

# Fondo de Titularización-Hencorp Valores-Alcaldía Municipal de Santa Tecla Cero Tres (FTHVAST 03)

## Factores Clave de Clasificación

**Afirmación de Clasificación Nacional de Riesgo:** Fitch Ratings afirmó la clasificación de riesgo en escala nacional de 'A+(slv)' para los valores de titularización por un monto de hasta USD30.3 millones de Hencorp Valores, Ltda. Titularizadora (Hencorp), a través del Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de Santa Tecla Cero Tres (FTHVAST 03). La Perspectiva de la clasificación es Estable.

**Vínculo Crediticio con Alcaldía Municipal de Santa Tecla:** La clasificación se deriva de un vínculo estrecho entre el fondo y el originador, la Alcaldía Municipal de Santa Tecla (AMST), dada la combinación de cuatro atributos evaluados como 'Fuerte', y dos en 'Rango Medio', con base en la "Metodología de Calificación de Financiamientos de Gobiernos Locales y Regionales en Países de Mercados Emergentes".

**Flujos que Respalda la Titularización:** Entre 2016 y 2020, los recursos colectados presentaron un crecimiento cercano a 8.5% por año. La tendencia mensual del recaudo se caracteriza por ser irregular, dado que está influenciada por la capacidad de pago de los contribuyentes. Dicho comportamiento se ha mantenido a lo largo de 2021.

**Estados Financieros Analizados:** El análisis se efectuó con los estados financieros a junio de 2021, expedidos por FTHVAST03, los cuales cuentan con opinión de auditoría externa.

## Sensibilidades de Clasificación

**Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de clasificación positiva/alza:**

- Una acción de clasificación positiva podría provenir de que, en los documentos, se formalice que la colecturía sea 100% a través de Distribuidora de Electricidad del Sur, S.A. de C.V. (Delsur).
- Debido al vínculo con la calidad crediticia de AMST, movimientos al alza en ella derivarían en una mejora en la clasificación de FTHVAST 03.
- La clasificación podría subir en caso de que las coberturas del servicio de la deuda fuesen superiores a 2x de manera consistente en el escenario de clasificación.
- Cualquier mejora robusta adicional que busque disminuir la probabilidad de un incumplimiento de los financiamientos, como el uso de garantías parciales de pago oportunas, fideicomisos alternativos o la inclusión de reservas sustanciales de liquidez, favorecerían la clasificación.

**Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de clasificación negativa/baja:**

- Una baja en la clasificación de AMST podría derivar en una disminución en la de FTHVAST 03, ya que están vinculadas.
- La clasificación podría bajar en caso de que las coberturas del servicio de la deuda fuesen inferiores a 1x de manera consistente en el escenario de clasificación.
- El incumplimiento de cualquiera de las obligaciones establecidas en los documentos de las operaciones o alguna otra que aumentase el riesgo de la estructura podrían afectar la clasificación.

## Clasificaciones

Escala Nacional  
Largo Plazo A+(slv)

Perspectiva  
Estable

## Perfil del Originador

La municipalidad de Santa Tecla es la cabecera del departamento de la Libertad y forma parte del Área Metropolitana de San Salvador. Registra el mayor nivel de ingreso per cápita y desarrollo dentro de la economía nacional de El Salvador.

## Metodologías Aplicables

Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales (Septiembre 2021)

Metodología de Calificación de Financiamientos de Gobiernos Locales y Regionales en Países de Mercados Emergentes (Enero 2021)

Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Diciembre 2020)

## Publicaciones Relacionadas

Fitch Affirms El Salvador at 'B-'; Outlook Negative (Abril 2021)

## Analistas

Bibiana Acuña  
+57 1 484 6770  
bibiana.acuna@fitchratings.com

Andrés Camilo Santos  
+57 1 484 6770  
andres.santos@fitchratings.com

## Perfil Crediticio del Originador

### AMST – Evaluación del Perfil de Riesgo

Perfil de Riesgo	Solidez de Ingresos	Adaptabilidad de Ingresos	Sostenibilidad de Gastos	Adaptabilidad de Gastos	Solidez de Pasivos y Liquidez	Flexibilidad de Pasivos y Liquidez
Vulnerable	Más Débil	Más Débil	Más Débil	Más Débil	Rango Medio	Más Débil

Fuente: Fitch Ratings.

El perfil de riesgo de AMST es resultado de la evaluación de los factores clave de riesgo (FCR) bajo la “Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales”. Las clasificaciones reflejan la percepción de Fitch frente a la capacidad de pago de la AMST y consideró un perfil de riesgo ‘Vulnerable’, que implica un riesgo alto de que el flujo de caja operacional se reduzca debido a la combinación de la evaluación de los FCR en ‘Más Débil’ y ‘Rango Medio’, así como el contexto económico limitado del soberano.

#### Solidez en Ingresos – ‘Más Débil’

La estructura de ingresos de AMST está representada principalmente por las tasas y derechos (59% en promedio), los impuestos (cerca de 36%) y las transferencias nacionales (no superan 4%). En general, los ingresos operativos han mostrado un dinamismo bajo y están limitado por el contexto económico bajo del país.

#### Adaptabilidad de los Ingresos – ‘Más Débil’

AMST no cuenta con discrecionalidad para crear impuestos, dado que es una competencia exclusiva de la Asamblea Legislativa. No obstante, sí cuenta con cierta autonomía para definir sus tasas y derechos según lo definido en la Ley Tributaria Municipal, la cual está limitada por la capacidad baja de los contribuyentes para absorber los incrementos.

#### Sostenibilidad de los Gastos – ‘Más Débil’

Aunque las responsabilidades de gasto no son de naturaleza contracíclica, Fitch observa que los gastos operativos han presentado un crecimiento superior al de los ingresos, lo que ha generado una presión permanente en la estructura operativa de AMST. Fitch reconoce las eficiencias en términos de gastos alcanzadas en los últimos años que permitieron obtener márgenes operativos positivos en los últimos dos años.

#### Adaptabilidad de los Gastos – ‘Más Débil’

La estructura de gastos de AMST es altamente inflexible puesto que los gastos operativos representan cerca de 90% del total. Históricamente, el gasto de capital ha sido reducido y se ha financiado principalmente con deuda. Fitch no estima probable una reducción significativa en los gastos de la municipalidad en el mediano plazo.

#### Solidez de los Pasivos y la Liquidez – ‘Rango Medio’

Las municipalidades pueden contratar deuda con instituciones financieras locales y multilaterales. Fitch observa que los instrumentos de financiamiento mediante titularizaciones son ampliamente empleadas por las municipalidades. También existe límites prudenciales de endeudamiento y no existe riesgo cambiario al ser una economía dolarizada y sus créditos están contratados bajo una tasa de interés fija.

#### Flexibilidad de los Pasivos y la Liquidez – ‘Más Débil’

Fitch observa que la liquidez de AMST ha sido estrecha en los últimos años. Las municipalidades no cuentan con mecanismos de provisión de liquidez de emergencia de soporte de una instancia superior de gobierno.

## Emisión FTHVAST 03

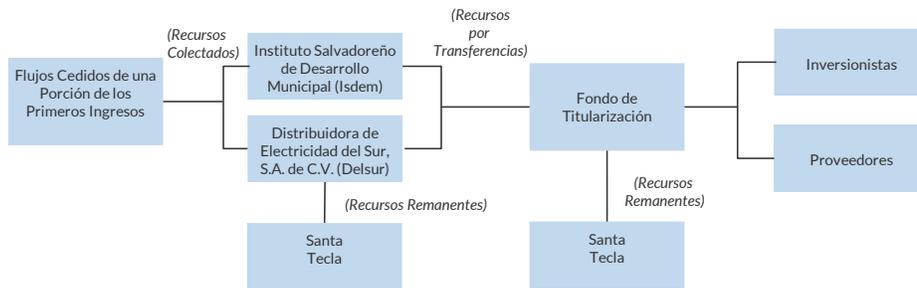
La clasificación del financiamiento parte de la clasificación de la Municipalidad. Los factores de desempeño de activo y cobertura del servicio de la deuda se consideran como ‘Rango Medio’, mientras que los factores de fundamentos legales, vehículo de uso especial, cobertura de riesgo de tasa de interés y fondo de reserva se consideran como ‘Fuertes’.

### Historial de Clasificación

Fecha	Largo Plazo en Escala Nacional
23 abr 2021	A+(slv)
15 oct 2020	A+(slv)
16 abr 2020	A+(slv)
16 oct 2019	AA-(slv)

Fuente: Fitch Ratings.

Operación Mensual



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, FTHVAST 03.

Estado Actual de la Emisión

Características Principales de Emisión – FTHVAST 03

Tramo	Tipo de Instrumento	Moneda	Monto Autorizado	Tasa de Interés <sup>a</sup> (%)	Plazo (Años)	Garantía
Tramo 1	Bono	Dólares	25,755,000	7.87	18	Crédito general
Tramo 2	Bono	Dólares	3,050,000	7.00	7	Crédito general
Tramo 3	Bono	Dólares	1,000,000	7.00	7	Crédito general
Tramo 4	Bono	Dólares	450,000	7.00	7	Crédito general
Total	—	—	30,300,000	—	—	—

<sup>a</sup> Fija.

Fuente: Fitch Ratings, Bolsa de Valores de El Salvador, AMST.

Desempeño de los Activos: ‘Rango Medio’

Este factor cambió a ‘Rango Medio’ desde ‘Débil’. Los ingresos colectados a través de las órdenes irrevocables de pago (OIP) hechas a Delsur [EAA(slv) Perspectiva Estable] y del Instituto Salvadoreño de Desarrollo Municipal (Isdem) son el activo que respalda la titularización. Cabe resaltar que la tendencia mensual del recaudo se caracteriza por ser irregular, dado que está influenciada por la capacidad de pago de los contribuyentes. Durante 2020 y lo que va de 2021, el recaudo ha sido suficiente para asegurar el monto de cesión mensual.

La cesión mensual de flujos se ha realizado conforme a lo establecido. Esta es de USD245,000 en los meses del 12 al 36. Del mes 37 al 216, la suma será de hasta USD302,000. Dichos montos serán colectados por Delsur y tendrán como base los USD165.000 inicialmente definidos y que podrían aumentar hasta llegar al máximo según solicitud previa de Hencorp.

En 2020, el promedio mensual de los ingresos recaudados por Delsur fue cercano a USD406,680. De acuerdo al cronograma, junio de 2021 era el mes 23, período en el cual los recursos cubrieron 75% del flujo cedido total (USD245,000) y así seguiría siendo hasta el mes 36.

Si bien la estructura del financiamiento cuenta con el monto direccionado por Isdem, que es fijo (USD55,000), la entidad está solicitando colectar los recursos de la cesión mensual únicamente con los recursos de Delsur, según lo permiten los documentos de la titularización. Lo anterior es resultado de las decisiones recientes del Gobierno de El Salvador de reducir las transferencias municipales, dado que los recursos del Fodes que respaldan la cesión pueden verse afectados. Fitch seguirá de cerca la materialización de esta solicitud.

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

Fundamentos Legales: ‘Fuerte’

Los fundamentos legales de la estructura son robustos. La opinión legal externa concluyó que la transacción está en pleno cumplimiento con las regulaciones locales, la exigibilidad de los términos acordados y características de irrevocabilidad. La opinión sobre la documentación original de la titularización y sus modificaciones posteriores fueron favorables; se concluyó que dichos

documentos contienen obligaciones válidas en el marco de las disposiciones de ley definidas en El Salvador. Este factor es evaluado como 'Fuerte'.

### Vehículo de Uso Especial: 'Fuerte'

En el caso particular de FTHVAST 03, la emisión está respaldada por un patrimonio independiente del originador, AMST. Además, se compone de dos cuentas diferenciadas: la cuenta discrecional y la restringida, ambas administradas por Hencorp.

La prelación de pagos conforme con los períodos general, de excepción y restitución, definidos en la modificación del contrato de titularización, mantendrá un orden adecuado y dará prioridad al servicio de la deuda de manera irrevocable. Fitch considera este atributo de clasificación como 'Fuerte' debido a esto.

### Cobertura de Riesgo de Tasa de Interés: 'Fuerte'

La agencia destaca que el pago de intereses de los cuatro tramos emitidos de FTHVAST03 está definido sobre una tasa de interés fija, lo cual elimina la sensibilidad ante cambios en las condiciones de mercado. La modificación al contrato de titularización estableció que los intereses acumulados y no pagados durante la contingencia serán capitalizados y devengarán una compensación equivalente al rendimiento original del título.

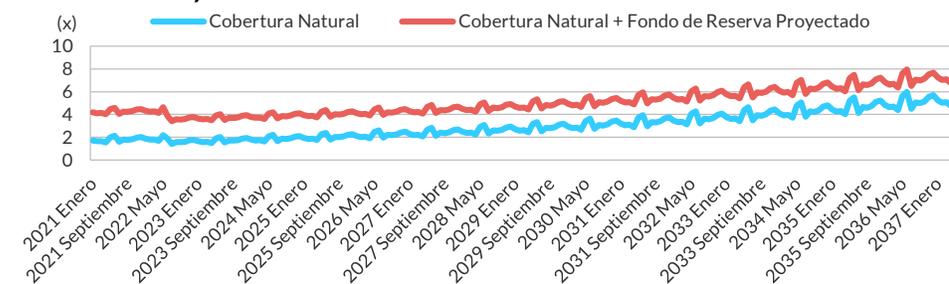
### Fondo de Reserva: 'Fuerte'

Fitch considera que la cuenta restringida se constituye como un factor de mejora crediticio que beneficia la clasificación de la emisión. Esta cuenta comprende, en todo momento, dos cesiones mensuales para servir a los acreedores de FTHVAST 03. A partir de los cambios adoptados recientemente, se definió que la cuenta debe tener un saldo fijo de USD604,000. Aunque estos fondos podrían ser utilizados siempre y cuando no se pueda atender el pago de capital e intereses con los recursos de la cuenta discrecional, Fitch considera que el saldo sería repuesto rápidamente en los tres meses inmediatamente siguientes, tal como lo exige la modificación al contrato de titularización.

### Cobertura de Servicio de la Deuda: 'Rango Medio'

En el escenario de clasificación de Fitch, se proyecta una razón de cobertura mensual (sin incluir el fondo de reserva) de los flujos afectados sobre el monto de la cesión pactada entre 1x y 2x en cerca de 22% de los períodos restantes de la titularización, nivel considerado como 'Rango Medio'. En el escenario, se consideran niveles de estrés diversos en cuanto a crecimiento del activo de respaldo, entre otras variables.

### Coberturas Proyectadas



Fuente: Fitch Ratings.

## Clasificaciones en Escala de Fitch

Las clasificaciones de riesgo vigentes en escala de Fitch se detallan a continuación:

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

Las escalas de clasificación regulatorias utilizadas en El Salvador son las establecidas en la Ley del Mercado de Valores y en las Normas Técnicas Sobre Obligaciones de las Sociedades Clasificadoras de Riesgo. Conforme a lo anterior, las clasificaciones empleadas por Fitch se modifican de la siguiente manera: a las de riesgo emisor de largo plazo se les agrega el prefijo E y a las de títulos de deuda de corto plazo se les modifica la escala a una que va de N-1 a N-5. El sufijo (slv) indica que se trata de una clasificación nacional en El Salvador. Las definiciones de las clasificaciones se encuentran disponibles en <https://www.fitchratings.com/es/region/central-america>.

## Información Regulatoria

NOMBRE EMISOR O SOCIEDAD ADMINISTRADORA: Fondo de Titularización Hencorp Valores  
Alcaldía Municipal de Santa Tecla Cero Tres

FECHA DEL CONSEJO DE CLASIFICACIÓN: 22/octubre/2021

NÚMERO DE SESIÓN: 101-2021

FECHA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN QUE SE BASÓ LA CLASIFICACIÓN:

--Auditada: 31/diciembre/2016 a 31/diciembre/2020 y 30/junio/2021

--NO AUDITADA: N.A.

CLASE DE REUNIÓN (ordinaria/extraordinaria): Ordinaria

CLASIFICACIÓN ANTERIOR (SI APLICA): 'A+(slv)'Perspectiva Estable.

LINK SIGNIFICADO DE LA CLASIFICACIÓN: Las definiciones de clasificación de El Salvador las pueden encontrar en el sitio <https://www.fitchratings.com/es/region/central-america> bajo el apartado de "Definiciones de Calificación de El Salvador".

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

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

Las clasificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor clasificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

Todas las clasificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de clasificación de Fitch para cada escala de clasificación y categorías de clasificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) bajo el apartado de Definiciones de Clasificación. Las clasificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad clasificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de clasificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

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

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

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Clasificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Aunque ciertas subsidiarias de clasificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir clasificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las clasificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de clasificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

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

Derechos de autor © 2021 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.