

Valores de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Miguel 01. Valores de Titularización VTHVASM01

Comité No. 122/2019	
Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2019	Fecha de comité: 28 de octubre de 2019
Periodicidad de actualización: Semestral	Originador perteneciente al sector público municipal San Salvador, El Salvador

Equipo de Análisis		
Fernando Vásquez fvasquez@ratingspcr.com	Isaura Merino imerino@ratingspcr.com	(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES						
Fecha de información	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Jun-19
Fecha de comité	26/4/2015	22/4/2016	26/4/2017	27/4/2018	29/4/2019	28/10/2019
Valores de Titularización	Alcaldía municipal de San Miguel 01					
Tramo 1 y 2	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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.

"Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", 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 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".

"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. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos".

Racionalidad

En Comité Ordinario de clasificación de riesgo, PCR ratificó la clasificación de "AA", perspectiva "Estable" a todos los tramos de los Valores de titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Miguel 01.

La clasificación se fundamenta en el comportamiento estable de los ingresos, además de la capacidad de recaudar de manera efectiva los tributos y tasas municipales; que provienen del desarrollo comercial, industrial y agropecuario del municipio, siendo este el más desarrollado de la zona oriental del país. Por otra parte, la municipalidad mejoró sus indicadores de rentabilidad, como resultado de la minimización de los costos y gastos, que impactaron de manera positiva en la utilidad al compararla interanualmente. En cuanto a los niveles de cesión, la alcaldía los mantiene bajos. Asimismo, la emisión cuenta con dos resguardos legales que garantizan el pago oportuno de la cesión mensual.

Perspectiva

Estable.

Resumen Ejecutivo

- **Buen desempeño de la gestión para generar beneficios.** A la fecha de análisis la gestión de la municipalidad reportó una utilidad neta mayor en US\$3.74 millones con respecto a junio 2018, pesar de que se registró una reducción en los ingresos totales (-7.53%), la cual fue soportada en gran medida por los ingresos por venta de bienes y servicios, impulsado por el incremento en los cobros de tasas municipales y tributos recaudados, que en conjunto incrementaron en US\$429.14 miles (+15.74%). Pese a lo mencionado anteriormente, la municipalidad presenta un incremento en la utilidad neta del periodo, misma que asciende a US\$2.45 millones.
- **Mejora en indicadores rentabilidad.** Producto del buen desempeño para generar beneficios por parte de la alcaldía de San Miguel, los indicadores de rentabilidad respondieron de manera favorable entre el periodo de junio 2018 y junio 2019, el retorno sobre activos pasó de -1.67% a 2.90% a la fecha del análisis, mientras que el retorno sobre patrimonio pasó de -2.11% a 3.47%.
- **Adecuados niveles de cesión.** Según la estructura de la emisión, durante el 2018 se da el incremento en la cuota de cesión, pasando de ceder US\$1.39 millones a ceder US\$1.68 millones por año, como resultado el nivel de cesión del primer semestre del 2019 se incrementó levemente hasta tener una participación del 5.56% del total de los ingresos para cumplir con el pago, este fue mayor al nivel de cesión proyectado (4.37%), debido a la disminución de los ingresos.

- **Saludables indicadores de liquidez y endeudamiento.** Ambos ratios muestran la capacidad de la alcaldía de responder a sus obligaciones. Por su parte, el ratio de liquidez de la municipalidad presenta un incremento de 53.16 veces al compararlo interanualmente entre junio de 2018 y 2019, producto del incremento de los activos corrientes vs. la reducción en los pasivos corrientes (+35.68% y -64.96% respectivamente). Viéndose un incremento considerable en el capital de trabajo de US\$1.64 millones. En cuanto a los indicadores de endeudamiento y solvencia se observa como el patrimonio respalda de manera adecuada los pasivos que posee la municipalidad, visible por el nivel de endeudamiento patrimonial a la fecha de análisis el cual fue de 0.20 veces, el cual se redujo en 0.06 veces en comparación a junio 2018.
- **Cumplimiento de límites y resguardos legales.** La municipalidad redujo el valor de su indicador de endeudamiento en 0.07 veces, a la fecha de análisis fue de 0.90 veces, dejando una brecha de 0.80 veces para alcanzar su máximo legal, o el equivalente a US\$12 millones. Además, la emisión posee los siguientes respaldos: la firma de una Orden Irrevocable de Pago por parte del municipio, así como el establecimiento y cumplimiento de resguardos financieros, y los mecanismos a tomar ante un inadecuado manejo de los fondos. Una cuenta restringida que no deberá ser menor a las próximas dos cuotas mensuales de los flujos que serán cedidos

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.

Información utilizada para la clasificación

- **Información financiera:** Estados Financieros no auditados correspondientes al 30 de junio de 2019.
- **Riesgo de Solvencia:** Nivel de endeudamiento municipal.
- **Riesgo Operativo:** Modelo de Fondo de Titularización.

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: A la fecha no se cuenta con la información financiera auditada por parte del originador

Hechos Relevantes

- El 17 de septiembre de 2019 se aprobó la emisión de US\$9.5 millones para ejecución y ampliación de diferentes proyectos. Distribuidos de la siguiente manera: US\$3.5 millones en pavimentación de calles, US\$1.0 millón en la compra de cámaras y finalmente, US\$4.5 millones para la construcción del mercado y recuperación del parque Gerardo Barrios.

Entorno Económico¹

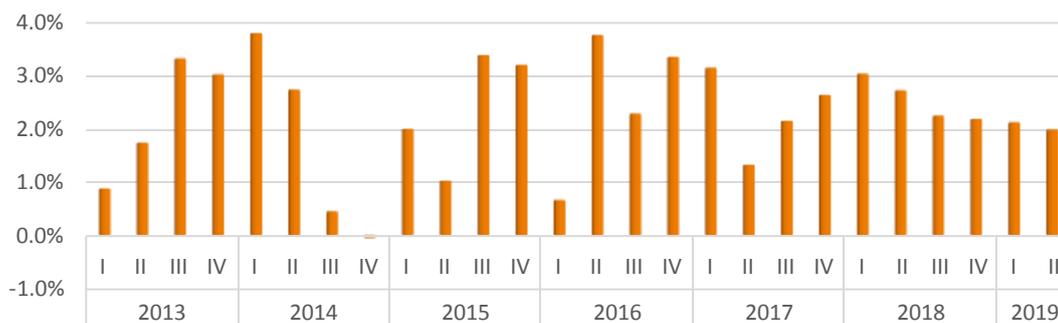
Al segundo trimestre de 2019, las cifras publicadas por el Banco Central de Reserva (BCR) muestran que la economía salvadoreña registró una tasa de crecimiento de 1.98%, menor al crecimiento de 2.72% registrado en el mismo periodo del año anterior. En este sentido, desde el enfoque de la demanda, el consumo privado reportó una contribución al crecimiento de 1.42%, menor al 3.15% reflejado en junio 2018, asimismo, la inversión tuvo un aporte del 0.08% (junio 2018: 1.65%). Cabe destacar que, durante los primeros meses del año 2019, El Salvador estuvo bajo un contexto de elecciones presidenciales, dejando como resultado un cambio en la estructuración política que había estado funcionando por diez años de gobierno del partido FMLN, por lo que la incertidumbre ante una nueva administración pudo haber influido en las decisiones de inversión del sector privado. Por otra parte, la contribución al crecimiento de las exportaciones fue de 2.02% (junio 2018: 0.85%). Asimismo, las importaciones contrarrestaron el crecimiento con 1.42% (junio 2018: 3.37%).

Por el lado de la oferta, los sectores que observaron un mayor aporte al crecimiento fueron: la Construcción (0.4%), Servicios financieros (0.33%), alojamiento y comidas (0.15%), agua y evacuación de aguas residuales (0.03%), electricidad (0.13%) y servicios de administración y apoyo (0.13%). En cuanto al sector construcción, el comportamiento positivo estaría relacionado a la ejecución de proyectos de infraestructura (residencial, comercial y corporativo), así como obras de ingeniería civil. Por su parte el sector de servicios financiero se ha visto estimulado por el crecimiento en la cartera crediticia y depósitos, así como el incremento de las primas de seguros. No obstante, la Industria Manufacturera reflejó un aporte al crecimiento de 0.31%, levemente menor al 0.33% de junio 2018.

De acuerdo con las proyecciones del BCR, el crecimiento de la economía salvadoreña se ubicará en 2.3% al cierre del año 2019, mientras que para el año 2020, la entidad estima que la economía crezca un 2.6%, fundamentada en mayores expectativas de inversión pública y privada

¹ Con fuente de información suministrada por el BCR con Base de Datos Económica al 30 junio de 2019.

VARIACIONES ANUALES DEL PIB AL SEGUNDO TRIMESTRE 2019 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

Resumen de la estructura de titularización

DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN

Emisor	Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Miguel Cero Uno – FTHVASM 01 (en adelante, el Fondo de Titularización).
Emisión Originador	Valores de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Miguel (VTHVASM 01). Alcaldía municipal de San Miguel.
Activos del Fondo de Titularización	Los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros provenientes de todos los ingresos percibidos por la Alcaldía Municipal de San Miguel, 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 serán 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) Convenio de Administración de Cuentas Bancarias: mediante ésta, el Originador se compromete por medio de su colector a transferir la cesión de flujos financieros identificada en el cuadro 9. Este convenio da las instrucciones a quienes hagan la función de colectoría 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 estará depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V.
Destino	Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización en la adquisición de los derechos sobre flujos futuros de una porción de los primeros ingresos percibidos por el originador, ya mencionados (los activos del Fondo de Titularización). El dinero obtenido a través del fondo, serán invertidos por el Originador en obras de beneficio social, e inversiones.

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

Instrumentos Clasificados

Características de los instrumentos clasificados

DETALLE DE LA EMISIÓN

Monto	US\$ 10,508,000
Tasa Máxima	6.00% a 6.85%
Plazo de Emisión	10 años (120 meses)
Periodicidad de Pagos de Intereses	Mensual
Saldo de la emisión a la fecha	US\$ 7,370,067
Cuota Restringida	Dos cuotas de la cesión de los flujos futuros

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

DETALLE DE LOS TRAMOS EMITIDOS

Tramo	Monto Emisión (US\$)	Plazo (Meses)	Fecha de vencimiento	Número de Anotaciones	Valor Nominal (US\$)
Tramo 1	US\$ 3,154,000	60	24/10/2019	31,540	100
Tramo 2	US\$ 7,354,000	120	24/10/2024	73,540	100

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

El monto de la emisión fue de US\$10.51 millones, representada en dos tramos, uno de 5 años y el otro de 10 años. 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 de oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsas.

La emisión de Valores de Titularización tiene un plazo de ciento veinte (120) meses a partir de la fecha de emisión. La Alcaldía de San Miguel como originador de los flujos futuros se compromete a ceder los montos establecidos de acuerdo con el cuadro al final del presente informe.

Los intereses se pagarán de forma mensual y consecutiva para los tramos sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante el período de vigencia de la emisión.

Destino de los Fondos

El propósito de los fondos obtenidos por la negociación de la emisión es ser invertidos por el Fondo de Titularización en la adquisición de derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos percibidos por la Alcaldía Municipal de San Miguel. Dichos fondos obtenidos por la Alcaldía Municipal serán destinados a Obras de Beneficio Social, e Inversiones.

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 Miguel se entenderán los flujos financieros futuros de²:

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. Las contribuciones y derechos especiales previstos en otras leyes;
11. El producto de los empréstitos, préstamos y demás operaciones de crédito que obtenga;
12. El precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles municipales que efectúe;
13. Los aportes especiales o extraordinarios que le acuerden organismos estatales o autónomos;
14. Cualquiera otra que determinen las leyes, reglamentos u ordenanzas.

Se realizarán 120 cesiones de flujos hacia el Fondo de Titularización por parte del Originador. El monto total por ceder asciende a US\$10.508 millones. En los primeros 47 meses, el originador cederá US\$114 miles en cada mes, y en los meses posteriores el originador cederá US\$140 miles en cada mes. La cesión de los flujos futuros se llevará a cabo a través de cuatro entidades bancarias, siendo estas: Banco de América Central, S.A.; Banco Hipotecario S.A.; Banco G&T Continental S.A.; y Banco Promerica S.A.; a partir del día uno de cada mes.

Operatividad del Fondo de Titularización

Todo pago se realizará por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización a través de una cuenta de depósito bancario, abierta en Banco de América Central, S.A., Banco Hipotecario, S.A. y Banco Promerica, S.A., entidades debidamente autorizadas por la Superintendencia del Sistema Financiero, y esta será denominada como Cuenta Discrecional. El Fondo contará con las siguientes cuentas bancarias para el traslado de fondos y operatividad 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.

Las cuentas Discrecional y Restringida formarán parte del Fondo de Titularización y serán administradas por Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora.

Convenio de administración de cuentas bancarias

El Municipio de San Miguel se obliga de forma irrevocable a firmar, cumplir y mantener vigente y válidos los "Convenios de administración de cuentas bancarias relacionadas con la emisión de valores de titularización del fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Miguel Cero Uno" única y exclusivamente con los bancos colectores designados en el Contrato de Cesión que son: Banco de América Central, S.A., Banco Promerica, S.A., Banco Hipotecario de El Salvador, S.A. y Banco G&T Continental de El Salvador, S.A.

Todo pago es realizado por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización a través de la cuenta bancaria denominada Cuenta Discrecional en el siguiente orden de prelación:

- i. Abono a la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida³, que deberá mantener un saldo mínimo de dos cuotas mensuales de flujos cedidos por el originador, únicamente cuando esto haga falta para asegurar el pago a los tenedores de los valores⁴.
- ii. Comisiones a la Sociedad Titularizadora.
- iii. Saldo de costos y gastos adeudados a terceros.
- iv. Obligaciones a favor de Tenedores de Valores.
- v. Cualquier remanente se devolverá al Originador.

² Según Art. 63, Código Municipal de El Salvador

³ El saldo de la Cuenta Restringida no deberá ser menor dos cuotas mensuales de flujos cedidos por el originador.

⁴ Información proporcionado por Hencorp; documento "Características de Emisión".

Caducidad del Plazo de la Emisión

La Municipalidad se verá obligada a pagar el resto de los flujos pendientes de ser entregados al Fondo de Titularización, desde la fecha que ocurran los siguientes casos:

- i. Si el Municipio de San Miguel utiliza los fondos obtenidos de la venta de una porción de sus derechos sobre flujos futuros de sus ingresos en fines distintos a los establecidos en el presente instrumento.
- ii. Si sobre los ingresos generados por la Alcaldía Municipal, libres de impuestos, recayere embargo u otra medida cautelar impuesta por acciones de terceros sobre la misma.
- iii. Si en cualquier momento, el Concejo Municipal o la autoridad legalmente competente realizara modificaciones o consignaciones diferentes a lo establecido en el contrato.
- iv. Cuando el Municipio incumpla con el límite establecido por el ratio de endeudamiento.
- v. Si el evento de mora a cargo del Municipio de San Miguel, no fuere solventado en los términos que constan en el contrato de emisión.
- vi. Cuando los valores emitidos con cargo al FTHVASM01, no puedan colocarse en el mercado bursátil de conformidad con el artículo setenta y seis de la Ley de Titularización de activos.
- vii. Si por cualquier motivo los Convenios de Administración de Cuentas Bancarias acordados no sean suscritos por las partes relacionadas.
- viii. En el caso que la Alcaldía Municipal de San Miguel celebre convenio o convenios de administración con otro u otros bancos distintos a los establecidos en el contrato de emisión.
- ix. En general, por cualquier incumplimiento de las obligaciones que se mencionan en el contrato de emisión.

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.

Pérdidas y Redención Anticipada

De producirse situaciones que impidan la generación proyectada del flujo de fondos y una vez agotados los recursos del Fondo de Titularización, los Tenedores de Valores deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones, sin perjuicio de exigir el cumplimiento de las garantías establecidas en el Contrato de Titularización.

En caso de presentarse circunstancias económicas y financieras que pongan en riesgo el flujo de fondos proyectado establecido en el Contrato de Titularización, corresponderá a los Tenedores de Valores decidir si se da una redención anticipada de los Valores, para la cual será necesario el acuerdo tomado por la Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores.

En caso el proceso de titularización genere pérdidas causadas por dolo o culpa en las actuaciones de responsabilidad de la Sociedad Titularizadora, declaradas como tales por juez competente en sentencia ejecutoriada, los Tenedores de Valores podrán ejercer las acciones contempladas en las disposiciones legales pertinentes con el objeto de obtener el pago y las indemnizaciones a las que hubiere lugar.

Procedimiento en Caso de Mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones al Fondo de Titularización y se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento (100%) el valor de la cuota de intereses y capital próximo siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización para que esta realice los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización.

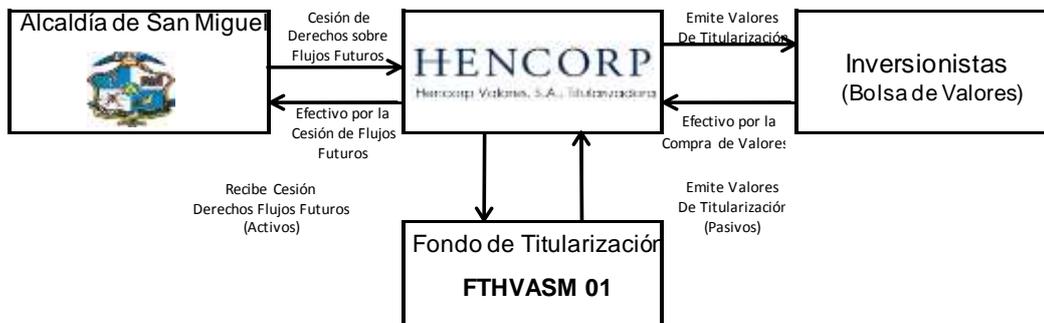
Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son superiores al valor de los fondos necesarios para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión habrá lugar a una situación de mora. En el caso de mora en el pago de capital, se reconocerá un interés moratorio del 5% sobre la porción del capital de la cuota morosa correspondiente y esto debe ser comunicado al representante los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora deberá notificar a la Bolsa de Valores de El Salvador (BVES) y a la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF).

Prelación de pagos del fondo en caso de liquidación

Los pagos se deberán realizar en el orden establecido por el artículo 70 de la "Ley de Titularización de Activos"⁵.

DIAGRAMA DE LA ESTRUCTURA

⁵ Art. 70. Los pagos que se deban hacer en el proceso de liquidación respectivo, guardarán el orden establecido en este artículo, lo cual deberá hacerse constar en el Contrato de Titularización, así: a) Deuda Tributaria, b) Obligaciones a favor de Tenedores de Valores, c) Otros saldos adeudados a terceros, d) Comisiones por gestión a favor de la Titularizadora.



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

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 un Convenio de Administración de Cuentas Bancarias, que será ejecutado directamente por la institución financiera que realice 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.

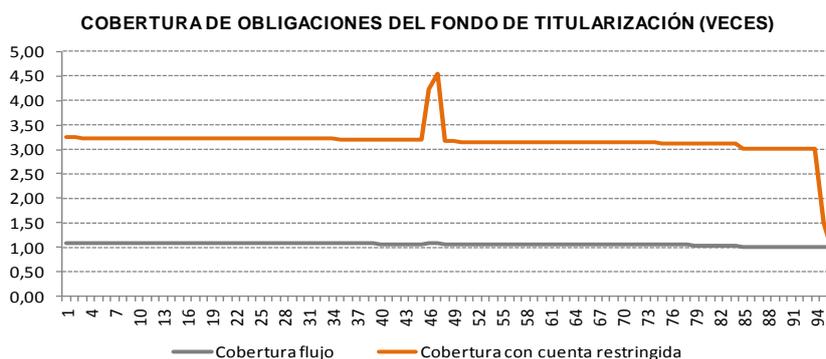
Análisis de la Estructura

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 principal, derivado de los valores emitidos con cargo al Fondo de Titularización FTHVASM 01. Al cierre del primer semestre de 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 Miguel), 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 Miguel, estos mantienen mayor confiabilidad y predictibilidad. Cabe destacar también el grado de riesgo por la tasa de interés en la que se colocará la emisión de la titularización.

Cobertura del Flujo del Fondo de Titularización

La emisión consiste en dos tramos, uno de 5 años y el otro de 10 años. La forma en la que están estructurados los pagos de ambos tramos 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 su escenario base, con una tasa de interés del 7.0%. Asimismo, se observa que en todo momento los compromisos del fondo están cubiertos por encima del 100%.



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

Perfil de la Titularizadora

Reseña

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

Es importante mencionar que el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero en sesión No. CD-47/2016, de fecha 29 de diciembre de 2016, autorizó la modificación del Pacto Social de la Sociedad Hencorp Valores, LTDA. 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 brindar 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		Concejo de Gerentes	
Participantes Sociales	Participantes Sociales	Cargo	Nombre
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%	Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%	Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Total	100%	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

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, es una empresa autorizada por el ente 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, recientemente a inicios del año 2010. Como empresa tienen trece emisiones autorizadas por la Bolsa de Valores.

Además, es importante mencionar que los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales.

Análisis del Originador

Reseña

San Miguel es un municipio de El Salvador perteneciente al departamento de San Miguel. Dicho departamento está compuesto por 20 municipios, siendo la cabecera de éste el municipio de San Miguel. El municipio de San Miguel colinda al norte con Quelepa; al este con Uluazapa; al sur por Chirilagua y la Laguna de Olomega y al oeste con Chinameca, San Jorge, San Rafael Oriente y El Tránsito. De acuerdo con el censo realizado en el año 2007, el municipio de San Miguel tiene una población de 218,410 habitantes, está dividido en 32 cantones y 114 caseríos y tiene una extensión territorial de 593.98 km².

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 Miguel se situó en el número 58, de 108 municipalidades de El Salvador, considerándolo como un municipio de desempeño promedio. 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 mencionar que el municipio de San Miguel destaca entre los indicadores de transparencia y proactividad, ocupando el tercer y segundo lugar respectivamente, respecto a los municipios de la zona oriental.

Dicho municipio es el más desarrollado de la zona oriental, tuvo una participación considerable en la producción agropecuaria e industrial del país; pero después de la Guerra Civil de El Salvador, ha sido el sector de servicios el que ha experimentado mayor crecimiento, especialmente en las áreas de servicios médicos hospitalarios y centros comerciales, obteniendo importantes inversiones privadas. Asimismo, el municipio de San Miguel cuenta con atracciones turísticas como lo es el Carnaval de San Miguel al que cada año asisten miles de personas incluso de diversas regiones de Centroamérica. Actualmente la inversión crece en proyectos de desarrollo social.

El jefe edilicio es Miguel Ángel Pereira Ayala, militante del partido Frente Farabundo Martí para la Liberación Nacional (FMLN). El jefe edilicio fue elegido para su primer período a cargo de la administración del Municipio de San Miguel el 01 de marzo de 2015. Siendo reelecto para regir un segundo periodo de manera consecutiva, iniciado el 1 de mayo de 2018

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. En el caso de la Alcaldía Municipal de San Miguel, esta se encuentra a cargo del Lic. Miguel Ángel Pereira Ayala del partido FMLN.

CONCEJO MUNICIPAL

Nombre	Cargo
Miguel Ángel Pereira Ayala	Alcalde Municipal

José Ebanam Quintanilla Gómez	Síndico Municipal
Enma Alicia Pineda Mayorga de Castro	Regidor
José Oswaldo Granados	Regidor
Jesús Orlando González Hernández	Regidor
María Egdomilia Monterrosa Cruz	Regidor
Rafael Antonio Argueta	Regidor
Juan Antonio Bustillo Mendoza	Regidor
Gilda María Mata	Regidor
Mauricio Ernesto Campos Martínez	Regidor
Mario Ernesto Portillo Arévalo	Regidor
Denisse Yasira Sandoval Flores	Regidor
Orlando Antonio Ulloa Molina	Regidor
José Javier Renderos Vásquez	Regidor
Eneida Vanessa Ramírez	Regidor Suplente
Erika Lisseth Reyes Gómez	Regidor Suplente
José Lázaro Flores Hernández	Regidor Suplente
María Josefina Palacios de Reyes	Regidor Suplente

Fuente: Alcaldía Municipal de San Miguel / Elaboración: PCR

Cabe destacar que la Alcaldía de San Miguel por ser un ente autónomo del Gobierno de la República de El Salvador no posee una Normativa de Gobierno Corporativo, rigiéndose éstas por el Código Municipal y la Ley de la Transparencia y Acceso a la Información Pública. En opinión de PCR el Consejo Municipal cuenta con amplia experiencia en el Sector Público Municipal.

Análisis Financiero del Originador

Análisis de Resultados

Para el cierre de junio 2019, los ingresos de la alcaldía de San Miguel ascienden a US\$15.12 millones, presentando una disminución de US\$1.23 millones (-7.53%) en comparación a los obtenidos en el mismo periodo en 2018, esto debido a la reducción de US\$1.86 millones en las transferencias corrientes, con énfasis en las recibidas entre dependencias. La disminución fue soportada en gran medida por los ingresos por venta de bienes y servicios, es decir, el incremento en los cobros de tasas municipales, además de los ingresos por tributos recaudados, que contribuyó a que en conjunto incrementaran en US\$429.14 miles (+15.74%).

INGRESOS DE GESTIÓN (US\$ MILES)								
	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Tributarios	2,530	4,728	4,207	7,437	5,752	6,918	1,687	1,826
Financieros y otros	86	96	95	94	76	98	33	29
Transferencias corrientes recibidas	1,900	6,041	34,944	17,962	21,820	19,285	9,379	7,516
Transferencias de capital recibidas	2,792	3,049	3,726	3,064	3,178	3,154	1,338	1,475
Venta de bienes y servicios	6,843	10,402	9,859	10,623	9,976	10,317	3,856	4,147
Actualizaciones y ajustes	381	140	212	268	480	156	55	123
Ingresos de Gestión	14,532	24,456	53,043	39,448	41,281	39,927	16,348	15,116

Fuente: Alcaldía Municipal San Miguel / Elaboración: PCR

Por el lado de los costos y gastos realizados durante el primer semestre de 2019, la municipalidad presenta una disminución de mayor proporción, siendo un monto de US\$4.97 millones (-28.17%) menos que los realizados en junio de 2018, de tal manera que los costos y gastos a la fecha totalizan US\$12.67 millones. Vinculado con lo sucedido en los ingresos una de las principales reducciones se da en los gastos por transferencias otorgadas (-US\$1.67 millones), sin embargo, la mayor reducción se reporta en los gastos por inversiones públicas que disminuyó en -88.26% (-US\$3.52 millones), influenciado por la disminución de -US\$3.78 millones (-91.48%) en proyectos de construcción, mejoras y ampliación. En lo que respecta a incrementos del gasto, los relacionados con bienes de consumo y servicios aumentaron en US\$103.18 miles en relación con el mismo periodo en 2018.

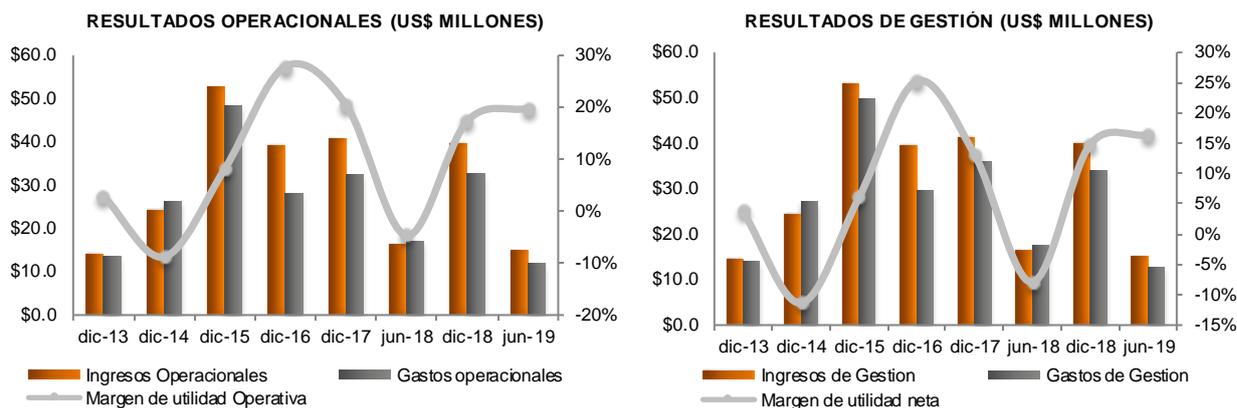
COSTOS Y GASTOS DE GESTIÓN (US\$ MILES)								
	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Gastos de inversiones públicas	2,414	12,116	6,094	2,432	2,793	5,432	3,993	469
Gastos de personal	4,265	4,636	4,943	5,225	5,388	5,316	2,414	2,485
Gastos en bienes de consumo y servicios	5,288	4,717	3,714	4,232	5,164	4,434	1,474	1,578
Gastos de bienes capitalizables	24	23	26	41	32	25	2	4
Gastos financieros y otros	350	854	1,387	1,355	1,295	1,246	610	585
Gastos de transferencias otorgadas	1,278	4,076	32,728	15,320	18,041	16,617	9,140	7,466
Costo de ventas y cargos calculados	386	776	945	950	956	962	0	0
Gastos de actualizaciones y ajustes	8	4	43	23	2,238	33	1	80
Gastos de Gestión	14,014	27,203	49,881	29,578	35,907	34,066	17,635	12,667

Fuente: Alcaldía Municipal San Miguel/ Elaboración: PCR

En línea con lo anterior, la gestión realizada por la municipalidad muestra un buen desempeño dado que, aunque se presentaron reducciones en los ingresos, la disminución que presentan los gastos financieros permitió que la utilidad neta se incrementara levemente en el periodo.

Al 30 de junio 2019, la utilidad operacional de la alcaldía de San Miguel fue de US\$2.96 millones, a pesar de la disminución de los ingresos, se logró un margen de utilidad operativa de 20%, por la reducción en los gastos, en especial en los proyectos sociales y de inversión pública. Al compararlo con el mismo periodo en 2018, la utilidad operacional se encontraba en valores negativos y con un margen del -5%. Asimismo, los gastos financieros se redujeron levemente entre junio de 2018 y 2019 (-US\$25.34 miles), como resultado la utilidad neta de la municipalidad

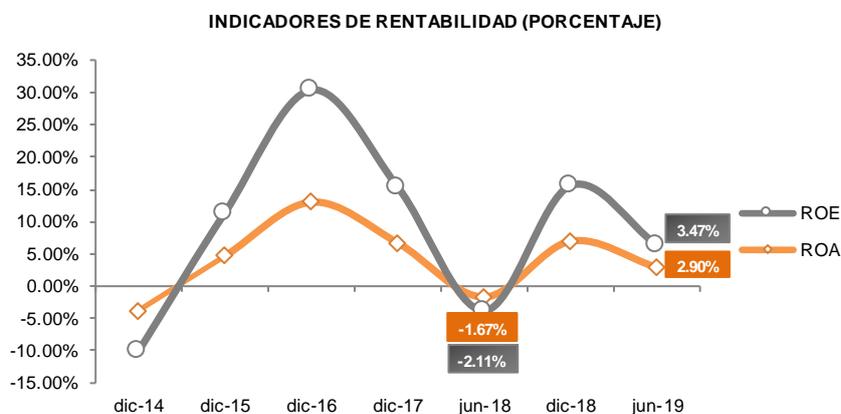
se vio favorecida pasando de -US\$1.29 millones para junio 2018 a US\$2.45 millones hasta la fecha del análisis, con un aumento de US\$3.74 millones.



Fuente: Alcaldía Municipal San Miguel / Elaboración: PC

Análisis de Rentabilidad

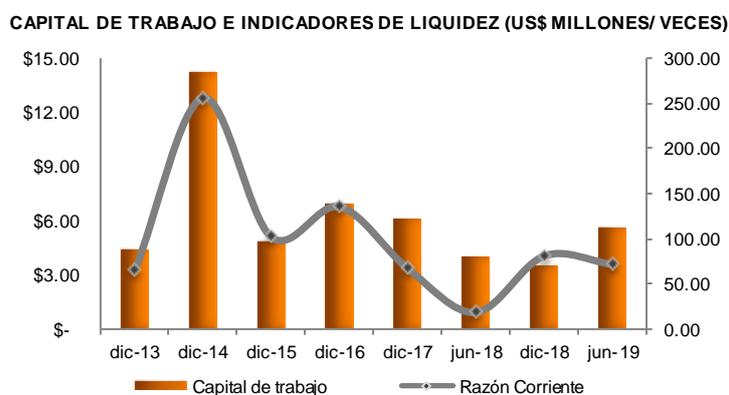
En cuanto a los indicadores de rentabilidad, estos respondieron de manera favorable al incremento significativo de la utilidad neta; al realizar un comparativo entre el periodo de junio 2018 y junio 2019 se observa como el retorno sobre activos pasó de -1.67% a 2.90% a la fecha del análisis, mientras que el retorno sobre patrimonio se vio más impactado, pasando de -2.11% a 3.47%.



Fuente: Alcaldía Municipal San Miguel / Elaboración: PCR

Análisis de Liquidez

El ratio de liquidez de la municipalidad presenta un incremento de 53.16 veces al compararlo interanualmente entre junio de 2018 y 2019, a la fecha de análisis se observó un incremento en los activos corrientes sobre la reducción de los pasivos corrientes (+35.68% y -64.96% respectivamente). Como resultado los activos corrientes respaldan a los pasivos corrientes en 72 veces.



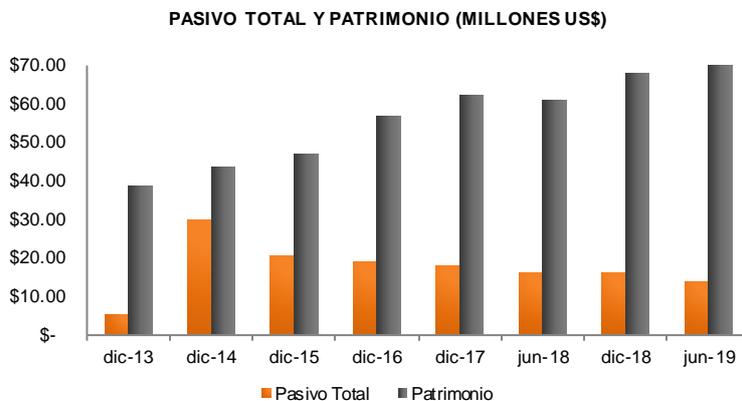
Fuente: Alcaldía Municipal San Miguel / Elaboración: PCR

En cuanto al capital de trabajo, la municipalidad presenta un incremento en el monto que posee para hacer frente a cualquier eventualidad, debido al aumento de US\$1.48 millones en los activos corrientes y la disminución de US\$147.25 miles en los pasivos corrientes. Por ello, el capital de trabajo se aumentó de US\$3.97 millones en junio 2018, a US\$5.61 millones a la fecha de análisis.

Análisis de Endeudamiento y Solvencia

Al cierre del primer semestre de 2019, los pasivos de la municipalidad ascienden a US\$13.82 millones, los pasivos presentan una disminución de US\$2.31 millones en comparación a junio 2018. Por consiguiente, la alcaldía reportó una disminución en el endeudamiento interno de US\$2.19 millones y mismo que tiene una participación de 98.48% del total de los pasivos. La reducción se debe a que la municipalidad no se ha vuelto acreedora de nuevos créditos, en especial con los empréstitos de empresas.

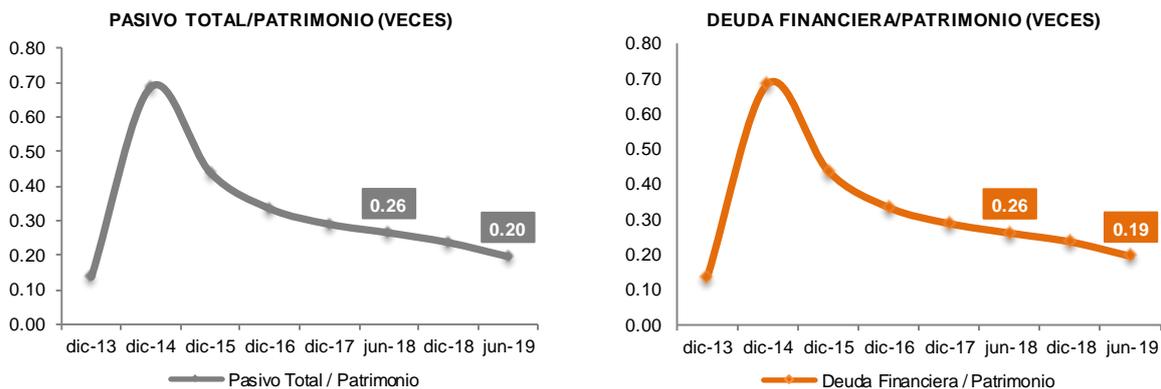
Mientras que el patrimonio suma US\$70.51 millones a junio 2019, con un aumento de US\$9.58 millones, su variación provienen totalmente de la utilidad neta del periodo.



Fuente: Alcaldía Municipal San Miguel / Elaboración: PCR

Dentro de los indicadores de endeudamiento y solvencia se observa como el patrimonio respalda de manera adecuada los pasivos que posee la municipalidad, visible por el nivel de endeudamiento patrimonial a la fecha de análisis el cual fue de 0.20 veces, el cual disminuyó en 0.06 veces en comparación a junio 2018, debido a la tendencia decreciente del endeudamiento de la municipalidad que reduce progresivamente sus pasivos.

Debido a que la deuda financiera de la municipalidad compone el 99.43% de los pasivos, el ratio de la deuda financiera entre el patrimonio es proporcional al nivel de endeudamiento municipal.



Fuente: Alcaldía Municipal San Miguel / Elaboración: PCR

Resguardos Financieros

Durante la vigencia de la titularización, el ratio de endeudamiento municipal del originador no deberá ser mayor a 1.7⁶ veces. Esta ratio se define como el saldo de deuda pública municipal sobre los ingresos operacionales del ejercicio fiscal⁷.

- La deuda pública municipal, es la deuda generadora de intereses definida en la cuenta del Balance General como Endeudamiento Interno y Endeudamiento Externo.
- Los Ingresos Operacionales, son los ingresos corrientes más transferencias de Capital Recibida.

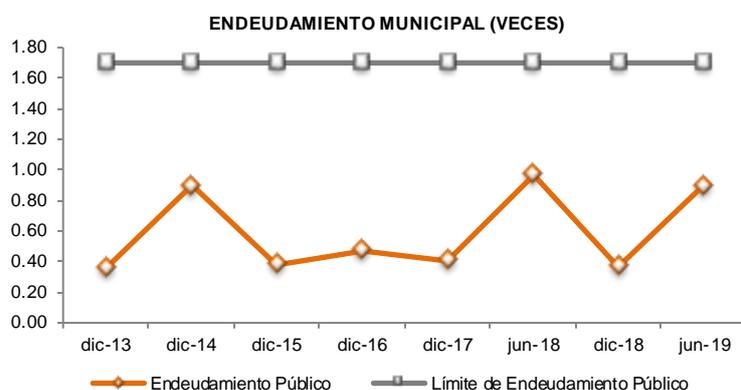
En este sentido se puede observar que en los últimos años el endeudamiento municipal se ha mantenido por debajo de lo establecido en el artículo 5 de la Ley de Endeudamiento Municipal de El Salvador.

Al 30 de junio de 2019, el indicador de endeudamiento municipal es de 0.90 veces, presentando una reducción de 0.07 veces al compararlo con junio 2018 (0.97 veces), siendo el tercer año de manera consecutiva que el índice se reduce, esto como resultado de la reducción de los niveles de endeudamiento (-13.58%) de la municipalidad al no hacerse acreedor de nuevos créditos.

Actualmente la brecha del indicador con el nivel máximo de endeudamiento legal permitido es de 0.80 veces, permitiendo tener una capacidad de endeudamiento hasta de US\$12 millones más de la deuda total a la fecha.

⁶ Ley de endeudamiento Municipal, art. 5

⁷ Ley de endeudamiento Municipal, art. 6 literal b): Saldo deuda pública / ingresos operacionales.

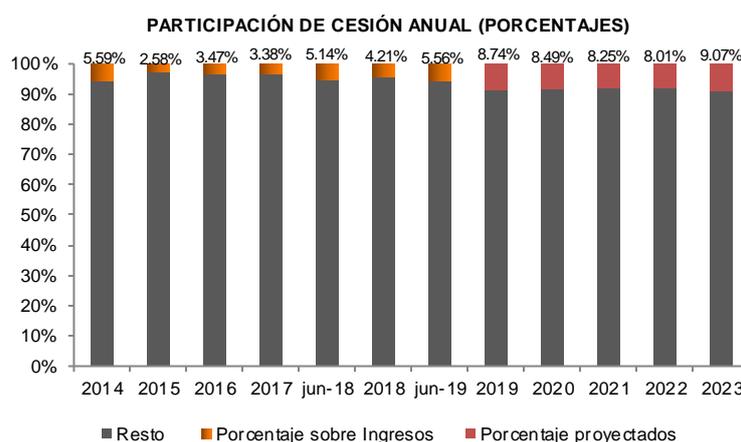


Fuente: Alcaldía Municipal de San Miguel / Elaboración: PCR

Perspectivas de Mediano y Largo Plazo del Originador

La Alcaldía Municipal de San Miguel pretende ceder una porción de sus flujos financieros futuros, para obtener financiamiento de US\$10.51 millones, los cuales serán utilizados para proyectos de inversión y obras de desarrollo social.

Según la estructuración del fondo de titularización, los montos de cesión se distribuyen de la siguiente manera: para los primeros tres años será de US\$1.37 millones, para el cuarto año será de US\$1.39 millones y para los siguientes años el monto será de US\$1.68 millones. Para el cierre del primer semestre de 2019 se presenta la primera cesión por un monto de US\$840 miles por lo que se presenta un incremento en el nivel de cesión respecto a los ingresos de 0.42 p. p en comparación a la cesión de junio de 2018. A la fecha lo destinado para cubrir la cesión anual corresponde al 5.56% del total de los ingresos de la municipalidad, este fue mayor al nivel de cesión proyectado (4.37%), debido a la disminución de los ingresos.



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

Estados Financieros

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (US\$)								
	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
RECURSOS								
Fondos	4,457	14,230	4,869	6,929	6,150	3,506	4,157	5,640
Disponibilidades	4,410	13,950	4,574	6,649	5,868	3,172	3,862	5,294
Anticipos de Fondos	47	280	295	280	282	334	294	346
Inversiones Financieras	17,604	30,857	35,001	41,918	46,644	53,702	45,082	51,681
Inversiones Temporales	0	384	343	294	229	99	192	40
Deudores Financieros	17,572	30,432	34,625	41,600	46,399	53,596	44,876	51,633
Inversiones Intangibles	32	41	32	24	17	7	13	7
Inversiones en Existencias	24	28	29	40	34	38	40	51
Inversiones Institucionales	24	28	29	40	34	38	40	51
Inversiones en Bienes de Uso	21,920	28,316	27,641	26,850	26,502	25,893	26,505	26,305
Bienes depreciables	6,811	13,192	12,517	11,726	11,069	10,460	11,072	10,872

Bienes no depreciables	15,109	15,124	15,124	15,124	15,433	15,433	15,433	15,433
Inversiones en Proyectos y Programas	38	280	25	121	892	1,042	1,268	644
Inversiones en bienes privativos	29	262	25	118	489	497	723	78
Inversiones de uso Público y Desarrollo	9	18	0	3	403	545	545	567
Total Recursos	44,043	73,710	67,566	75,858	80,222	84,182	77,053	84,323
OBLIGACIONES Y PATRIMONIO								
Deuda Corriente	70	56	48	51	92	44	227	79
Depósitos de Terceros	70	56	48	51	92	44	176	26
Acreeedores Monetarios	0	0	0	0	0	0	98	130
Financiamiento de Terceros	5,242	29,938	20,543	18,962	17,912	16,060	15,896	13,737
Endeudamiento Interno	5,174	21,892	20,267	18,584	16,745	14,778	15,798	13,606
Endeudamiento Externo	0	0	0	0	0	0	0	0
Acreeedores Financieros	68	8,046	276	378	1,167	1,281	97	130
Patrimonio	38,730	43,717	46,975	56,844	62,218	68,078	60,930	70,507
Patrimonio Municipalidades	12,528	12,547	12,547	12,547	12,547	12,547	12,547	12,547
Resultado Ejercicios Anteriores	14,068	22,301	19,648	22,811	32,681	38,054	38,054	43,894
Resultado Ejercicio Corriente	518	-2,747	3,163	9,870	0	5,861	0	2,449
Superávit por Revaluación	11,616	11,616	11,616	11,616	11,616	11,616	11,616	11,616
Total Obligaciones y Patrimonio	44,043	73,710	67,566	75,858	80,222	84,182	77,053	84,323

Fuente: Alcaldía Municipal de San Miguel / Elaboración: PCR

ESTADO DE RENDIMIENTO ECONOMICO (MILES DE US\$)

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Ingresos de Gestión	14,532	24,456	53,043	39,448	41,281	39,927	16,348	15,116
Ingresos Tributarios	2,530	4,728	4,207	7,437	5,752	6,918	1,687	1,826
Ingresos Financieros y otros	86	96	95	94	76	98	33	29
Ingresos por transferencias corrientes recibidas	1,900	6,041	34,944	17,962	21,820	19,285	9,379	7,516
Ingresos por transferencias de capital recibidas	2,792	3,049	3,726	3,064	3,178	3,154	1,338	1,475
Ingresos por venta de bienes y servicios	6,843	10,402	9,859	10,623	9,976	10,317	3,856	4,147
Ingresos por actualizaciones y ajustes	381	140	212	268	480	156	55	123
Gastos de Gestión	14,014	27,203	49,881	29,578	35,907	34,066	17,635	12,667
Gastos de inversiones públicas	2,414	12,116	6,094	2,432	2,793	5,432	3,993	469
Gastos de personal	4,265	4,636	4,943	5,225	5,388	5,316	2,414	2,485
Gastos en bienes de consumo y servicios	5,288	4,717	3,714	4,232	5,164	4,434	1,474	1,578
Gastos de bienes capitalizables	24	23	26	41	32	25	2	4
Gastos financieros y otros	350	854	1,387	1,355	1,295	1,246	610	585
Gastos de transferencias otorgadas	1,278	4,076	32,728	15,320	18,041	16,617	9,140	7,466
Costo de ventas y cargos calculados	386	776	945	950	956	962	0	0
Gastos de actualizaciones y ajustes	8	4	43	23	2,238	33	1	80
Resultado neto del ejercicio	518	-2,747	3,163	9,870	5,374	5,861	-1,288	2,449

Fuente: Alcaldía Municipal de San Miguel / Elaboración: PCR

FLUJOS POR CEDER POR EL MUNICIPIO AL FONDO DE TITULARIZACIÓN

Periodo Mensual	Cesión						
1	\$ 114,000	31	\$ 114,000	61	\$ 140,000	91	\$ 140,000
2	\$ 114,000	32	\$ 114,000	62	\$ 140,000	92	\$ 140,000
3	\$ 114,000	33	\$ 114,000	63	\$ 140,000	93	\$ 140,000
4	\$ 114,000	34	\$ 114,000	64	\$ 140,000	94	\$ 140,000
5	\$ 114,000	35	\$ 114,000	65	\$ 140,000	95	\$ 140,000
6	\$ 114,000	36	\$ 114,000	66	\$ 140,000	96	\$ 140,000
7	\$ 114,000	37	\$ 114,000	67	\$ 140,000	97	\$ 140,000
8	\$ 114,000	38	\$ 114,000	68	\$ 140,000	98	\$ 140,000
9	\$ 114,000	39	\$ 114,000	69	\$ 140,000	99	\$ 140,000
10	\$ 114,000	40	\$ 114,000	70	\$ 140,000	100	\$ 140,000
11	\$ 114,000	41	\$ 114,000	71	\$ 140,000	101	\$ 140,000

12	\$ 114,000	42	\$ 114,000	72	\$ 140,000	102	\$ 140,000
13	\$ 114,000	43	\$ 114,000	73	\$ 140,000	103	\$ 140,000
14	\$ 114,000	44	\$ 114,000	74	\$ 140,000	104	\$ 140,000
15	\$ 114,000	45	\$ 114,000	75	\$ 140,000	105	\$ 140,000
16	\$ 114,000	46	\$ 114,000	76	\$ 140,000	106	\$ 140,000
17	\$ 114,000	47	\$ 114,000	77	\$ 140,000	107	\$ 140,000
18	\$ 114,000	48	\$ 140,000	78	\$ 140,000	108	\$ 140,000
19	\$ 114,000	49	\$ 140,000	79	\$ 140,000	109	\$ 140,000
20	\$ 114,000	50	\$ 140,000	80	\$ 140,000	110	\$ 140,000
21	\$ 114,000	51	\$ 140,000	81	\$ 140,000	111	\$ 140,000
22	\$ 114,000	52	\$ 140,000	82	\$ 140,000	112	\$ 140,000
23	\$ 114,000	53	\$ 140,000	83	\$ 140,000	113	\$ 140,000
24	\$ 114,000	54	\$ 140,000	84	\$ 140,000	114	\$ 140,000
25	\$ 114,000	55	\$ 140,000	85	\$ 140,000	115	\$ 140,000
26	\$ 114,000	56	\$ 140,000	86	\$ 140,000	116	\$ 140,000
27	\$ 114,000	57	\$ 140,000	87	\$ 140,000	117	\$ 140,000
28	\$ 114,000	58	\$ 140,000	88	\$ 140,000	118	\$ 140,000
29	\$ 114,000	59	\$ 140,000	89	\$ 140,000	119	\$ 140,000
30	\$ 114,000	60	\$ 140,000	90	\$ 140,000	120	\$ 140,000

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

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES

Con información financiera correspondiente a: 31 de marzo de 2014 al 31 de diciembre de 2018	Clasificación AA	Perspectiva Estable
---	---------------------	------------------------

Fuente y Elaboración: PC

**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. Las contribuciones y derechos especiales previstos en otras leyes;
11. El producto de los empréstitos, préstamos y demás operaciones de crédito que obtenga;
12. El precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles municipales que efectuare;
13. Los aportes especiales o extraordinarios que le acuerden organismos estatales o autónomos;
14. 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 esta 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.