

**FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR CERO TRES
VALORES DE TITULARIZACIÓN VTHVAMS03**

Comité No. 40/2020	
Informe con EEFF no auditados al 31 de diciembre de 2019	Fecha de comité: 30 de abril de 2020
Periodicidad de actualización: Semestral	Originador perteneciente al sector público municipal San Salvador. El Salvador

Equipo de Análisis		
Adriana Rodríguez arodriguez@ratingspcr.com	Isaura Merino imerino@ratingspcr.com	(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES					
Fecha de información	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Fecha de comité	22/04/2016	26/04/2017	23/04/2018	29/04/2019	30/04/2020
Valores de Titularización Alcaldía municipal de San Salvador 03					
Tramo 1 al 10	AA	AA	AA	AA	AA
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Estable	Negativa

Significado de la Clasificaciones

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

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

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

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

Racionalidad

En Comité Ordinario de clasificación de riesgo, PCR decidió por unanimidad ratificar la clasificación de riesgo en “AA”, cambio de perspectiva “Estable” a “Negativa” a todos los tramos de los Valores de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 03.

La clasificación se fundamenta en el buen desempeño de la municipalidad al lograr aumentar sus ingresos de gestión, permitiendo que los niveles de utilidad aumentaran al compararlos interanualmente, influyendo en la mejora de sus indicadores de rentabilidad. Además el aumento de los ingresos permite que la cesión de los flujos para ambos fondos no exceda el nivel máximo proyectado. Por su parte, el endeudamiento municipal mostró un comportamiento estable, permitiéndole tener una amplia brecha hasta alcanzar el máximo legal. Cabe destacar que la emisión cuenta con respaldos legales que mitigan el riesgo de incumplir el pago de las cesiones mensuales.

El cambio de perspectiva obedece al impacto negativo en los flujos que respaldan la emisión, producto de las medidas tomadas por el gobierno las cuales afectarán significativamente la economía local y por ende la recaudación de las tasas municipales recolectadas, así como el diferimiento de los pagos de servicios por los meses de abril, mayo y junio lo cual afectará los mecanismo de recaudación.

Perspectiva

Negativa.

Resumen Ejecutivo

- **Suficiente generación de ingresos e indicadores de rentabilidad positivos.** Los ingresos de la municipalidad muestran un incremento significativo en comparación a diciembre de 2018 de US\$63.21 millones (+58.14%), con énfasis en los ingresos por transferencias corrientes recibidas e ingresos por actualizaciones, que representaron el 49.65% de los ingresos totales. Como consecuencia, la municipalidad logró aumentar la utilidad en US\$10.78 millones, a pesar de reportar un incremento en los gastos de gestión de US\$52.43 millones (+55.26%) en comparación al cierre de 2018. Por consiguiente, los indicadores de rentabilidad ROA y ROE también reportaron un aumento de 2.18% y 3.11% respectivamente. Como resultado un ROA de 5.47% y ROE de 7.52%.
- **Cumplimiento en los niveles de cesión.** Los ingresos destinados para cubrir la cesión de VTHVAMS03 hasta diciembre 2019 representaron el 4.09% del total de ingresos, mismos que por la estructuración del fondo no puede superar el 9.27% del total de los ingresos.

- **Estables indicadores de liquidez.** A la fecha de análisis, el ratio de liquidez presentó una relación de 2.38 veces, siendo superior en 0.35 veces a lo reportado en diciembre 2018 (2.03 veces), mostrando la capacidad de la alcaldía para cubrir sus obligaciones en el corto plazo. Además el capital neto de trabajo aumentó en US\$10.28 millones, esto debido al incremento en el activo corriente, con énfasis en el aumento de los deudores monetarios en US\$10.66 millones con respecto al mismo periodo en 2018.
- **Adecuado nivel de endeudamiento municipal.** Al cierre de 2019, el ratio de endeudamiento municipal de la Alcaldía fue de 0.87 veces, mostrando un leve incremento en comparación al nivel de endeudamiento de 2018 (0.79 veces), esto debido al aumento en el endeudamiento interno de US\$13.95 millones (+17.58%), producto del incremento en obligaciones por operaciones bursátiles en US\$17.60 millones (+32.31%). Lo anterior, le permite a la municipalidad tener una brecha de endeudamiento de hasta US\$88.80 millones hasta alcanzar el máximo legal.
- **Respaldos legales y mecanismos de cobertura.** La municipalidad cuenta con dos respaldos legales que son: una cuenta restringida que acumula dos cuotas mensuales para el pago oportuno de la cesión y la firma de una orden irrevocable de pago por parte del municipio.

Información Utilizada para la Clasificación

- **Perfil de la Titularizadora:** Reseña y Gobierno Corporativo.
- **Información sobre la Emisión:** Prospecto de la Emisión y Modelo Financiero
- **Información financiera:** Estados Financieros no auditados correspondientes al 31 de diciembre de 2019 y cifras auditadas de diciembre 2014 a diciembre 2018.
- **Riesgo Operativo:** Modelo Financiero del fondo de titularización.
- **Documentos Legales:** Contrato de Titularización FTHVAMS03, Contrato de Orden Irrevocable de Pago y Contrato de administración de Fondos.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: A diciembre 2019, no se cuenta con información auditada.

Limitaciones potenciales: PCR dará seguimiento a la capacidad del fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago de sus obligaciones, así como el cumplimiento de los resguardos financieros y legales establecidos en el contrato de cesión, los cuales podrían verse afectados por la coyuntura mundial del COVID-19. Para el caso de las municipalidades, los alcances de la contracción económica se reflejarán en la recaudación de tributos de los comercios, impago de tasas municipales, o limitación de recursos por parte del Estado.

Hechos de Importancia

- En septiembre 2019, se reinauguró el parque Cuscatlán, tras una inversión de US\$21.4 millones, de los cuales US\$10 millones fueron donados por The Howard G. Buffett Foundation, US\$7.4 millones por USAID y US\$4 millones por parte de la municipalidad.
- El 13 de septiembre de 2019, AMSS firmó acuerdo para financiar un proyecto que responde a compromisos internacionales con representantes de la Unión Europea, donde recibió 3 millones de euros para erradicar pobreza.
- En mayo de 2018 iniciaron labores bajo un nuevo consejo municipal, dirigido por el electo alcalde Ernesto Muyshondt, del partido Arena.
- El 18 de marzo de 2016 se recibió desembolso de préstamo del BAC por US\$4.0 millones a una tasa del 8% y a un plazo de 3 años, pago de capital e interés mensual.
- El 18 de marzo de 2016 se recibió desembolso de préstamo de Banco G&T por US\$2.0 millones tasa del 8.5% y a un plazo de 3 años, pago de capital e interés mensual.
- El día 16 de febrero de 2016 se firmó segunda OIP entre CAESS y AMSS por contrato de concesión de luminarias.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de deuda titulizada (PCR-SV-MET-P-057), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 09 de abril 2018. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Entorno Económico¹

De acuerdo con la última medición del PIB publicada por el Banco Central de Reserva (BCR), al cierre del año 2019 la tasa de crecimiento económico del país se ubicó en 2.38%, similar a la registrada en el año 2018 (2.44%) y superior al promedio anual observado durante los últimos cinco años (2.2%). El crecimiento del país se vio influenciado por la recuperación económica mostrada al segundo y tercer trimestre de 2019, ambos trimestres con tasas de crecimiento interanuales del 3.0%, lo cual significó una reversión de la tendencia hacia la baja durante los cinco trimestres previos.

Desde el enfoque de la demanda, el elemento que mostró el mayor aporte al crecimiento fue el consumo privado, el cual reflejó una contribución de 2.19%, no obstante esta contribución fue levemente menor a la registrada en el año 2018 (2.59%), de tal forma que el comportamiento del consumo privado estaría influenciado por el desempeño de las Remesas Familiares las cuales constituyen un ingreso disponible para el gasto de consumo de las familias

¹ Con fuente de información suministrada por el BCR con Base de Datos Económica al 31 de diciembre de 2019.

salvadoreñas y que a diciembre 2019 alcanzaron un valor de US\$5,648.96 millones, equivalente a un aumento de US\$258.4 millones (+4.8%) respecto a diciembre de 2018. La dinámica de las Remesas estaría asociada al comportamiento positivo del mercado laboral estadounidense donde la tasa de desempleo hispana disminuyó cuatro puntos básicos pasando de 3.9% en diciembre de 2018 a 3.5% en diciembre de 2019, reflejando una mayor ocupación de este segmento de población. Por su parte, las importaciones presentaron una contribución al crecimiento del PIB de 1.85%, menor al 2.47% reportado en el año 2018, influenciado por la desaceleración de estas que pasaron de registrar una tasa de crecimiento de 5.5% en 2018 a 3.8% en 2019.

Por el lado de la oferta, los sectores que reflejaron una mayor contribución al crecimiento fueron: la Construcción (0.49%), Actividades Financieras y de Seguros (0.29%), Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado (0.26%), y la Industria Manufacturera (0.22%). En cuanto al sector construcción este sigue siendo impulsado por la continuidad de proyectos de infraestructura residencial tales como condominios y torres de apartamento, así como edificios para centros comerciales y de oficina.

Las Actividades Financieras y de Seguros se han visto beneficiadas por la abundante liquidez de la economía y el crecimiento de las primas. A diciembre de 2019, los depósitos totales reportados por el sistema bancario ascendieron a US\$13,679.27 millones, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 11%. Mientras que la cartera crediticia se ubicó en US\$12,863.5 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 5.2%. En cuanto al sector seguros, este resultó favorecido por el crecimiento de las primas productos que presentaron un monto de US\$758.94 millones, reflejando una tasa de crecimiento de 4.93%.

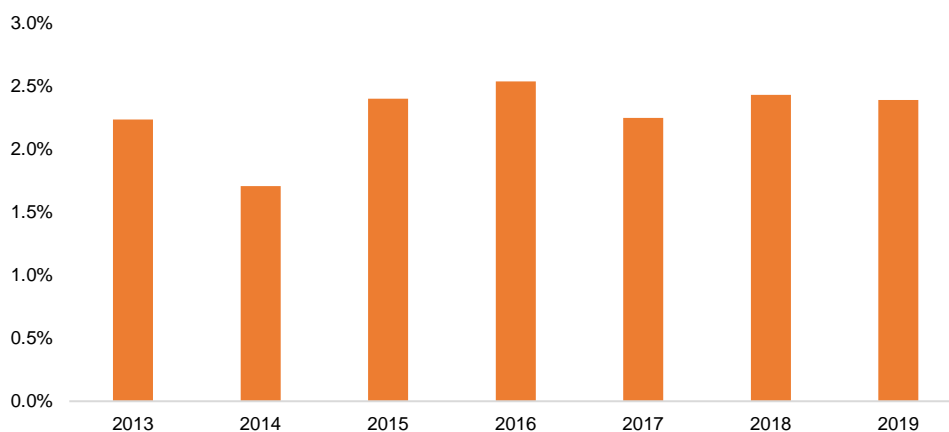
En cuanto a la Industria Manufacturera, su contribución al crecimiento estaría asociada a la fabricación de productos minerales no metálicos, así como la fabricación de metales comunes y productos metálicos, actividades que se encuentran relacionada a la dinámica del sector construcción.

Por su parte, el sector de suministro de electricidad se ha visto beneficiado por la reducción de los precios del petróleo lo cual permite que empresas locales muestren una mayor generación de energía eléctrica. A diciembre de 2019, la generación de energía térmica que se obtiene a base de derivados del petróleo alcanzó los 1,606.1 GWh, equivalente a un incremento de 426.5 GWh (+36.16%), mientras que en diciembre de 2018 había reflejado una reducción de -27.5%. En este sentido, la generación eléctrica nacional transada durante el año 2019 fue de 5,189.7 Gigavatios/hora, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 8.6%.

El PIB Nominal en el 2019 acumuló los US\$27,022.64 millones, con un incremento nominal interanual de \$905.24 millones (equivalente a una tasa de crecimiento de 3.47% anual), siendo menor a lo observado en el año previo cuando se registró un 4.55%.

En cuanto a los principales precios de la economía, el Índice de Precios del Consumidor se ubicó en 112.29 en diciembre de 2019 con una variación interanual de 0%, por debajo del 0.43% registrado en diciembre de 2018, este proceso des-inflacionario estaría relacionado a la reducción de precios en las divisiones de Alojamiento, Agua y Electricidad y Prendas de vestir que registraron tasas de -2.31% y -1.85%, respectivamente. Mientras que la división de Transporte solamente registró un crecimiento de 0.49%. Cabe destacar que las divisiones anteriormente mencionadas tienen una participación dentro de la canasta de bienes y servicios del IPC de 29.85%, por lo que sus variaciones inciden en buena parte en la inflación general.

VARIACIONES ANUALES DEL PIB 2013-2019 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

Resumen de la Estructura de Titularización

DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN

Emisión	
Emisor	: Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Tres – FTHVAMS 03 (en adelante, el Fondo de Titularización).
Emisión Originador	: Valores de titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador (VTHVAMS 03). : Municipio de San Salvador.
Activos del Fondo de Titularización	: Los derechos sobre los flujos financieros futuros del Municipio de San Salvador sobre una porción correspondiente a los ingresos percibidos por la Alcaldía Municipal de San Salvador, descritos según artículo 63 del Código Municipal de El Salvador a excepción de los descritos en el numeral 10 de dicho artículo.

Sociedad de Titularización	: Hencorp Valores Ltda., Titularizadora (en adelante, la Sociedad Titularizadora), representante legal y administradora del Fondo de Titularización.
Agente Estructurador	: Hencorp Valores Ltda., Titularizadora.
Respaldo de la Emisión	: Los Valores de Titularización son respaldados por los derechos sobre los Flujos Futuros que constituyen el Fondo de Titularización y por los mecanismos de cobertura.
Mecanismos de Cobertura	: (i) Cuenta Restringida, que no deberá ser menor a las próximas dos cuotas mensuales de flujos que serán cedidos por el Originador. (ii) Orden Irrevocable de Pago: mediante ésta, el Originador se compromete por medio de su colector a transferir la cesión de flujos financieros identificada en el cuadro final del presente documento. Esta orden da las instrucciones a quienes hagan la función de colecturía de los fondos de la Institución a trasladar directamente los fondos cedidos correspondientes a la cuota de cada mes, de forma sucesiva, a la Sociedad Titularizadora que administra el Fondo de Titularización.
Custodia y Depósito	: La emisión de Valores de Titularización representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta está depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V.
Destino	: De conformidad a lo dispuesto en el Artículo cuatro de la Ley Reguladora del Endeudamiento Público Municipal, los fondos que el Municipio de San Salvador ha recibido y pueda recibir en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVAMS CERO TRES, son invertidos por el Municipio de San Salvador en la Reestructuración de Pasivos e Inversiones en Proyectos de conformidad con el Artículo cinco de la Ley de Creación del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios de El Salvador (FODES).
Cesión de Derechos de Flujos Futuros	: El originador se compromete, mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión de Derechos sobre Flujos Futuros a ceder a la Sociedad Titularizadora todos los derechos sobre la cantidad estipulada de los ingresos totales que perciba mensualmente. La cesión de los flujos futuros se lleva a cabo a través las compañías eléctricas y el ISDEM (Fondos FODES), a partir del día uno de cada mes.

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

Instrumentos Clasificados

Características de los instrumentos clasificados

DETALLE DE LA EMISIÓN	
Descripción	
Monto	US\$ 61,995,000.00
Saldo Vigente	US\$ 50,554,129.00
Tasa Rendimiento a Inversionistas	6.25%, 6.85% y 7.25%
Plazo	15 años
Periodicidad Amortización de Capital	Mensual
Periodicidad Pago Intereses	Mensual
Monto a Ceder por el Municipio Mensual	US\$ 586,000
Destino de los Fondos	Reestructuración de Pasivos e Inversiones en Proyectos

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

DETALLE DE TRAMO EMITIDOS						
Tramo	Monto Emisión (US\$)	Fecha de Colocación	Plazo (Meses)	Fecha de Vencimiento	Número de Emisiones	Valor Nominal Unitario (US\$)
Tramo 1	9,300,000	27-nov-2015	60	27-nov-2020	93,000	100
Tramo 2	43,396,000	27-nov-2015	180	27-nov-2030	433,960	97.07
Tramo 3	2,000,000	06-nov-2017	156	06-nov-2030	20,000	93.11
Tramo 4	642,000	10-nov-2017	156	13-nov-2030	6,420	93.11
Tramo 5	2,000,000	26-feb-2018	153	27-nov-2030	20,000	92.92
Tramo 6	365,000	06-mar-2018	152	07-nov-2030	3,650	93.20
Tramo 7	600,000	14-mar-2018	152	14-nov-2030	6,000	93.20
Tramo 8	2,135,000	9-jul-2018	149	10-nov-2030	21,350	99.66
Tramo 9	551,200	12-jul-2018	149	12-nov-2030	5,512	99.35
Tramo 10	1,005,800	20-nov-2018	149	21-nov-2030	10,058	99.66

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

El monto de la emisión fue de hasta US\$61, 995,000.00 representada al menos por un tramo. Cabe mencionar que los montos de los Valores de Titularización están representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta y denominaciones en dólares de los Estados Unidos de América (US\$). La negociación de la emisión fue en oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsas.

Los flujos por ceder al Fondo de Titularización en los 180 meses que dure la emisión, se realizarán de acuerdo con el cuadro que se encuentra a final del presente documento. Los intereses se pagan de forma mensual y consecutiva para el tramo sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante el período de vigencia de la emisión.

Destino de los Fondos

De conformidad a lo dispuesto en el Artículo cinco de la Ley de Creación del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios de El Salvador (FODES), los fondos que el Municipio de San Salvador ha recibido y puede recibir en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVAMS CERO TRES, son invertidos por el Municipio de San Salvador en la Reestructuración de Pasivos e Inversiones en Proyectos.

Descripción de la Estructura

Cesión de Derechos de Flujos Futuros

El originador se compromete, mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión de Derechos sobre Flujos Futuros a ceder a la Sociedad Titularizadora todos los derechos sobre la cantidad estipulada de los ingresos totales que perciba mensualmente. Por ingresos percibidos por el Municipio de San Salvador se entenderán los flujos financieros futuros de:

1. El producto de los impuestos, tasas y contribuciones municipales;
2. El producto de las penas o sanciones pecuniarias de toda índole impuestas por la autoridad municipal competente, así como de aquellas penas o sanciones que se liquiden con destino al municipio de

² Información proporcionada por la Bolsa de Valores de El Salvador.

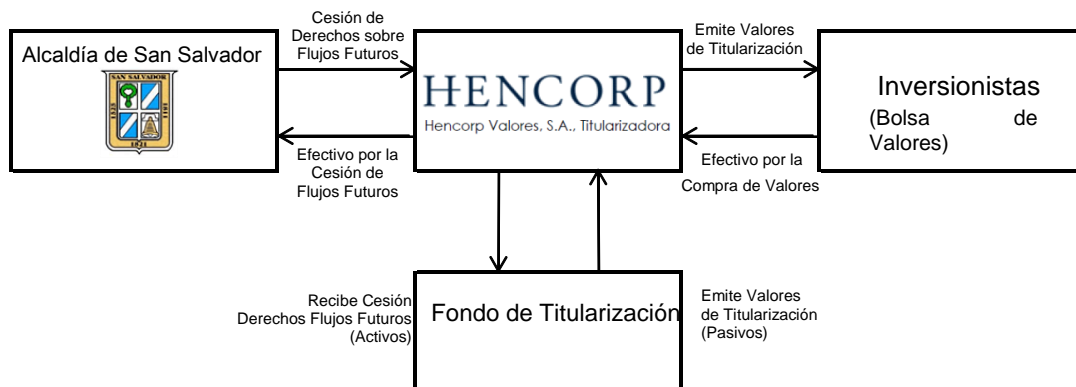
conformidad a otras leyes. Igualmente, los recargos e intereses que perciban conforme a esas leyes, ordenanzas o reglamentos;

3. Los intereses producidos por cualquier clase de crédito municipal y recargos que se impongan;
4. El producto de la administración de los servicios públicos municipales;
5. Las rentas de todo género que el municipio obtenga de las instituciones municipales autónomas y de las empresas mercantiles en que participe o que sean de su propiedad;
6. Los dividendos o utilidades que le correspondan por las acciones o aportes que tenga en sociedad de cualquier género;
7. Las subvenciones, donaciones y legados que reciba;
8. El producto de los contratos que celebre;
9. Los frutos civiles de los bienes municipales o que se obtengan con ocasión de otros ingresos municipales, así como los intereses y premios devengados por las cantidades de dinero consignados en calidad de depósitos en cualquier banco.
10. El aporte proveniente del FONDO PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL DE LOS MUNICIPIOS (FODES) establecido en el inciso tercero del Artículo doscientos siete de la Constitución en la forma y cuantía que fije la ley y conforme lo determina el inciso segundo del artículo cinco de La LEY DE CREACIÓN DEL FONDO PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL DE LOS MUNICIPIOS
11. Las contribuciones y derechos especiales previstos en otras leyes;
12. El producto de los empréstitos, préstamos y demás operaciones de crédito que obtenga;
13. El precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles municipales que efectuare;
14. Los aportes especiales o extraordinarios que le acuerden organismos estatales o autónomos;
15. Cualquier otra que determinen las leyes, reglamentos u ordenanzas.³

Los montos establecidos son libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicados, correspondiendo al Municipio de San Salvador, el pago ya sea a la administración tributaria o a la entidad competente, de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso aplicasen.

Se realizarán 180 cesiones de flujos hacia el Fondo de Titularización por parte del Originador. El monto total por ceder asciende a US\$105, 480,000.00. La cesión de los flujos futuros se lleva a cabo a través las compañías eléctricas y el ISDEM (Fondos FODES), a partir del día uno de cada mes.

DIAGRAMA DE LA ESTRUCTURA



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

Operatividad de la Estructura de Titularización

Para la operación de la estructura de Titularización se han abierto las siguientes cuentas a nombre del Fondo de Titularización:

1. Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización: es la cuenta operativa donde se depositan los ingresos provenientes de las cesiones de flujos del originador.
2. Cuenta Restringida del Fondo de Titularización: la cual constituye la provisión por el monto de dos cuotas mensuales de flujos cedidos por el originador. El monto de la cuenta restringida ha sido constituido con los fondos provenientes de la venta de los valores de titularización.

Prelación de Pagos

Todo pago se hace por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria abierta en un Banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, denominada Cuenta Discrecional, en el siguiente orden: primero, en caso sea necesario, se abona la cantidad necesaria en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida hasta que su saldo sea equivalente como mínimo a los dos próximos montos mensuales de cesión de flujos financieros futuros que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos; segundo, obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; tercero, comisiones a la Sociedad Titularizadora; cuarto: saldo de costos y gastos adeudados a terceros; quinto, cualquier remanente se devolverá mensualmente al Originador. En el evento de liquidación del Fondo de Titularización se deberá seguir el orden de prelación dictado por el artículo setenta de la Ley de Titularización de Activos:

³ Art. 63, Código Municipal de El Salvador

1. El pago de Deuda Tributaria;
2. Se le pagarán las obligaciones a favor de Tenedores de Valores emitidos con cargo al FTHVAMS03;
3. Se imputará otros saldos adeudados a terceros;
4. Se pagarán las Comisiones de gestión a favor de la Titularizadora.

Luego de haberse realizado los pagos establecidos, cualquier remanente es devuelto al Originador.

Forma y Lugar de Pago

Tanto el capital como los intereses de la emisión son pagaderos a través del procedimiento establecido por la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL), tal como consta en los documentos informativos relacionados con la presente emisión.

Procedimiento en Caso de Mora

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

Caducidad del plazo de la emisión

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros a ser otorgado por el Municipio de San Salvador y la Titularizadora, dicho Municipio procederá a enterar a la Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de CIENTO CINCO MILLONES CUATROCIENTOS OCHENTA MIL DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establezcan en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores de Valores a efecto de que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores de Titularización y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del Artículo sesenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente emisión. En este caso, la Titularizadora deberá enterar de inmediato a los Tenedores de Valores de Titularización la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por el Municipio de San Salvador, hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de Valores de manera inmediata a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

Mecanismos de Cobertura y Resguardos Financieros

Mecanismos de Cobertura

El Fondo de Titularización posee una Cuenta Restringida como mecanismo de cobertura interno. La Cuenta Restringida es una cuenta bancaria administrada por Hencorp Valores Ltda., Titularizadora, y el saldo de ésta no debe ser menor a las próximas dos cuotas mensuales de flujos que serán cedidos por el originador.

Como respaldo operativo para la emisión, la Alcaldía Municipal se compromete (por medio de un contrato) a transferir los flujos al Fondo de Titularización a través de una Orden Irrevocable de Pago, que será ejecutada directamente por las compañías eléctricas y el FODES que realicen la colecturía de los ingresos de la Municipalidad. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad de la Alcaldía Municipal de trasladar el total de la cesión de los flujos futuros.

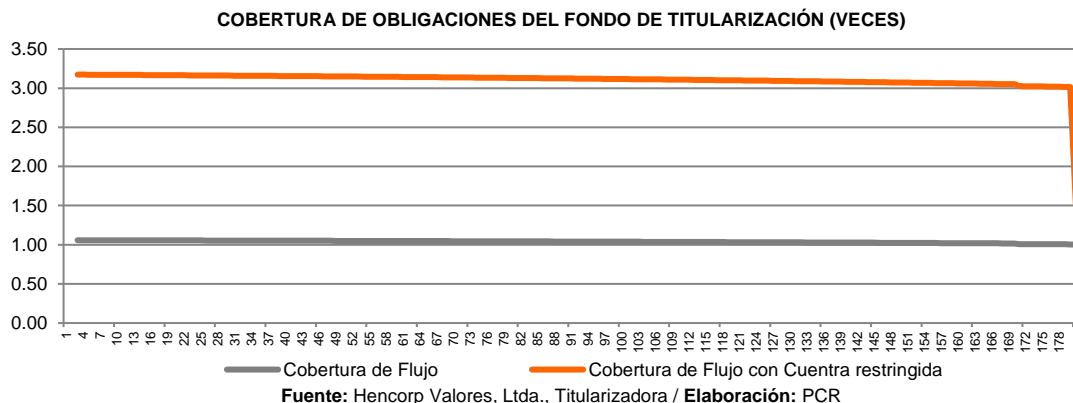
Análisis de la Estructura

La clasificación de riesgo tiene como finalidad dar una opinión sobre el riesgo de incumplimiento en el pago de los intereses y la amortización del capital, derivado de los valores emitidos con cargo al Fondo de Titularización FTHVAMS 03. Por lo tanto, al cierre del año en 2019, luego de analizar los factores cuantitativos y cualitativos de los derechos sobre los flujos futuros titularizados, el nivel crediticio del Originador (Municipio de San Salvador), la estructura de titularización propuesta, el operador de las cuentas del Fondo de Titularización, el monto, el Tratamiento y Prevención de Desvío de Fondos y, finalmente, los aspectos legales involucrados en toda la transacción, puede afirmarse que el fondo de titularización cuenta con la cobertura necesaria para pagar a los inversionistas e incluso generar excedentes para la devolución al originador.

Es importante mencionar que al tratarse de una titularización de una porción de los ingresos totales de la Municipalidad de San Salvador, estos mantienen mayor confiabilidad y predictibilidad.

Cobertura del Flujo del Fondo de Titularización

La emisión consiste en al menos un tramo a 15 años plazo. La forma en la que están estructurados los pagos del tramo hace que no existan diferencias marcadas en la cobertura de los pagos del fondo a través de su vigencia. A continuación, puede verse la cobertura de los flujos del fondo de titularización según el escenario base proyectado por la Titularizadora, con una tasa de interés del 6.50%. Puede verse que en todo momento los compromisos del fondo están cubiertos por encima del 100%.



Perfil de la Titularizadora

Reseña

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

El Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero en sesión No. CD-47/2016, de fecha 29 de diciembre de 2016, autorizó la modificación del Pacto Social de la Sociedad Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, por transformación de la naturaleza jurídica de Sociedad Anónima a Sociedad de Responsabilidad Limitada, denominándose Hencorp Valores, Limitada, Titularizadora.

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora es el brindarles liquidez a activos propiedad del sector corporativo salvadoreño, regional y otras entidades del sector público, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales, introduciendo de esta forma, un mecanismo adicional que provea financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzca nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables.

Accionistas y Consejo de Gerentes

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

Participantes Sociales	
Participantes Sociales	Participantes Sociales
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%
Total	100%

Concejo de Gerentes	
Cargo	Nombre
Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
Gerente Suplente	Felipe Holguín
Gerente Suplente	Roberto Arturo Valdivieso
Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés

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

Experiencia y participación de mercado

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora es una empresa autorizada por el regulador local para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. La Ley de Titularización de Activos fue aprobada en noviembre de 2007 y su normativa de aplicación, recién a inicios de 2010. Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales, lo que ha hecho posible que la Titularizadora al cierre del 2019 tenga colocados más de US\$851 MM en el mercado salvadoreño, equivalentes a más de 15 Fondos de Titularización que representan un 75.2% de participación total.

Gestión de riesgos

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, para mitigar los riesgos asociados a su correcto desempeño de sus actividades económicas y en cumplimiento con lo establecido en las Normas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades Bursátiles (NPR-11), emitidas por el BCR, ha elaborado un Manual de Gestión de Riesgos con el propósito de identificar, medir, controlar, monitorear y comunicar riesgos, metodologías y herramientas que se emplean en los diferentes procesos y líneas de negocio de Hencorp Valores y sus fondos administrados.

Adicional a lo anterior, Hencorp Valores cuenta con una Auditoría Externa, regulada por el BCR y supervisada por la SSF, para tener una amplia gama de acciones que le permitan el manejo óptimo de los riesgos que pudiesen afectar la estrategia, los procesos, los proyectos o las nuevas inversiones del negocio.

Resultados financieros

Por la naturaleza del negocio de la Titularizadora Hencorp Valores, LTDA., es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía, en ese sentido, al cierre del 2019 la Titularizadora presentó un incremento interanual en 0.8 p.p en su razón corriente pasando de 2.4 veces a 3.2 veces, significando una mayor capacidad financiera de la Titularizadora para responder a sus obligaciones de corto plazo.

LIQUIDEZ (VECES)					
Liquidez	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Razón Corriente	2.0	3.1	3.2	2.4	3.2

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

Así mismo, producto del crecimiento en las utilidades netas reportadas al cierre del 2019 que alcanzaron los US\$1,453 miles, agregada la estabilidad en el patrimonio y el comportamiento de los activos totales de la Titularizadora, los indicadores de rentabilidad con respecto a sus activos (ROA) y patrimonio (ROE) mejoraron interanualmente. El ROA reportó un incremento de 5.8 p.p. pasando de ubicarse en 28.8% para diciembre 2018 a situarse en 34.6% al cierre del año 2019, demostrando una mayor capacidad de los activos de la Titularizadora en la generación de utilidades. Así mismo, el ROE mejoró en 1.5 p.p. (diciembre 2018: 49.1% vs. diciembre 2019: 50.6%), demostrando mayores niveles de rentabilidad para retribuir a los accionistas.

ROA Y ROE (%)					
Rentabilidad	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
ROA	24.5%	34.4%	34.6%	28.8%	34.6%
ROE	49.4%	50.6%	49.9%	49.1%	50.6%

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

Análisis del Originador

Descripción del municipio

San Salvador es un municipio de El Salvador, perteneciente al departamento de San Salvador. Dicho departamento está compuesto por 19 municipios, siendo la cabecera de éste el municipio de San Salvador. Está limitado al norte por Cuscatancingo, Mejicanos y Nejapa; al este por Soyapango, Ciudad Delgado y San Marcos; al sur por San Marcos y Panchimalco y al oeste por Antiguo Cuscatlán y Santa Tecla.

De acuerdo con la Encuesta de Hogares y Propósitos Múltiples de 2018 (EHPM) realizada por la Dirección General de Estadísticas y Censos (DIGESTYC), el municipio de San Salvador cuenta con una extensión de 72.25 km², con una densidad poblacional de 4,715 habitantes por km², contando con 340,686 habitantes, es decir, un crecimiento del 4.4% respecto a 2017. La municipalidad forma parte de la Región del Área Metropolitana de San Salvador (AMSS), que cuenta con 1, 797,025 habitantes (46.6% hombres – 53.4% mujeres) reflejando un crecimiento poblacional de 0.62% respecto a 2017.

El AMSS es el área más desarrollada del país, estando completamente urbanizada y concentrando la zona empresarial más importante y grande del país al contar con las principales empresas comerciales, industriales y proveedoras de servicio del país. Derivado de lo anterior se destaca que la tasa de desempleo sea del 5.9% (7.5% en 2017), situándose por debajo del promedio nacional (6.3%), asimismo el desarrollo industrial y comercial que posee el área, vuelve de una necesidad que su población se encuentre preparada para suplir la necesidad de personal de estas empresas, es por ello que la tasa de escolaridad promedio del AMSS se sitúa en 8.9 grados (9.6 grados en 2017) superior al 7.0 grados alcanzados como promedio nacional.

En relación con lo anterior, el AMSS cuenta además con el promedio de ingresos por hogar más alto del país con US\$761.69 mensuales (US\$699.18 mensuales por hogar en 2017), mientras que el promedio nacional fue de US\$583.85 mensuales. Resultado de ello, los niveles de pobreza son los más bajos del país con un 17.8% del total de la población del AMSS, de estos solo el 3.0% vive en condición de pobreza extrema, mientras que a nivel nacional el nivel de pobreza fue de 26.3% y un 5.7% considerado como población en pobreza extrema.

De acuerdo con el informe del “Índice de Competitividad Municipal 2013, El Salvador”, elaborado por la Agencia de Los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID), el municipio de San Salvador se situó en el número 8, de 108 municipalidades de El Salvador. En dicho estudio se pretende medir el clima de negocios a través de características tales como la transparencia, tasas e impuestos, Proactividad, Regulaciones Municipales, entre otras. Cabe destacar que el municipio de San Salvador obtuvo el valor arriba del promedio en relación con la ponderación de transparencia, es decir, el grado de la apertura a proveer acceso a información y la previsibilidad de cambios a regulaciones que afecten los negocios en el municipio y de igual forma al valor de los servicios municipales en relación con los servicios que la municipalidad proporciona al sector privado. El municipio de San Salvador es totalmente urbanizado. Dicho municipio tiene una economía mayormente comercial, la cual se basa en la fabricación de productos alimenticios, bebidas gaseosas, y refrescos, tejidos, prendas de vestir, artículos de cuero, muebles de madera, etc.

Gobierno Corporativo

Concejo Municipal

En El Salvador por disposiciones constitucionales los municipios se rigen por un concejo formado por un alcalde (elegido por voto libre y directo cada tres años, con opción a ser reelegido), un Síndico y dos o más Regidores cuyo número varía en proporción a la población del municipio.

La Alcaldía Municipal de San Salvador, actualmente es gobernada por el alcalde Ernesto Luis Muyshondt. Le acompañan un síndico, doce concejales propietarios, cuatro concejales suplentes y un secretario; todos comenzaron labores el 1ro. de mayo de 2018. Las funciones y facultades de este gobierno están enmarcadas dentro de la normativa del Código Municipal.

CONCEJO MUNICIPAL

Nombre	Cargo
Ernesto Luis Muyshondt García-Prieto	Alcalde Municipal
Gloria de Oñate	Síndico municipal
Francisco Rivera	1° Regidor propietario
Miguel Azucena	2° Regidor propietario
German Muñoz	3° Regidor propietario
Arlyn Rivas	4° Regidor propietario
Eduardo Quiñonez	5° Regidor propietario
Michelle Linares	6° Regidor propietario
René Ayala	7° Regidor propietario
Cecilio Sibrian	8° Regidor propietario
Gabriela Vásquez	9° Regidor propietario
Rodolfo Pérez	10° Regidor propietario
Edgar Castillo	11° Regidor propietario
Yesenia Hernández	12° Regidor Propietario
Christian Aparicio	1° Regidor suplente
Luisa Corpeño	2° Regidor suplente
Carlos Vargas	3° Regidor suplente
Juan Maldonado	4° Regidor suplente

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

Administración de Riesgo

La alcaldía de San Salvador cuenta con un Reglamento de Normas Técnicas de Control Interno específicas de la Municipalidad de San Salvador como una herramienta cuyo propósito es facilitar a los funcionarios de la Alcaldía Municipal de San Salvador los mecanismos para identificar, valorar y minimizar los riesgos a los que constantemente están expuestos y de esta manera, contribuye a elevar la productividad y a garantizar la eficiencia y la eficacia en los procesos organizacionales, permitiendo definir estrategias de mejoramiento continuo, brindándole un manejo sistémico a la entidad. De igual manera permite fortalecer el sistema de control interno.

Dicho Reglamento contiene las siguientes normas con el fin de llevar a cabo un adecuado seguimiento de riesgos:

- Normas técnicas de control interno
- Normas relativas al ambiente de control
- Normas relativas a la valoración de riesgos
- Normas relativas a las actividades de control
- Normas relativas a la información y comunicación
- Normas relativas al monitoreo

De acuerdo con PCR la Comuna muestra un desempeño aceptable respecto a la Gestión Integral de Riesgos y el cumplimiento de las políticas y procedimientos.

Análisis Financiero del Originador

El análisis financiero se ha realizado sobre la base de los estados financieros anuales del periodo de diciembre 2014 a 2018 y estados financieros no auditados a diciembre de 2019 y su comparativo, preparados en conformidad a los Principios de Contabilidad Gubernamental, dependencia del Ministerio de Hacienda de El Salvador.

Análisis de Resultados

La Alcaldía Municipal de San Salvador es una entidad estatal, como parte de ello, sus ingresos provienen principalmente de la recaudación de impuestos y tasas sobre servicios prestados. La totalidad de los ingresos son libres de impuestos y se encuentran representados por Ingresos Tributarios, Ingresos Financieros, Ingresos por Transferencias Corrientes Recibidas, Ingresos por Transferencia de Capital Recibidas, Ingresos por Venta de Bienes y Servicios, Ingresos por Actualizaciones y Ajustes de periodos anteriores.

Los ingresos del periodo presentan un incremento de US\$63.21 millones (+58.14%) en comparación de los obtenidos en diciembre de 2018, como consecuencia de un aumento en las transferencias corrientes recibidas en US\$38.41 millones, principalmente en la cuenta de transferencias entre dependencias por +US\$36.43 millones; seguido por un incremento en ingresos por actualizaciones en US\$20.30 millones, específicamente en ajustes en los resultados de los ejercicios anteriores por +US\$20.23 millones. Por su parte, también se presentó un incremento en los ingresos por venta de bienes y servicios, principalmente en la cuenta de recaudación de tasas de servicios públicos (+13.15%) en US\$6.85 millones. Por lo anterior, se presentó un crecimiento significativo en los ingresos operacionales⁴ en US\$42.93 millones (+40.17%).

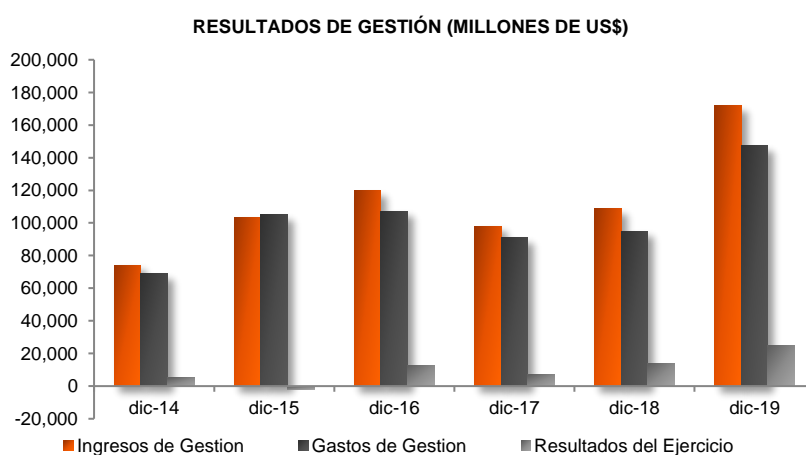
	Ingresos de Gestión (Millones de US\$)					
	dic-2014	dic-2015	dic-2016	dic-2017	dic-2018	dic-2019
Ingresos tributarios	12,599	12,849	13,479	13,693	14,482	13,965
Ingresos financieros y otros	83	92	1,014	193	94	69
Ingresos por transf. corrientes recibidas	7,504	11,318	41,965	28,732	24,918	63,323
Ingresos por transf. de capital recibidas	8,719	8,810	8,688	8,869	9,716	10,587
Ingresos por venta de bienes y servicios	43,806	46,997	45,981	45,492	57,764	61,937
Ingresos por actualizaciones y ajustes	1,258	23,181	8,629	955	1,743	22,044
Ingresos de Gestión	73,968	103,247	119,757	97,935	108,718	171,925

⁴ Ingresos Operacionales: Ingresos Tributarios + Ingresos por Transferencias Corrientes Recibidas + Ingresos por Transferencias Capital Recibidas + Ingresos por Venta de Bienes y Servicios.

Los costos y gastos también presentaron un incremento, siendo estos por US\$52.43 millones (+55.26%), similar en proporción a la que presentaron los ingresos, además de estar influenciados por los mismos motivos (transferencias corrientes entre dependencias y ajustes de resultados anteriores); seguido por el aumento en los gastos de personal en US\$2.56 millones, con énfasis en las remuneraciones de personal permanente, que presentaron un incremento de (+10.28%); sin embargo, la municipalidad muestra también una reducción en gastos de bienes de consumo y servicios en US\$10.49 millones y en gastos en inversiones públicas en US\$4.20 millones, con énfasis en proyectos de desarrollo social en -US\$2.84 millones y en proyectos de construcción de infraestructura vial en -US\$1.51 millones. A la fecha de análisis, se presentó un crecimiento significativo en los gastos operacionales⁵ en US\$29.86 millones (+33.90%).

Costos y Gastos de Gestión (Millones de US\$)						
	dic-2014	dic-2015	dic-2016	dic-2017	dic-2018	dic-2019
Gastos de inversiones públicas	3,497	6,649	12,069	3,614	5,919	1,716
Gastos de personal	22,256	24,309	24,356	23,308	24,934	27,491
Gastos en bienes de consumo & servicios	16,922	17,785	22,860	26,065	26,180	15,688
Gastos de bienes capitalizables	37	110	263	397	127	69
Gastos financieros y otros	3,482	4,492	5,870	5,278	5,801	6,867
Gastos de transferencias otorgadas	20,546	28,015	38,525	29,624	30,933	72,992
Costo de ventas y cargos calculados	1,958	1,747	1,803	2,041	494	504
Gastos de actualizaciones y ajustes	164	21,969	1,260	537	483	21,973
Gastos de Gestión	68,863	105,076	107,004	90,865	94,871	147,300

Fuente: Alcaldía Municipal de San Salvador / Elaboración: PCR



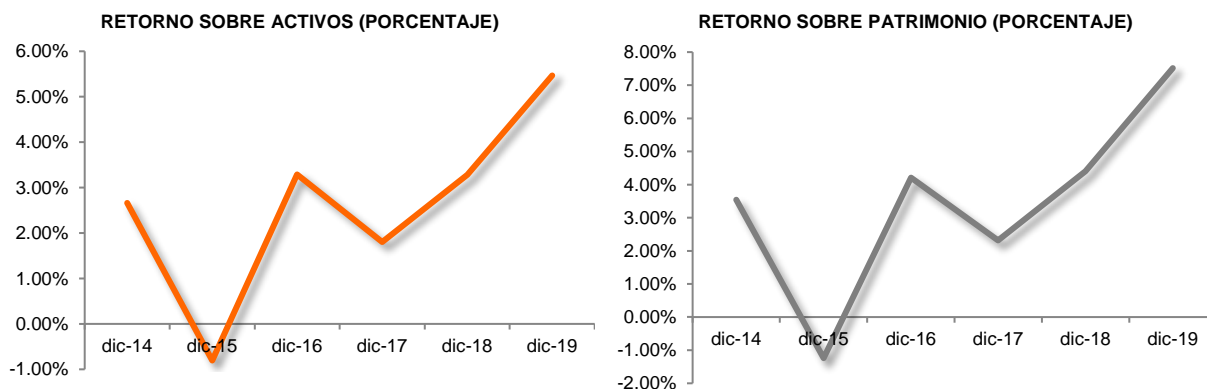
Fuente: Alcaldía Municipal de San Salvador / Elaboración: PCR

Al 31 de diciembre 2019, la utilidad operacional de la alcaldía de San Salvador fue de US\$31.35 millones, con un incremento de US\$13.06 millones (+71.38%), debido al aumento de los ingresos por transferencias corrientes recibidas (+154.13%), a pesar del aumento en los gastos financieros en US\$1.07 millones entre diciembre de 2018 y 2019, como resultado la utilidad neta de la municipalidad se vio favorecida, pasando de US\$13.85 millones para diciembre 2018 a US\$24.63 millones a la fecha del análisis, con un aumento de US\$10.78 millones (+77.85%).

Análisis de Rentabilidad

A la fecha de análisis, los indicadores de rentabilidad presentaron modificaciones debido al aumento en la utilidad del periodo, como resultado, el retorno sobre activo fue de 5.47%, mientras que el retorno sobre patrimonio fue de 7.52%, ambos indicadores fueron de 3.28% y 4.40% respectivamente en el periodo pasado. Cabe destacar que el objetivo principal de la alcaldía no es ser rentable, no obstante, mantiene un nivel saludable en sus indicadores.

⁵ Gastos Operacionales: Gastos de Inversiones Públicas + Gastos de personal + Gastos en bienes de consumo y servicios + Gastos de Bienes Capitalizables + Gastos de Transferencias Otorgadas.

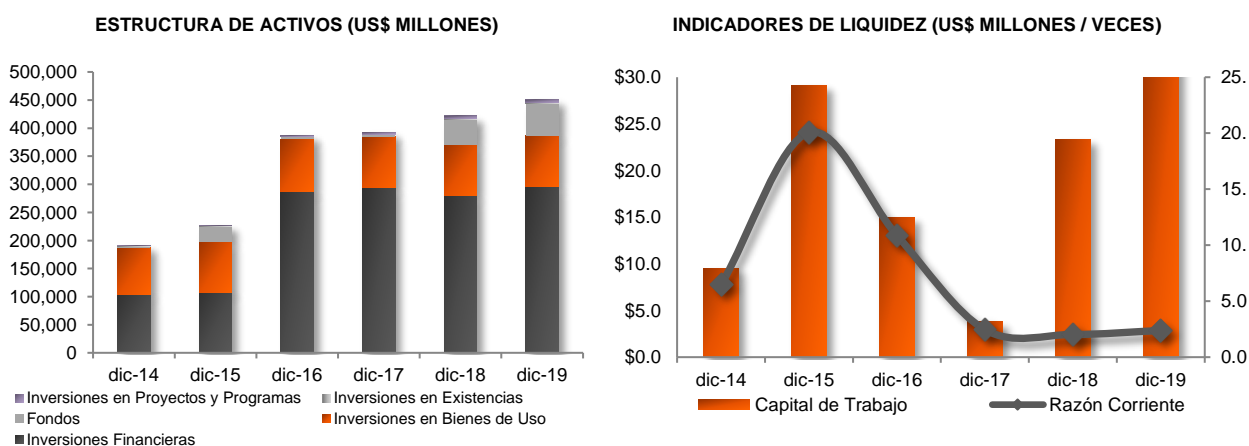


Fuente: Alcaldía Municipal de San Salvador / Elaboración: PCR

Análisis de Liquidez

A diciembre de 2019, los activos de la municipalidad totalizaron US\$450.42 millones, reflejando un incremento de 6.83% al compararlo con el mismo periodo en 2018, como resultado del aumento en las inversiones financieras en US\$15.98 millones (+5.71%). Respecto a los activos corrientes que posee la municipalidad en el período analizado, se observa un incremento del 25.91%, totalizando US\$57.99 millones, debido al aumento en deudores monetarios en US\$10.66 millones, seguido por disponibilidades y anticipo de fondos.

Dentro de los indicadores de liquidez, la liquidez general presenta un leve incremento en el periodo, al pasar de 2.03 veces en diciembre de 2018 a ser de 2.38 veces en diciembre de 2019. Lo mismo muestra el capital neto de trabajo disponible por parte de la municipalidad, el cual registró un incremento de US\$10.28 millones más de lo que disponía al cierre del 2019, dejando a la alcaldía con un monto de US\$33.64 millones para responder ante cualquier obligación de corto plazo u otras obligaciones de pago.

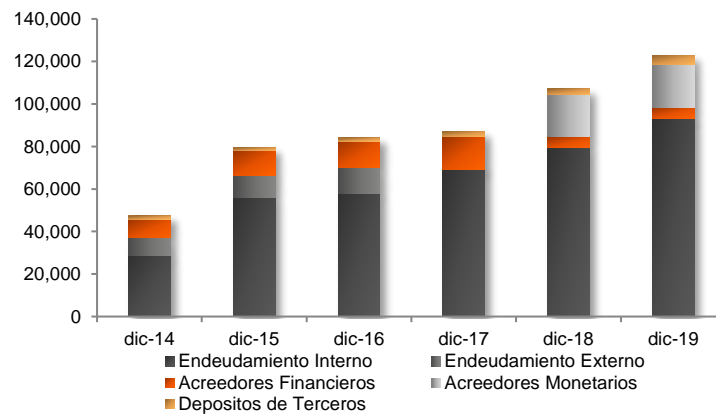


Fuente: Alcaldía Municipal de San Salvador / Elaboración: PCR

Análisis de Endeudamiento y Solvencia

A cierre del 2019, los pasivos fueron de US\$122.79 millones, aumentando en US\$15.60 millones (+14.56%) respecto a diciembre de 2018, el aumento en los pasivos fue producto del crecimiento del endeudamiento interno en US\$13.95 millones (+17.58%) respecto a diciembre de 2018, seguido por el incremento en la deuda corriente en US\$1.66 millones (+7.31%).

ESTRUCTURA DE PASIVOS (US\$ MILLONES)

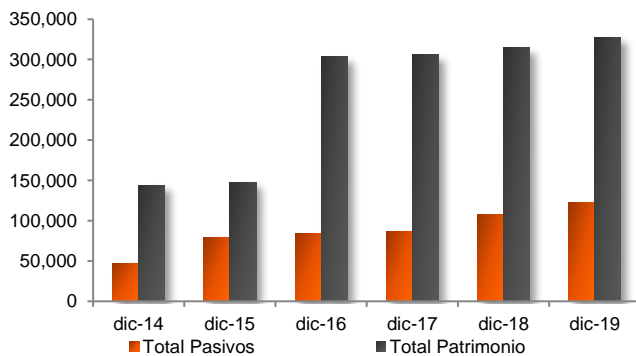


Fuente: Alcaldía Municipal de San Salvador / Elaboración: PCR

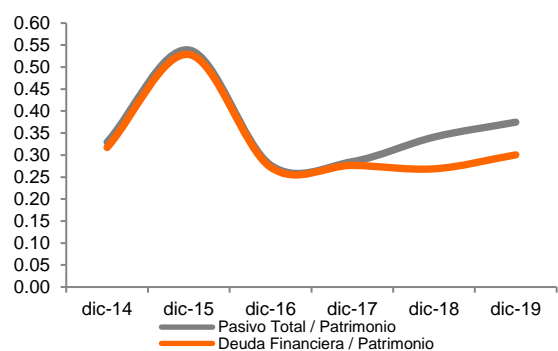
Por su parte, el patrimonio total⁶ creció US\$13.18 millones (+4.19%) respecto a diciembre de 2018, totalizando a la fecha US\$327.63 millones, el aumento fue impulsado por el incremento en el resultado de ejercicio anteriores, el cual representa el 64.61% del total de patrimonio.

Los indicadores de endeudamiento y solvencia se vieron levemente afectados por el incremento de los pasivos, el cual fue en mayor proporción de lo que creció el patrimonio (+14.56% y +4.19% respectivamente); como consecuencia, el patrimonio respaldó en menor medida las obligaciones de la alcaldía, esto último visible en el incremento del nivel de endeudamiento patrimonial que pasó de 0.34 veces en diciembre de 2018 a un valor de 0.37 veces en el periodo analizado.

PASIVO Y PATRIMONIO TOTAL (MILES DE US\$)



ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL (VECES)



Fuente: Alcaldía Municipal de San Salvador / Elaboración: PCR

Resguardo Financiero

Durante la vigencia de la titularización, el originador se encontrará sujeto a cumplir con el siguiente resguardo financiero, el cual se detalla a continuación:

- El Ratio de Endeudamiento Municipal** El límite de endeudamiento público municipal estará determinado por la siguiente relación: saldo deuda pública municipal sobre ingresos operacionales del ejercicio fiscal anterior, no podrá ser superior al 1.7 veces. Desde 2015 se puede apreciar que el endeudamiento municipal se ha mantenido por debajo de lo establecido en el artículo 5 del Decreto 930 en donde se establece la Ley Reguladora de Endeudamiento Público Municipal.

A diciembre de 2019, el nivel de endeudamiento municipal es de 0.877 veces, cumpliendo con lo establecido por la ley. Este indicador muestra un comportamiento estable, siendo mayor en 0.08 veces respecto a diciembre 2018 (0.79 veces), producto del incremento en el endeudamiento interno en US\$13.95 millones (+17.58%).

Actualmente la brecha del indicador con el nivel máximo de endeudamiento legal permitido es de 0.83 veces, permitiendo tener una capacidad de endeudamiento hasta de US\$88.80 millones más de la deuda total a la fecha.

⁶ Patrimonio total: Patrimonio Estatal- Resultado del ejercicio corriente.

⁷ El indicador de endeudamiento municipal se calcula: saldo deuda pública municipal sobre ingresos operacionales del ejercicio fiscal anterior

Perspectivas de Mediano y Largo Plazo del Originador

Fondo de Titularización VTHVAMS03

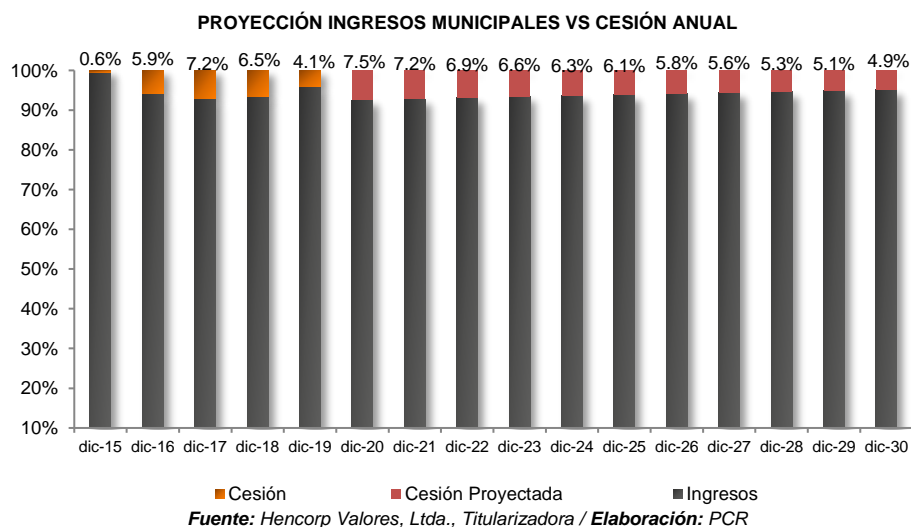
La Alcaldía Municipal de San Salvador pretende ceder los derechos sobre los flujos financieros futuros provenientes de todos los ingresos percibidos para obtener financiamiento de US\$61.99 millones los cuales son utilizados en la Reestructuración de Pasivos e Inversiones en Proyectos de conformidad con el Artículo cinco de la Ley de Creación del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios de El Salvador (FODES).

El monto anual que la Alcaldía Municipal de San Salvador deberá de destinar al Fondo de Titularización para cumplir con la titularización será de US\$7.03 millones. De acuerdo con las estimaciones realizadas, la cesión anual para el quinto año, es el período de más alta participación de la cesión en relación con los ingresos por 7.51%.

Ingresos y Cesión (Porcentaje)																
Componentes	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Cesión Real	0.57%	5.87%	7.18%	6.47%	4.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Cesión Proyectada	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.51%	7.20%	6.90%	6.61%	6.34%	6.07%	5.82%	5.57%	5.34%	5.12%	4.90%
Ingresos	99.43%	94.13%	92.82%	93.53%	95.91%	92.49%	92.80%	93.10%	93.39%	93.66%	93.93%	94.18%	94.43%	94.66%	94.88%	95.10%

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

A la fecha de análisis se han pagado cuarenta y nueve cuotas de la emisión, equivalentes a un monto cedido de US\$28.71 millones. Asimismo, el monto de cesión anual fue de US\$7.03 millones que representa el 4.09% del total de ingresos a diciembre de 2019, menor al 7.84% que se había pronosticado para el cierre del año, producto del incremento en los ingresos del periodo. Cabe destacar que para diciembre 2019 se finalizó con US\$171.93 millones en ingresos totales de la municipalidad.



Estados Financieros de Alcaldía San Salvador

BALANCE GENERAL (EN MILLONES US\$)						
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Fondos	2,290.08	27,863.76	4,105.87	3,732.85	44,620.50	57,190.61
Disponibilidades	1,367.65	23,798.10	1,597.20	596.44	871.21	2,827.79
Anticipos de Fondos	922.43	4,065.66	2,508.67	3,136.42	2,783.05	3,271.02
Deudores Monetarios	0.00	0.00	0.00	0.00	40,966.24	51,631.81
Inversiones Financieras	103,975.80	108,059.28	287,333.33	294,106.49	280,149.80	296,132.61
Inversiones Temporales	7,680.00	1,700.00	11,500.00	1,500.00	500.00	-
Inversiones Permanentes	281.25	362.90	364.07	364.07	364.07	364.07
Inversiones en Prestamos, Largo Plazo	20.02	20.02	12.73	12.73	12.73	12.73
Deudores Financieros	95,851.15	105,802.82	275,247.04	292,054.19	279,097.50	292,400.93
Inversiones Intangibles	143.37	173.55	209.48	175.50	175.50	3,354.88
Inversiones en Existencias	1,314.94	1,090.87	929.64	1,117.61	939.04	803.31
Inversiones Institucionales	1,314.94	1,090.87	929.64	1,117.61	939.04	803.31
Inversiones en Bienes de Uso	83,271.46	89,189.38	93,159.73	90,375.60	91,244.07	90,688.09
Bienes depreciables	30,775.07	36,692.99	40,666.71	37,882.58	38,751.05	38,195.06
Bienes no depreciables	52,496.39	52,496.39	52,493.02	52,493.02	52,493.02	52,493.02
Inversiones en Proyectos y Programas	691.69	840.18	1,819.51	3,572.48	4,682.99	5,608.25
Inversiones en bienes privativos	530.12	633.29	1,663.51	3,381.20	4,578.39	4,593.31
Inversiones de uso Público y Desarrollo	161.57	206.89	156.00	191.27	104.60	1,014.94
Total Activos	191,543.97	227,043.48	387,348.07	392,905.04	421,636.40	450,422.88
Deuda Corriente	1,747.60	1,527.62	1,520.20	2,581.32	22,693.18	24,351.87
Depósitos de Terceros	1,747.60	1,527.62	1,520.20	2,581.32	2,835.67	4,340.74
Acreedores Monetarios	0.00	0.00	0.00	0.00	19,857.51	20,011.13
Financiamiento de Terceros	45,701.74	77,983.80	82,563.49	84,560.89	84,492.49	98,436.11
Endeudamiento Interno	28,793.77	56,223.97	57,879.46	69,296.87	79,346.22	93,292.00
Endeudamiento Externo	8,210.72	10,321.19	12,017.14	0.00	0.00	0.00
Acreedores Financieros	8,697.25	11,438.64	12,666.89	15,264.01	5,146.27	5,144.11
Total Pasivos	47,449.34	79,511.43	84,083.69	87,142.21	107,185.68	122,787.98
Patrimonio Municipalidades	9,682.51	9,682.51	9,682.51	9,701.04	9,701.04	9,701.04
Donaciones y Legados de Bienes	39,251.90	39,251.90	39,251.90	39,251.90	39,251.90	40,197.59
Resultado Ejercicios Anteriores	48,821.90	52,324.64	193,474.85	208,454.81	210,336.39	211,680.76
Resultado Ejercicio Corriente	5,166.04	-1,828.92	12,753.21	7,070.49	13,846.25	24,625.35
Superávit por Revaluación	41,356.81	48,255.78	48,255.78	41,438.46	41,438.46	41,438.46
Detrimiento Patrimonial	-184.53	-153.86	-153.86	-153.86	-123.31	-56.47
Total Patrimonio	144,094.63	147,532.05	303,264.38	305,762.83	314,450.72	327,634.89
Total Patrimonio + Pasivo	191,543.97	227,043.48	387,348.07	392,905.04	421,636.40	450,422.88

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (EN MILLONES US)						
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Ingresos Operacionales	72,627.77	79,973.45	110,113.66	96,786.60	106,880.52	149,811.74
Costos Operacionales	1,958.34	1,746.67	1,802.60	2,040.81	494.28	504.00
Gastos Operacionales	63,258.10	76,867.60	98,072.42	83,008.72	88,093.03	117,956.53
Resultado de Operación	7,411.33	1,359.19	10,238.64	11,737.07	18,293.21	31,351.21
Ingresos y Gastos Financieros	-3,399.64	-4,399.75	-4,855.27	-5,084.77	-5,706.39	-6,797.14
Ingresos Financieros	82.67	92.27	1,014.40	193.45	94.28	69.50
Gastos Financieros	3,482.30	4,492.02	5,869.67	5,278.22	5,800.67	6,866.64
Actualizaciones y Ajustes Neto	1,093.43	1,211.64	7,369.84	418.19	1,259.43	71.28
Resultado (Perdida) Neta del Ejercicio	5,105.12	-1,828.92	12,753.21	7,070.49	13,846.25	24,625.35

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS						
	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Liquidez						
Índice de Liquidez (veces)	6.46	20.07	10.88	2.46	2.03	2.38
Capital neto de Trabajo (US\$ millones)	\$9,537.42	\$29,127.01	\$15,015.31	\$3,769.14	\$23,366.35	\$33,642.06
Solvencia						

Deuda Financiera / Patrimonio	0.32	0.53	0.27	0.28	0.27	0.30
Pasivo Total / Patrimonio	0.33	0.54	0.28	0.28	0.34	0.37
Cobertura						
EBIT / Gastos Financieros	2.13	0.30	1.74	2.22	3.15	4.57
EBIT / Ingresos operacionales	0.10	0.02	0.09	0.12	0.17	0.21
Pasivo Total / EBIT	6.40	58.50	8.21	7.42	5.86	3.92
Deuda Financiera / EBIT	6.17	57.38	8.06	7.20	4.62	3.14
Rentabilidad						
ROA	2.67%	-0.81%	3.29%	1.80%	3.28%	5.47%
ROE	3.54%	-1.24%	4.21%	2.31%	4.40%	7.52%

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES

Con información financiera correspondiente a:	Clasificación	Perspectiva
Del 31 de marzo de 2015 al 31 de diciembre de 2019	AA	Negativa

Elaboración: PCR

FLUJOS POR CEDER POR EL MUNICIPIO AL FONDO DE TITULARIZACIÓN (EN US\$)

Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión
1	586,000	31	586,000	61	586,000	91	586,000	121	586,000	151	586,000
2	586,000	32	586,000	62	586,000	92	586,000	122	586,000	152	586,000
3	586,000	33	586,000	63	586,000	93	586,000	123	586,000	153	586,000
4	586,000	34	586,000	64	586,000	94	586,000	124	586,000	154	586,000
5	586,000	35	586,000	65	586,000	95	586,000	125	586,000	155	586,000
6	586,000	36	586,000	66	586,000	96	586,000	126	586,000	156	586,000
7	586,000	37	586,000	67	586,000	97	586,000	127	586,000	157	586,000
8	586,000	38	586,000	68	586,000	98	586,000	128	586,000	158	586,000
9	586,000	39	586,000	69	586,000	99	586,000	129	586,000	159	586,000
10	586,000	40	586,000	70	586,000	100	586,000	130	586,000	160	586,000
11	586,000	41	586,000	71	586,000	101	586,000	131	586,000	161	586,000
12	586,000	42	586,000	72	586,000	102	586,000	132	586,000	162	586,000
13	586,000	43	586,000	73	586,000	103	586,000	133	586,000	163	586,000
14	586,000	44	586,000	74	586,000	104	586,000	134	586,000	164	586,000
15	586,000	45	586,000	75	586,000	105	586,000	135	586,000	165	586,000
16	586,000	46	586,000	76	586,000	106	586,000	136	586,000	166	586,000
17	586,000	47	586,000	77	586,000	107	586,000	137	586,000	167	586,000
18	586,000	48	586,000	78	586,000	108	586,000	138	586,000	168	586,000
19	586,000	49	586,000	79	586,000	109	586,000	139	586,000	169	586,000
20	586,000	50	586,000	80	586,000	110	586,000	140	586,000	170	586,000
21	586,000	51	586,000	81	586,000	111	586,000	141	586,000	171	586,000
22	586,000	52	586,000	82	586,000	112	586,000	142	586,000	172	586,000
23	586,000	53	586,000	83	586,000	113	586,000	143	586,000	173	586,000
24	586,000	54	586,000	84	586,000	114	586,000	144	586,000	174	586,000
25	586,000	55	586,000	85	586,000	115	586,000	145	586,000	175	586,000
26	586,000	56	586,000	86	586,000	116	586,000	146	586,000	176	586,000
27	586,000	57	586,000	87	586,000	117	586,000	147	586,000	177	586,000
28	586,000	58	586,000	88	586,000	118	586,000	148	586,000	178	586,000
29	586,000	59	586,000	89	586,000	119	586,000	149	586,000	179	586,000
30	586,000	60	586,000	90	586,000	120	586,000	150	586,000	180	586,000
TOTAL											105.480.000

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

Estados Financieros de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora

BALANCE GENERAL HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA (US\$ MILES)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Activo Corriente	5,804	4,151	4,023	4,740	4,192
Activo No Corriente	61	45	22	9	8
Activo Total	5,865	4,196	4,045	4,750	4,199
Pasivo corriente	2,955	1,341	1,239	1,967	1,329
Pasivo Total	2,955	1,341	1,239	1,967	1,329
Total Patrimonio	2,911	2,855	2,806	2,782	2,871
Pasivo + Patrimonio	5,865	4,196	4,045	4,750	4,199

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

ESTADO DE RESULTADOS HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA (US\$ MILES)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Ingresos por titularización de activos	3,917	3,427	3,280	3,343	3,501
Ingresos de inversiones financieras	86	74	41	40	19
Total de ingresos de operación	4,003	3,501	3,321	3,382	3,520
Costos por servicios	80	2	12	93	80
Resultado de Operación Bruto	3,922	3,499	3,309	3,290	3,440
Gastos de Administración	1,860	1,382	1,278	1,301	1,352
Gastos Financieros	64	53	27	36	10
Total costos y gastos de operación	2,004	1,437	1,317	1,430	1,442
Utilidad Operacional	1,999	2,064	2,004	1,953	2,078
Utilidad antes de Reserva e Impuestos	1,999	2,064	2,004	1,953	2,078
Impuesto sobre la Renta	562	620	603	586	625
Resultado del Ejercicio	1,437	1,444	1,401	1,367	1,453

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

Estados Financieros de VTHVAMS03

BALANCE GENERAL FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR 03 (US\$ MILES)

Componente	dic-17	dic-18	dic-19
Activo Corriente	8,343	8,399	8,465
Activo No Corriente	83,798	76,766	69,734
Activo Total	92,141	85,165	78,199
Pasivo corriente	9,398	3,012	4,133
Pasivo no corriente	85,413	86,043	79,078
Pasivo Total	94,811	89,055	83,211
Excedentes Déficit Acumulados FT	-2,671	-3,889	-5,012
Pasivo + Excedentes Acum.	92,141	85,165	78,199

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

ESTADO DE RESULTADOS FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR 03 (US\$ MILES)

Componente	dic-17	dic-18	dic-19
Ingresos por titularización	2,949	2,895	2,893
Ingresos por intereses devengados	49	49	50
Otros ingresos	-	15	20
Ingresos totales	2,998	2,958	2,962
Por administración y custodia	13	19	10
Por clasificación de riesgo	30	30	27
Auditoría externa y fiscal	3	3	3
Por servicios de valuación	20	50	-
Por servicios profesionales	-	-	-
Gastos de administración y operación	66	101	40
Gastos Financieros	3,513	3,783	3,764
Otros gastos	267	292	280
Impuesto sobre la Renta	-	-	0.37
Total de egresos y gastos	3,846	4,177	4,085
Resultado del Ejercicio	-848	-1,218	-1,123

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

Anexo 1:

Código Municipal de El Salvador, Art 63.

Son ingresos del Municipio:

1. El producto de los impuestos, tasas y contribuciones municipales;
2. El producto de las penas o sanciones pecuniarias de toda índole impuestas por la autoridad municipal competente, así como el de aquellas penas o sanciones que se liquiden con destino al municipio de conformidad a otras leyes. Igualmente, los recargos e intereses que perciban conforme a esas leyes, ordenanzas o reglamentos;
3. Los intereses producidos por cualquier clase de crédito municipal y recargos que se impongan;
4. El producto de la administración de los servicios públicos municipales;
5. Las rentas de todo género que le municipio obtenga de las instituciones municipales autónomas y de las empresas mercantiles en que participe o que sean de su propiedad;
6. Los dividendos o utilidades que le correspondan por las acciones o aportes que tenga en sociedad de cualquier género;
7. Las subvenciones, donaciones y legados que reciba;
8. El producto de los contratos que celebre
9. Los frutos civiles de los bienes municipales o que se obtengan con ocasión de otros ingresos municipales, así como los intereses y premios devengados por las cantidades de dinero consignados en calidad de depósitos en cualquier banco o asociación de ahorro y préstamo;
10. El aporte proveniente del fondo para el desarrollo económico y social de los municipios establecido en el inciso tercero del artículo 207, de la Constitución en la forma y cuantía que fije la ley;
11. Las contribuciones y derechos especiales previstos en otras leyes;
12. El producto de los empréstitos, préstamos y demás operaciones de crédito que obtenga;
13. El precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles municipales que efectúe;
14. Los aportes especiales o extraordinarios que le acuerden organismos estatales o autónomos;
15. Cualquiera otra que determinen las leyes, reglamentos u ordenanzas.

Nota sobre información empleada para el análisis

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de la misma le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

Con este antecedente y acorde a lo dispuesto en la normativa vigente, PCR es responsable de la opinión emitida en su calificación de riesgo, considerando que en dicha opinión PCR se pronuncia sobre la información utilizada para el análisis, indicando si esta es suficiente o no para emitir una opinión de riesgo, así como también, en el caso de evidenciarse cualquier acción que contradiga las leyes y regulaciones en donde PCR cuenta con mecanismos para pronunciarse al respecto. PCR, sigue y cumple en todos los casos, con procesos internos de debida diligencia para la revisión de la información recibida.