

Fitch Centroamérica, S.A.  
T (503) 2516 6600 F (503) 2516 66 50  
Edificio Plaza Cristal 3er Nivel, 79Av. Sur y Calle Cuscatlán  
San Salvador, El Salvador

Fitch Costa Rica Calificadora de Riesgo S.A.  
T (506) 2296 9182 / 2296-9454 F (506) 2296 98 95  
Apartado 10828-1000  
San José, Costa Rica

30 de abril de 2018

FITCHCA SV-084-18

Licenciada  
Ana Virginia de Guadalupe Samayoa Barón  
**Superintendente Adjunto de Valores**  
**Superintendencia del Sistema Financiero**  
Presente

Estimada Licenciada Samayoa:

Con la presente estamos remitiendo informe de Clasificación de Riesgo de la Entidad: **Fondo de Titularización-Hencorp Valores-Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Tres (FTHVAMS03)**, al 31 de diciembre de 2017. Esta Clasificación ha sido asignada en estricto cumplimiento al Artículo 95B 95C, del Capítulo II, Título VI de la Ley de Mercado de Valores de El Salvador y a las “Normas Técnicas sobre Obligaciones de las Sociedades Clasificadoras de Riesgo” emitida por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

Asimismo, para dar cumplimiento a lo establecido en el Artículo 32 de la Norma NRP-07 emitida por el Banco Central de Reserva de El Salvador, en mi calidad de Representante Legal de **FITCH CENTROAMÉRICA, S.A.**, bajo juramento declaro que ningún miembro del Comité de Clasificación u otro empleado de mi representada, es persona interesada en la Clasificación de la Entidad a la que se hace referencia la clasificación que adjunto, en los términos establecidos en el artículo 95 de la Ley del Mercado de Valores.

Atentamente,

**FITCH CENTROAMÉRICA S.A.**



Erick Campos B.  
Director Ejecutivo

Eduardo Alfaro  
José Valentín Arrieta  
Bibiana Acuña

Hencorp Valores Ltda. Titularizadora  
Bolsa de Valores de El Salvador, S.A.  
Fitch Centroamérica S.A.

# Fondo de Titularización-Hencorp Valores-Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Tres (FTHVAMS 03)

## Informe de Clasificación

### Clasificación

Largo Plazo A+(slv)

### Perspectiva

Largo Plazo Estable

### Información Financiera

#### Alcaldía Municipal de San Salvador

(USD millones)	31 dic 2017	31 dic 2016
Ingreso Operativo Total	61.3	61.9
Ajustado (IOTA)		
Deuda Directa (DD)	67.0	67.7
Gasto Operativo	(70.6)	(68.6)
Saldo Operativo (SOA)	(9.3)	(6.7)
SOA/IOTA (%)	(15.2)	(10.8)
Gasto de Capital/Gasto Total (%)	13.0	13.3
DD/Ingreso Corriente (%)	107.5	105.0
DD/Saldo Corriente (veces)	(5.2)	(7.3)
Servicio Deuda/Ingreso Corriente (%)	16.9	16.0

Fuente: AMSS y cálculos de Fitch.

### Analistas

Bibiana Acuña  
+57 14846770 ext.1019  
bibiana.acuna@fitchratings.com

Andrés Arteta  
+57 14846770 ext.1820  
andres.arteta@fitchratings.com

### Factores Clave de la Clasificación

**Desempeño de los Activos:** Fitch Ratings evalúa el factor de desempeño de los activos como fuerte. La Alcaldía Municipal de San Salvador (AMSS) celebró un contrato de titularización con Hencorp, mediante el cual se constituyó el Fondo de Titularización FTHVAMS 03. AMSS cedió una porción de sus flujos futuros mensuales (USD586,000) durante la vida de la emisión para atender el pago de la obligación. Fitch destaca que los montos recolectados, después de descuentos, han sido suficientes para cubrir el monto de cesión mensual.

**Fundamentos Legales:** Fitch considera fuerte el factor de fundamentos legales. La documentación revisada con fecha de 2015 cuenta con la opinión de un despacho legal externo de prestigio, que concluyó que son obligaciones válidas y exigibles a la Municipalidad acorde al marco regulatorio de la Ley de Titularización de Activos y la normativa de la Superintendencia de Sistema Financiero.

**Vehículo del Uso Especial:** En el caso de FTHVAMS03, el originador de la cesión de activos a FTHVAMS 03 es AMSS, cuyos flujos son colectados por terceros y dirigidos a la cuenta discrecional para atender el pago de capital e intereses a los tenedores de los bonos.

**Fondo de Reserva:** Existe la cuenta restringida, la cual debe contener mínimo los dos próximos montos mensuales (USD1.1 millones) de cesión de flujos financieros futuros que servirán para el pago de capital e intereses y comisiones. Por tal razón, este atributo es evaluado como fuerte.

**Cobertura de Tasa:** La agencia destaca que el pago de intereses de los cuatro tramos emitidos de FTHVAMS03 está definido a tasa de interés fija, lo cual mitiga el riesgo de ajuste en tasas de referencia variable, en opinión de la agencia. Este atributo es evaluado como fuerte.

**Cobertura de Servicio de Deuda:** La agencia consideró tanto la cobertura natural mínima mensual proyectada del servicio de la deuda como la cobertura de los ingresos colectados sobre el monto cedido en un escenario de estrés. Estas fueron evaluadas como de rango medio por Fitch.

**Relevancia de AMSS:** El municipio de San Salvador se localiza en el departamento de San Salvador, capital del país y su principal centro económico y administrativo. No se esperan cambios en la estructura económica de la Municipalidad.

**Análisis de Indicadores Ajustados de AMSS:** Fitch analizó indicadores de ingresos total operativo ajustado (IOTA) y saldo operativo ajustado (SOA) al cierre de 2016 y 2017. Fitch monitoreará la capacidad de la administración para mejorar su flexibilidad financiera.

### Sensibilidad de la Clasificación

La clasificación del fondo podría degradarse por un deterioro significativo en la flexibilidad financiera de AMSS, así como por un endeudamiento creciente de corto o largo plazo que presionara la sostenibilidad de la deuda municipal, o bien, en el caso de la estructura, por el incumplimiento de cualquiera de las obligaciones establecidas en los documentos de la operación. Un alza de clasificación podría relacionarse con una mejora sostenida en los márgenes de operación de AMSS, derivada de un control mayor del gasto operativo y de fortalecer el esfuerzo recaudatorio, así como de cualquier mecanismo adicional a los contemplados en la titularización inicial que robusteciera la estructura.

## Perfil Crediticio del Originador

### Historial Crediticio

Fecha	Escala Nacional de Largo Plazo <sup>a</sup>
23 abr 2018	A+(slv)
26 oct 2017	A+(slv)
26 abr 2017	A+(slv)
26 oct 2016	AA-(slv)
28 abr 2016	AA-(slv)

<sup>a</sup> Clasificaciones en escala de Fitch.

Fuente: Fitch.

### Resumen: Fortalezas y Debilidades

	Marco Institucional	Deuda y Liquidez	Desempeño Presupuestal	Gestión y Administración	Economía
<b>Estatus</b>	Neutral	Débil	Débil	Neutral	Fuerte
<b>Tendencia</b>	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Fuente: Fitch.

### Deuda y Liquidez de AMSS

La Alcaldía reportó al cierre de 2017 que la deuda directa se distribuía 72.9% en emisiones, 17.7% en una entidad financiera supranacional, 5.5% en entidades financieras locales y 3.3% en el Gobierno Central. La deuda externa (USD11.8 millones) está representada por dos créditos contratados con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) en condiciones financieras muy favorables; uno de ellos cuenta con el aval solidario del gobierno de El Salvador. En el transcurso de 2017, la entidad registró endeudamiento financiero nuevo con la banca local por USD2.6 millones para la adquisición de camiones recolectores de basura.

### Deuda de Entidades Supranacionales (Diciembre 2017)

Acreeedor	Monto Original (USD millones)	Saldo (USD millones)	Tasa de Interés (%)	Tipo de Tasa	Frecuencia Servicio de Deuda	Plazo (Años)	Fecha Contratación	Fecha Vencimiento	Garantía
BID	8.78	5.02	4.54	Fija	Semestral	29 <sup>a</sup>	Noviembre 2002	Julio 2032	Soberana
BID <sup>b</sup>	7.00	6.79	0.75	Fija	Semestral	25	Septiembre 2013	Septiembre 2038	-
<b>Total</b>	<b>15.78</b>	<b>11.8</b>							

<sup>a</sup> Incluye 4 años de gracia. <sup>b</sup> Existe saldo pendiente de disponer. BID: Banco Interamericano de Desarrollo.

Fuente: Fitch con información provista por AMSS.

AMSS reportó también un monto de USD50.4 millones por concepto de emisiones. Este saldo corresponde a cuatro tramos que forman parte de la titularización FTHVAMS 03 emitidos en noviembre de 2015 y 2017. La titularización del FTHVAMS 03 fue autorizada por USD61.9 millones, lo cual se detalla más adelante, y su destino estipulado es el pago de los pasivos adquiridos con entidades financieras locales, la redención anticipada de las emisiones previas (FTHVAMS 01 y FTHVAMS 02), y la realización de inversión pública productiva. Está pendiente la emisión de un quinto tramo por USD6.6 millones, cuya colocación se estima para 2018.

### Deuda de Entidades Financieras Locales - AMSS (Diciembre 2017)

Entidad	Monto Original (USD millones)	Saldo (USD millones)	Tasa de Interés (%)	Tipo de Tasa	Fecha de Contratación	Plazo (Meses)
Banco de América Central	4.00	1.78	8.67	Fija	Marzo 2016	36
Banco G&T Continental	2.00	0.88	8.84	Fija	Marzo 2016	36
Banco Hipotecario	2.6	2.15	9.00	Fija	Junio 2017	60
<b>Total</b>	<b>8.6</b>	<b>4.81</b>				

Fuente: Fitch con información provista por AMSS.

La agencia estará monitoreando la capacidad tanto para servir a esta emisión oportunamente como para cumplir con los acuerdos estipulados en sus diferentes obligaciones financieras, dado que se considera que el nivel de endeudamiento actual de AMSS es elevado. Lo anterior se sustenta en que, al cierre 2017, la deuda directa de AMSS totalizó USD67.0 millones, equivalentes a más de 1 vez (x) los IOTA.

Al cierre de 2017, el indicador de servicio de la deuda sobre SOA fue negativo por 1.1%. Fitch destaca que el pago de intereses de la deuda directa está contratado a una tasa de interés fija, lo cual mitiga el riesgo de ajuste en tasas de referencia variable, en opinión de la agencia.

Fitch opina que la Municipalidad se ha caracterizado por presentar niveles estrechos de liquidez. El saldo de efectivo de libre disposición fue de USD0.55 millones (2016: USD1.7 millones). Además, dicho nivel bajo de recursos ilimitados cubren menos de 1x el pasivo no financiero de la entidad, el

### Metodologías Relacionadas

Metodología Global de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Fuera de los EE.UU. (Abril 18, 2016).

Metodología de Calificación de Financiamientos de Gobiernos Locales y Regionales en Países de Mercados Emergentes (Diciembre 7, 2017)

Metodología de Calificación en Escala Nacional (Marzo 27, 2017).

cual fue de 0.04x al cierre de 2017. La administración está llevando a cabo una estrategia de recuperación de cartera y mejora de la gestión del cobro con el fin de fortalecer la posición de liquidez del AMSS.

La Ley Reguladora de Endeudamiento Público Municipal establece que las obligaciones de corto plazo no deberán superar el límite máximo de 0.6x el ahorro operacional obtenido en el ejercicio fiscal anterior. Asimismo, el saldo de la deuda pública municipal sobre los ingresos operacionales del ejercicio pasado tampoco deberá exceder 1.7x.

### Desempeño Fiscal

La elaboración de los estados financieros (EEFF) de AMSS se presenta sobre la base de acumulación, de acuerdo con el principio de contabilidad devengado según lo establecido en el Sistema de Contabilidad Gubernamental. Para el presente análisis, se consideraron los estados financieros auditados anuales del período comprendido entre 2013 y 2016. Aquellos correspondientes a 2017 no se encuentran auditados.

Particularmente, los EEFF de cierre de 2016 y 2017 evidencian la conciliación entre los sistemas contables e informáticos de la Alcaldía con el catastro, cuyo resultado fue efectuar el reconocimiento de ajustes en mora y la multa generada por la cartera de deudores monetarios. Una porción del ajuste de mora, el cual se trasladó de manera inicial a ejercicios anteriores, fue reconocida como ingresos en el rubro de multas e intereses por mora en el ejercicio corriente de 2016 y 2017. Esto fue con sus respectivas contrapartidas en los rubros de deudores financieros y patrimonio.

Cálculos propios de Fitch hacen ajustes a tales registros considerando únicamente los ingresos efectivamente recaudados. Por lo tanto, la agencia analizó indicadores ajustados de ingresos operacionales totales ajustados (IOTA) y saldo operativo ajustado (SOA). El concepto de recaudo de intereses moratorios será evaluado a través del mejoramiento de la posición de liquidez de la entidad.

### Ingresos del Emisor

Los IOTA de AMSS, que comprenden ingresos de libre destinación y provienen de impuestos, transferencias corrientes, tasas, multas y otros ingresos operativos, fueron de USD61.3 millones a al cierre de 2017, inferior a USD61.9 millones registrados en 2016. Fitch dará seguimiento a las acciones de AMSS para fortalecer la generación del IOTA, de tal manera que favorezca la sostenibilidad de la flexibilidad financiera de la Alcaldía en el mediano plazo.

A nivel desagregado, el ingreso por venta de bienes y servicios ha representado el componente principal del rubro de tasas, multas y otros ingresos operativos. Pese a registrar un comportamiento creciente en los últimos años, se observó un decrecimiento ligero (1.18%) entre 2016 y 2017, originado por menor recaudo de tasas de aseo público y desechos. Fitch considera que las estrategias implementadas robustecen los ingresos de la Municipalidad.

### Ingresos por Venta de Bienes y Servicios

(USD millones)	2012	2013	2014	2015	2016	2017 <sup>a</sup>
Aseo Público	22.1	23.1	23.3	24.7	23.3	22.5
Desechos	7.4	7.5	7.7	9.0	9.2	8.6
Alumbrado Público	5.0	5.3	5.8	7.0	7.0	7.3
Por Certificación de Documentos	1.5	1.6	1.6	1.9	1.9	1.9
Otros	1.3	1.3	1.3	0.5	0.6	1.2
<b>Total</b>	<b>37.3</b>	<b>38.7</b>	<b>39.7</b>	<b>43.1</b>	<b>42.1</b>	<b>41.6</b>

<sup>a</sup> Datos no auditados.

Fuente: Fitch con información provista por AMSS.

Al cierre de 2017, el recaudo de impuestos municipales fue de USD13.7 millones. Continuó representado principalmente por comercio y servicios financieros.

### Impuestos Municipales

(USD millones)	2012	2013	2014	2015	2016	2017 <sup>a</sup>
Comercio	7.3	8.7	6.8	7.1	7.5	7.4
Industria	1.2	1.4	1.6	1.2	1.3	1.2
Financieros	2.2	2.6	2.2	2.4	2.6	2.8
Otros	2.0	1.9	2.0	2.1	2.1	2.3
<b>Total</b>	<b>12.7</b>	<b>14.6</b>	<b>12.6</b>	<b>12.8</b>	<b>13.5</b>	<b>13.7</b>

<sup>a</sup> Datos no auditados.

Fuente: Fitch con información provista por AMSS.

Por otra parte, entre las transferencias corrientes y de capital, el FODES es el recurso principal proveniente del Gobierno Central. Este se otorga por mandato constitucional y se distribuye a través del Instituto Salvadoreño de Desarrollo Municipal (Isdem). De estos recursos, 25% financia el gasto de funcionamiento y 75% es destinado a inversión. De este último, se utilizan los recursos para cubrir 20% de la cesión mensual dirigida al FTHVAMS 03.

La agencia destaca que los pagos derivados del Isdem, en virtud de la transferencia del FODES, se han realizado conforme a lo estipulado. Sin embargo, existe el precedente del rezago de pago a las municipalidades presentado en el segundo semestre de 2016 que, aunado a su naturaleza de transferencia nacional, es influenciado por el contexto actual del riesgo soberano de El Salvador, lo que genera una exposición mayor, en opinión de Fitch.

### Gasto

Fitch considera que AMSS tiene una estructura de gastos elevada e inflexible, situación que limita la obtención de SOA positivos. No obstante, espera que las eficiencias operativas alcanzadas sean sostenidas en el tiempo y su efecto redunde positivamente sobre el saldo operativo de la entidad.

Al cierre de 2016 y 2017, el gasto de inversión se mantuvo cercano a USD12.1 millones, financiado en su mayoría con los recursos provenientes de la titularización. Fitch ve positiva la existencia del componente de observación ciudadana sobre el desarrollo de las obras financiadas con los recursos de la titularización, lo que otorga transparencia al uso de los recursos derivados de esta transacción.

### Saldo Operativo

La tendencia del SOA de la AMSS se ha caracterizado por una volatilidad alta. Al cierre de 2017, el indicador presentó un déficit de USD9.3 millones, al igual que el saldo corriente, que fue negativo en USD13.0 millones. En términos relativos frente a los IOTA, estos fueron de -15.2% y -20.9% respectivamente, resultados que se alinean con lo registrado históricamente.

Fitch reconoce que los resultados de las medidas para el control de gastos y una fiscalización más agresiva apenas se están evidenciando y es muy pronto para estimar una recuperación del SOA a cifras positivas. Por lo tanto, la agencia dará seguimiento al mejoramiento de la posición financiera de la Municipalidad.

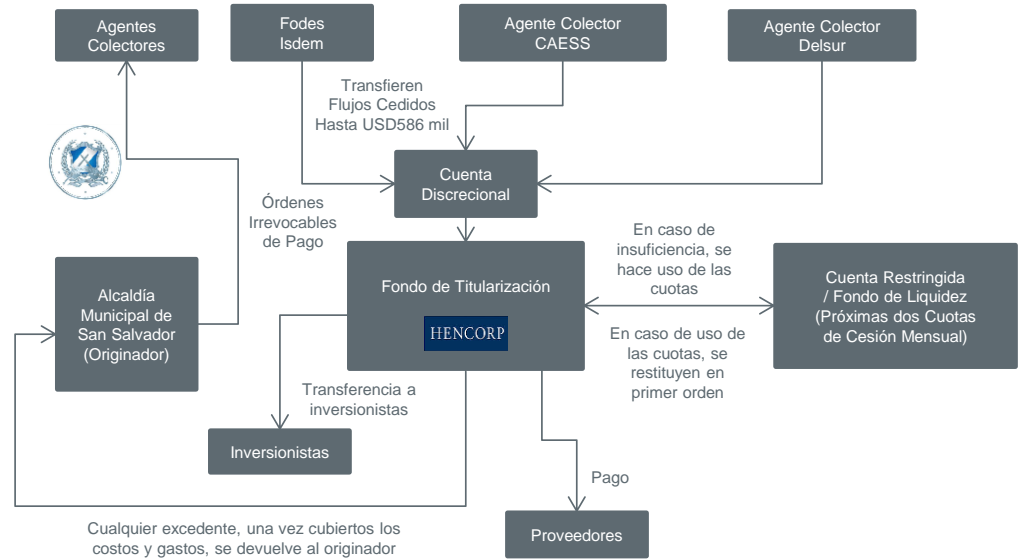
### Gestión y Administración

El próximo 1 de mayo tomará posesión el Alcalde electo de la Municipalidad de San Salvador para el período de 2018 a 2021. El Alcalde electo es Ernesto Muyschondt, del partido ARENA y quien se desempeñaba como diputado por San Salvador.

Emisión FTHVAMS 03

Estructura del Financiamiento

Esquema de Titularización de Flujos Financieros Futuros: Operación Mensual



Fuente: Adaptado de Hencorp.

Estado Actual de la Emisión

Principales Características de Emisión – FTHVAMS 03

Denominación	Tipo de Instrumento	Moneda	Monto Autorizado (millones)	Saldo Vigente <sup>a</sup> (USD millones)	Tasa de Interés <sup>b</sup> (%)	Plazo (Años)	Garantía
Tramo 1	Bono	Dólares	9.30	5.8	6.25	5	Crédito general
Tramo 2	Bono	Dólares	43.4	41.9	7.25	15	Crédito general
Tramo 3	Bono	Dólares	2.00	1.9	6.85..	13	Crédito general
Tramo 4	Bono	Dólares	0.64	0.64	6.85	13	Crédito general
Tramo 5 <sup>c</sup>	Bonos	Dólares	6.59	n.a	n.a		n.a
<b>Total</b>			<b>61.99</b>	<b>50.4</b>			

<sup>a</sup> Datos a diciembre de 2017. <sup>b</sup> Fija. <sup>c</sup> Pendiente de emitir. n.a.: No aplica.

Fuente: Fitch con información disponible en la Bolsa de Valores de El Salvador y provista por AMSS.

Desempeño de los Activos

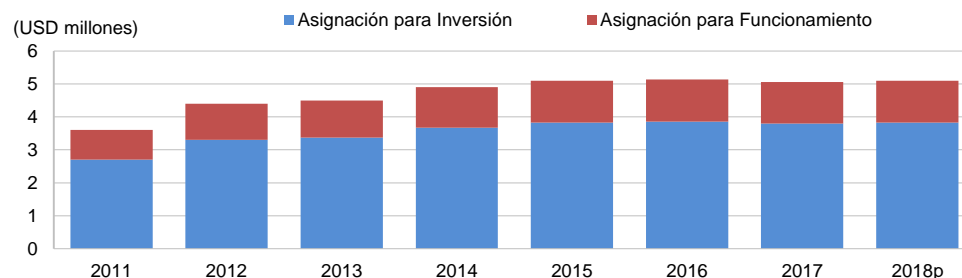
Fitch evalúa este factor como de rango fuerte. AMS celebró un contrato de titularización con Hencorp, mediante el cual se constituyó el Fondo de Titularización denominado FTHVAMS 03 y se incluyó una emisión de los valores de titularización del mismo por un monto de USD61.9 millones. La emisión se planteó a un plazo de 15 años (180 meses), en el cual los pagos de capital e intereses serían mensuales y consecutivos. Para ello, la Alcaldía cedió una porción de sus flujos futuros mensuales (USD586.000) desde el mes 1 hasta el mes 180.

Para la recolección del flujo cedido, se cuenta con la participación de colectores autorizados independientes. Se firmó una orden irrevocable de pago (OIP) por medio de Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador, S.A. de C.V. (CAESS) [A+(slv), con Perspectiva Estable], Instituto Salvadoreño de Desarrollo Municipal (Isdem) y Distribuidora de Electricidad del Sur, S.A. de C.V. (Delsur) [AA-(slv), con Perspectiva Estable]. La primera es una entidad proveedora de energía eléctrica y el ISDEM es la unidad gubernamental responsable de la distribución de los fondos FODES. El 80% del flujo cedido proviene de CAESS y 20% del ISDEM. Delsur, empresa proveedora de servicios de alumbrado público, ejerce como un mecanismo adicional para complementar el flujo cedido si fuese necesario.

La generación de flujos de recursos para la cesión mensual y, por ende, el servicio de la deuda de la emisión está relacionada estrechamente con el desempeño financiero de la Municipalidad. En ese sentido, la clasificación de la titularización está ligada a la calidad crediticia de AMSS, en opinión de la agencia.

### Asignación Anual Recursos FODES

2011-2018p



p: proyectado.

Fuente: Información del Isdem y notas contables al cierre de 2017.

### Fundamentos Legales

Los fundamentos legales de la estructura son robustos. De acuerdo con el análisis jurídico que se basa en la documentación relacionada del financiamiento y que cuenta con la opinión de un despacho legal externo de prestigio, se concluyó que dichos documentos contienen obligaciones válidas y exigibles al Municipio de acuerdo al marco regulatorio de la Ley de Titularización de Activos y la normativa de la Superintendencia de Sistema Financiero. La agencia evalúa este factor como fuerte.

### Vehículo del Uso Especial

El vehículo de uso especial utilizado en la estructura de FTHVAMS 03 es adecuado para satisfacer el servicio de deuda y se considera como un atributo fuerte, de acuerdo con la metodología de Fitch. Los fondos percibidos mensualmente por la entrada de flujos cedidos son depositados en una cuenta bancaria a nombre del FTHVAMS 03, administrada por Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, abierta en el Banco América Central S.A.

### Cobertura de Riesgo de Tasa de Interés

Los cuatro tramos emitidos de FTHVAMS03, por USD9.3 millones, USD43.4 millones, USD2 millones y USD0.6 millones, cuentan con tasas de interés fijas respectivas de 6.25%, 7.25% y 6.85% para los dos últimos casos, lo cual elimina la sensibilidad a cambios en las condiciones de mercado. Este atributo es evaluado como fuerte.

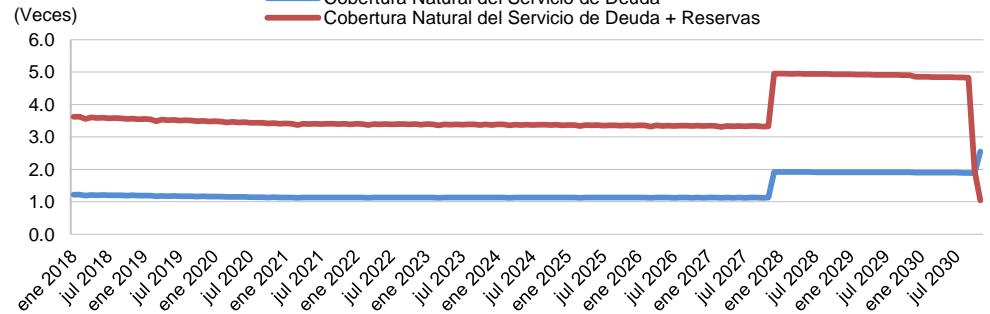
### Fondo de Reserva

Está estipulado que este respaldo deberá ser mínimo de los dos próximos montos mensuales (USD1,172 millones) de cesión de flujos financieros futuros que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos. El único escenario en que se utilizaría el fondo de reserva es si AMSS entrara en un evento de mora (en el que 10 días antes del pago de capital e intereses de la emisión no se hubiese completado el monto de cesión mensual). El evento de mora debe ser solucionado por AMSS a más tardar 10 días antes de la siguiente fecha de pago. Por lo anterior, el atributo de fondo de reserva es evaluado como fuerte.

### Cobertura de Servicio de la Deuda

La agencia consideró la cobertura natural mínima mensual proyectada del servicio de la deuda de 1.1x el servicio de la deuda (SD).

**Indicador de Cobertura Proyecto Servicio de la Deuda de FTHVAMS 03**

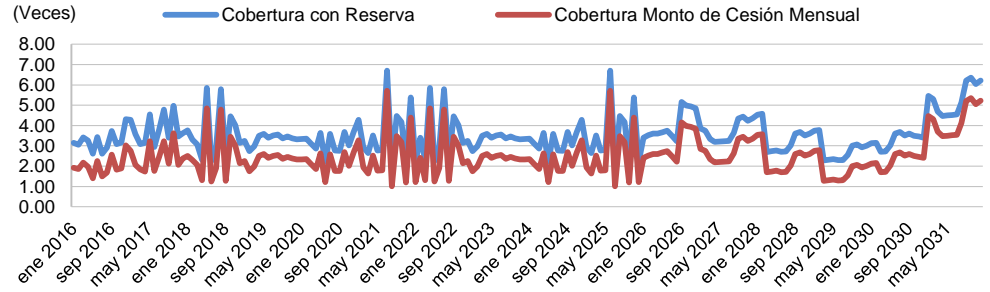


Fuente: Fitch con información proporcionada por Hencorp.

Asimismo, consideró la cobertura de los ingresos colectados sobre el monto cedido en un escenario de estrés y encontró que estas resultarían en promedio entre 1x y 2x, por lo que son evaluadas como de rango medio.

**Cobertura de FTHVAMSS 03**

Escenario de Clasificación



\*Monto de cesión mensual incluye únicamente CAESS y FODES.  
Fuente: AMSS, Hencorp, y cálculos proyectados de Fitch.

**Clasificación en Escala de Fitch**

La clasificación de riesgo vigente en escala de Fitch se detalla a continuación:

- clasificación de largo plazo de FTHVAMS 03: 'A+(slv)' con Perspectiva Estable.



Anexo A

**Alcaldía Municipal de San Salvador, El Salvador**

(USD millones; cifras al 31 de diciembre)

	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017
<b>Ingresos Operativos</b>					
Impuestos	14.6	12.6	12.8	13.5	13.7
Transferencias Corrientes	1.6	1.3	2.1	1.6	1.3
Tasas, Multas y Otros Ingreso Operativos	41.8	44.9	47.7	46.8	46.3
<b>Ingreso Operativo Total Ajustado<sup>b</sup></b>	<b>58.0</b>	<b>58.8</b>	<b>62.6</b>	<b>61.9</b>	<b>61.3</b>
<b>Gastos Operativos</b>					
Gasto Operativo Total	(57.1)	(55.6)	(62.8)	(68.6)	(70.6)
<b>Saldo Operativo Ajustado</b>	<b>0.9</b>	<b>3.2</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(6.7)</b>	<b>(9.3)</b>
<b>Ingresos y Gastos Financieros</b>					
Ingresos Financieros	1.3	1.3	1.3	2.6	1.0
Gastos Financieros	(2.6)	(3.1)	(3.8)	(5.2)	(4.7)
<b>Saldo Corriente</b>	<b>(0.4)</b>	<b>1.4</b>	<b>(2.7)</b>	<b>(9.3)</b>	<b>(13.0)</b>
<b>Ingresos y Gastos de Capital</b>					
Ingreso de Capital	9.2	8.7	8.8	8.7	8.9
Gasto de Capital	(3.2)	(3.5)	(6.8)	(12.1)	(12.1)
<b>Saldo de Capital</b>	<b>6.0</b>	<b>5.2</b>	<b>2.0</b>	<b>(3.4)</b>	<b>(3.2)</b>
<b>Capacidad (Necesidad) de Endeudamiento Neto</b>	<b>5.6</b>	<b>6.6</b>	<b>(0.7)</b>	<b>(12.7)</b>	<b>(16.2)</b>
<b>Movimiento de Deuda</b>					
Contratación de Deuda	17.8	4.8	61.2	8.5	5.1
Amortización de Deuda	(7.6)	(6.0)	(35.6)	(5.1)	(5.8)
<b>Movimiento Neto de Deuda</b>	<b>10.2</b>	<b>(1.2)</b>	<b>25.6</b>	<b>3.4</b>	<b>(0.7)</b>
<b>Superávit (Déficit) Total</b>	<b>15.8</b>	<b>5.4</b>	<b>24.9</b>	<b>(9.3)</b>	<b>(16.9)</b>
<b>Endeudamiento</b>					
Deuda de Corto Plazo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deuda de Largo Plazo	36.0	34.8	64.4	67.7	67.0
<b>Deuda Directa Total</b>	<b>36.0</b>	<b>34.8</b>	<b>64.4</b>	<b>67.7</b>	<b>67.0</b>
+ Otra Deuda Clasificada por Fitch	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Riesgo Directo</b>	<b>36.0</b>	<b>34.8</b>	<b>64.4</b>	<b>67.7</b>	<b>67.0</b>
- Tesorería y Depósitos Líquidos	4.2	1.4	23.8	1.6	0.6
<b>Riesgo Directo Neto</b>	<b>31.8</b>	<b>33.4</b>	<b>40.6</b>	<b>66.1</b>	<b>66.4</b>
Garantías, Avals y Otros Pasivos Contingentes	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Deuda Indirecta Neta	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Riesgo Total Neto</b>	<b>34.0</b>	<b>35.6</b>	<b>42.8</b>	<b>68.3</b>	<b>68.6</b>
<b>Estructura de Deuda Directa</b>					
Deuda en Moneda Extranjera (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deuda en Emisiones (%)	64.2	93.6	84.2	75.7	75.2
Deuda a Tasa Fija (%)	0.0	100.0	100.0	100.0	100.0

<sup>a</sup> Datos de columna diciembre 2017 no están auditados. <sup>b</sup> No incluye ingresos por intereses moratorios.  
Fuente: Fitch con información de AMSS.

Anexo B

Alcaldía Municipal de San Salvador, El Salvador

	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017
<b>Indicadores de Desempeño Fiscal</b>					
Saldo Operativo/Ingreso Operativo Total (%)	1.60	5.40	(0.30)	(10.80)	(15.20)
Saldo Corriente/Ingreso Corriente (%)	(0.70)	2.30	(4.20)	(14.40)	(20.90)
Capacidad (Necesidad) de Endeudamiento Neto/Ingreso Total (%)	8.20	9.60	(1.00)	(17.30)	(22.80)
Déficit (Superávit) Total/Ingreso Total (%)	23.10	7.80	34.30	(12.70)	(23.70)
Capacidad (Necesidad) de Endeudamiento Neto/PIB (%)	-	-	-	-	-
Crecimiento del Ingreso Operativo Total (cambio % anual)	7.00	1.40	6.50	(1.10)	(1.00)
Crecimiento de los Gastos Operativo (cambio % anual)	(0.30)	(2.60)	12.90	9.20	2.90
Crecimiento del Saldo Corriente (cambio % anual)	(0.90)	(4.50)	(2.93)	2.44	39.8
<b>Indicadores de Deuda</b>					
Deuda Directa (cambio % anual)	39.5	(3.3)	85.1	5.1	(1.0)
Gastos Financieros/Ingreso Operativo Total (%)	4.5	5.3	6.1	8.4	7.7
Saldo Operativo/Gastos Financieros (veces)	0.3	1.0	(0.1)	(1.3)	(2.0)
Saldo Operativo/Servicio de Deuda Directa (%)	10.0	40.0	0.01	(70.0)	(90.0)
Servicio de Deuda Directa/Ingreso Corriente (%)	17.2	15.1	61.7	16.0	16.9
Servicio de Deuda Directa/Saldo Operativo (%)	11.3	2.8	(197.0)	(1.5)	(1.1)
Deuda Directa Total/Ingreso Corriente (%)	60.7	57.9	100.8	105.0	107.7
Riesgo Directo/Ingreso Corriente (%)	60.7	57.9	100.8	105.0	107.7
Deuda Directa/Saldo Corriente (años)	(90.0)	24.9	(23.9)	(7.3)	(5.2)
Riesgo Directo/Saldo Corriente (años)	(90.0)	24.9	(23.9)	(7.3)	(5.2)
Riesgo Total Neto/Ingreso Corriente (%)	0.6	0.6	0.7	1.1	(1.1)
Deuda Directa/PIB (%)	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Deuda Directa Per Cápita (USD)	129.5	129.9	249.6	273.0	270.2
<b>Indicadores de Ingreso</b>					
Ingreso Operativo Total/Ingreso Operativo Total Presupuestado (%)	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Impuestos/Ingreso Operativo Total (%)	25.2	21.4	20.4	21.8	22.3
Impuestos Modificables/Impuestos (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Transferencias Corrientes Recibidas/Ingreso Operativo Total (%)	2.8	2.2	3.4	2.6	2.1
Transferencias Condicionadas/Transferencias Totales (%)	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Ingreso Operativo Total/Ingreso Total (%)	84.7	85.5	86.1	84.6	86.1
Ingreso Total Per Cápita (USD)	246.4	256.7	281.8	295.2	287.1
<b>Indicadores de Gasto</b>					
Gasto Operativo Total/Gasto Operativo Total Presupuestado (%)	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Gasto de Personal/Gasto Operativo Total (%)	39.6	40.1	38.7	35.6	33.0
Transferencias Corrientes Realizadas/Gasto Operativo Total (%)	25.7	27.9	31.1	29.6	27.9
Gasto de Capital/Gasto de Capital Presupuestado (%)	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Gasto de Capital/Gasto Total (%)	4.5	5.1	6.2	13.3	13.0
Gasto de Capital/PIB (%)	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Gasto Total Per Cápita (USD)	253.6	254.5	422.5	366.9	375.8
<b>Financiación del Gasto de Capital</b>					
Saldo Corriente/Gasto de Capital (%)	2.9	2.5	1.3	(76.9)	(107.4)
Ingreso de Capital/Gasto de Capital (%)	3.2	(0.3)	3.8	71.9	73.6
Movimiento Neto de Deuda/Gasto de Capital (%)	318.8	(34.3)	376.5	28.1	(5.8)

<sup>a</sup> Datos de columna diciembre 2017 no están auditados. <sup>b</sup> No incluye ingresos por intereses moratorios. n.d.: no disponible.

Fuente: Fitch con información de AMSS.

---

**Información Regulatoria de El Salvador**

Nombre del Emisor o Sociedad Administradora	Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal San Salvador Cero Tres
Fecha del Consejo de Clasificación	23 de abril de 2018
Número de Sesión	047-2018
Fecha de la Información Financiera en que Se Basó la Clasificación	AUDITADA: 31/DIC/2013-31/DIC/2016 NO AUDITADA: 31/DIC/2017
Clase de Reunión (Ordinaria/Extraordinaria)	Ordinaria
Clasificación Anterior (si aplica)	A+(slv) Perspectiva Estable
Link del Significado de la Clasificación	<a href="https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6a0e5ed1-7dc1-4305-9d18-1d35fcd451e9/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20de%20El%20Salvador.pdf">https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6a0e5ed1-7dc1-4305-9d18-1d35fcd451e9/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20de%20El%20Salvador.pdf</a>

Se aclara que cuando en los documentos que sustentan la calificación (RAC/Reporte) se alude a calificación debe entenderse incluido el término clasificación.

“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.”

---

**Las clasificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de clasificación.**

TODAS LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CLASIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CLASIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CLASIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CLASIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2018 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión clasificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una clasificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una clasificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las clasificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una clasificación o un informe. La clasificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una clasificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las clasificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las clasificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las clasificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las clasificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una clasificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer clasificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de clasificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".