.75% para Junio del 2009. Para Junio 2010, este indicador muestra 5.19% ubicándose en un 6.85% para Junio del 2011, 7.87% al 30 de Junio del 2012, 6.5% en Junio de 2013 y 6.3% en Junio de 2014.

### Coefficientes de Capital:

El coeficiente Patrimonio/Activos a Junio refleja la siguiente tendencia: en el 2007 es de 64.8%, el 2008 de 59.4%, 53.6% en el 2009, 52.8% a Junio de 2010, el 2011 en un 51.16%, 58.78% al 30 de Junio del 2012, 64.26% en el 2013. y 62.12% en Junio de 2014

## Endeudamiento:

Para el 30 de Junio de 2007 la Deuda Total fue de \$105.87 Millones y su componente principal fue el endeudamiento externo (\$62.2 millones un 20.68% del Total pasivo y patrimonio).

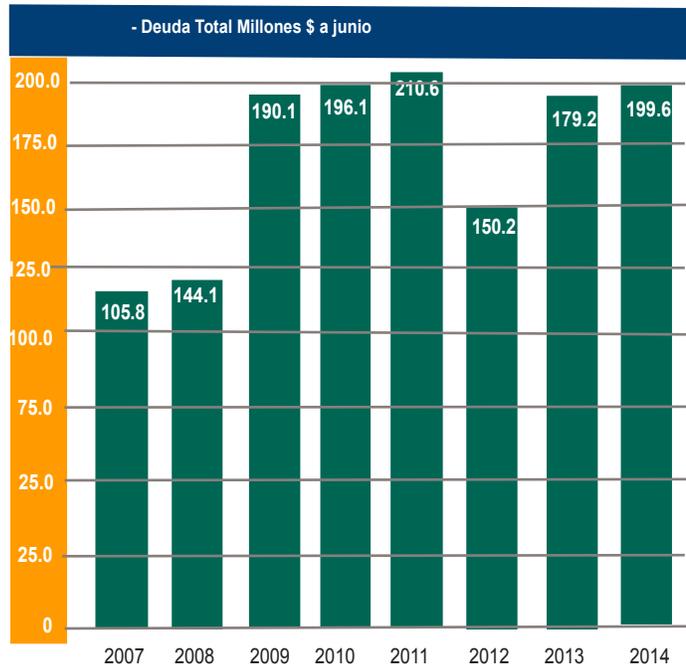
Al 30 de Junio de 2008 la Deuda Total fue de \$144.14 Millones y sus componentes principales fueron el endeudamiento externo (\$84.07 millones un 23.67% del Total pasivo y patrimonio).

Para el 30 de Junio de 2009 la Deuda Total fue de \$190.19 Millones sus componentes principales fueron el endeudamiento externo (\$121.82 Millones, un 29.72% del Total pasivo y patrimonio).

Para el 30 de Junio de 2010 la Deuda Total fue de \$196.1 Millones y sus componentes principales fueron el endeudamiento externo (\$128.15 Millones un 30.8 % del Total pasivo y patrimonio).

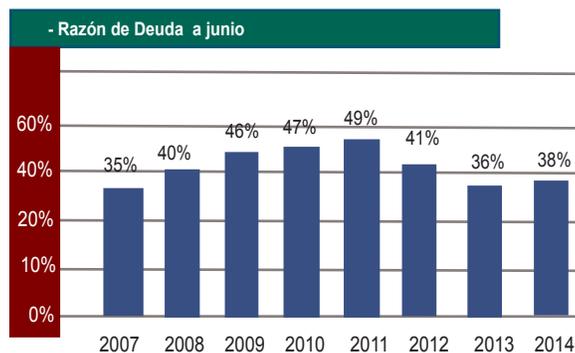
Al 30 de Junio de 2011 la Deuda Total fue de \$210.67 Millones y su componente principal fueron el endeudamiento interno (\$10.49 millones un 2.4% del Total pasivo y patrimonio) y el endeudamiento externo con \$ 137.82 millones un 32.0% del Total pasivo y patrimonio.

Al 30 de Junio de 2012 la Deuda Total fue de \$150.2 Millones y sus componentes principales fueron el endeudamiento interno (\$10.36 Millones, un 2.8% del Total pasivo y patrimonio) y el endeudamiento externo con \$127.1 millones un 34.9% del Total pasivo y patrimonio.



Al 30 de Junio de 2013 la Deuda Total fue de \$179.19 Millones y sus componentes principales fueron el endeudamiento interno con \$68.52 Millones, ( la titularización y otros ) un 13.7% del Total pasivo y patrimonio y el endeudamiento externo con \$96.74 millones un 19.3% del Total pasivo y patrimonio.

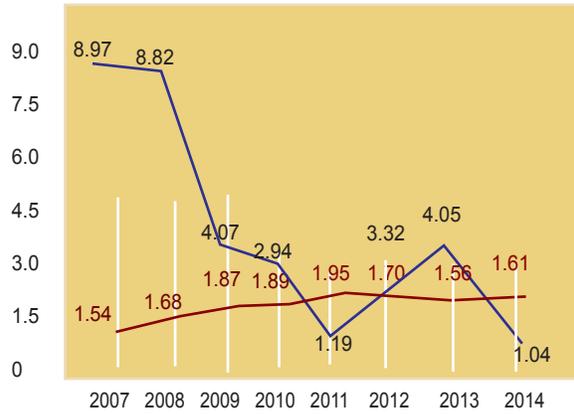
Al 30 de Junio de 2014 la Deuda Total es de \$199.65 Millones y sus componentes principales fueron el endeudamiento interno con \$69.50 Millones, ( la titularización y otros ) un 19.1% del Total pasivo y patrimonio y el endeudamiento externo con \$84.47 millones un 23.2% del Total pasivo y patrimonio.



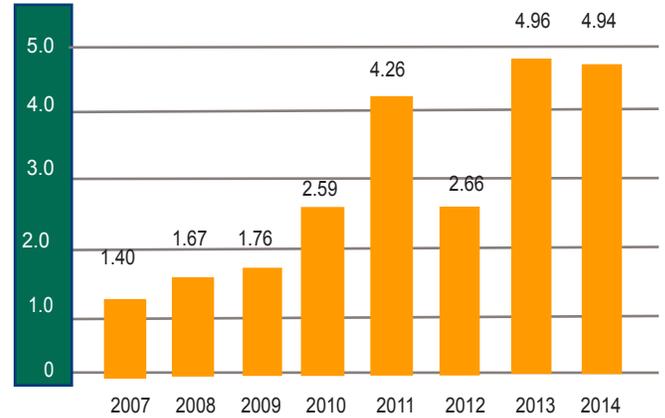
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Razón de deuda	0.352	0.406	0.464	0.472	0.488	0.412	0.357	0.379
Apalancamiento	1.54	1.68	1.87	1.89	1.95	1.70	1.56	1.61
Pasivo Total / Patrimonio Neto	0.54	0.68	0.87	0.89	0.95	0.70	0.56	0.61

### - Apalancamiento y Cobertura de Intereses

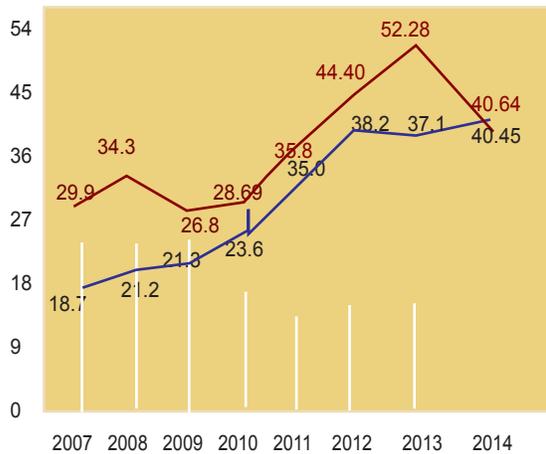
en número de veces a junio



### - Gastos Financieros - en millones de dólares a junio



### - Ingresos y Gastos Totales en millones a junio



### Cobertura:

A pesar de la crisis económica y depresión que el país ha enfrentado durante el período analizado, las variaciones en los niveles de recursos y el aumento de la deuda, CEPA continuó generando un nivel de Flujo de Efectivo suficiente para cubrir sus obligaciones financieras. Pero es de hacer notar que en la medida en que los Resultados han experimentado reducciones a lo largo del período analizado, CEPA ha mejorado las transferencias y ha logrado el equilibrio en momentos claves. La **Cobertura de los Intereses** ha pasado de una cobertura de 8.97 veces en 2007 hasta una cobertura de 8.82 veces en el 2008, de 4.07 para el 2009, de 2.94 para el 2010 de 1.19 para el 2011, de 3.32 en Junio del 2012, 4.05 veces en Junio de 2013 y 1.04 en junio de 2014.

Es debido a los movimientos en la estructura de capital, el que la **Razón de Endeudamiento** haya mostrado tendencia cíclica desde el año 2007 hasta la fecha y con una gran variación hacia arriba en el 2011, producto de la readecuación de fuentes y la fluctuación cambiaria.

Habiendo iniciado con un coeficiente de 0.54 el 2007, un 0.68 en el 2008, un 0.87 en el 2009, un 0.89 en el 2010, un 0.95 en el 2011 disminuyendo al 30 de Junio de 2012 a 0.70, a 0.56 en Junio del 2013 y en Junio del 2014 a 0.61.

El **Apalancamiento** también ha experimentado variaciones anuales, consistentes con la nueva estructura de capital, que le han llevado de 1.54 en 2007, 1.68 en el 2008, 1.87 en el 2009, 1.89 en el 2010, de 1.95 en el 2011, de 1.70 a junio del 2012, 1.56 a junio del 2013 y a 1.61 en junio del 2014, en parte por los aumentos de préstamos externos, efecto que se hace notar en los cambios de la Razón de apalancamiento.