

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Sesión Ordinaria: n.º6612024

Fecha: 31 de octubre de 2024

CLASIFICACIÓN PÚBLICA

Informe de revisión completo

CALIFICACIONES ACTUALES (*)

	Clasificación	Perspectiva
VTHVAMS 05	A (SLV)	Estable

(*) La nomenclatura 'sv' refleja riesgos solo comparables en El Salvador. Para mayor detalle sobre las clasificaciones asignadas ver la sección de información complementaria, al final de este reporte.

CONTACTOS

Alexander Peréz +506.2552.5936
Associate Credit Analyst
aperez@scriesgo.com

Marco Orantes +503.2243.7419
Associate Director Credit Analyst
morantes@scriesgo.com

Jaime Tarazona +506.2552.5936
Ratings Manager
jaimetarazona@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

El Salvador
+503.2243.7419

Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Cinco (FTHVAMS 05)

RESUMEN

SCRriesgo S.A. de C.V. "Clasificadora de Riesgo" (en adelante, SCR El Salvador) asigna la clasificación A (SLV) a la emisión con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Cinco – FTHVAMS 05 (en adelante el Fondo o FTHVAMS 05). La perspectiva es Estable.

SCR El Salvador dará seguimiento a la reestructuración municipal en curso, la cual exhibe incertidumbre. El período de transición hacia la nueva estructura del Municipio, genera limitaciones para que la Agencia Clasificadora pueda evaluar con mayor precisión los impactos potenciales sobre los fundamentos financieros y determinar si existirán repercusiones en el perfil crediticio del Fondo. La integración de los distritos ha dificultado la obtención de datos actualizados, y anticipamos que, debido a su complejidad operativa, la agilización de procesos permanecerá obstaculizada. Por mandato legal, se ha concedido una extensión a los municipios para culminar esta fase de transición ¹.

La calificación se fundamenta en una sólida estructura legal que otorga al Fondo derechos sobre flujos financieros futuros mensuales de la Alcaldía Municipal de San Salvador, ahora Distrito Municipal de San Salvador (denominado el Originador). Como principal estrategia de captación de liquidez, se adelantan ingresos que el Originador obtiene mediante el recibo de energía eléctrica, correspondiente a los pagos que los contribuyentes hacen por servicios municipales.

La transacción se caracteriza por su previsibilidad de flujos, garantizada por dos Órdenes Irrevocables de Pago (OIP) de la Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador, S.A. de C.V. (CAESS) y de la Distribuidora de Electricidad DELSUR, S.A. de C.V. (DELSUR). La clasificación pondera de manera favorable la posición privilegiada que posee el Originador, al administrar territorios de alta diversificación productiva y de infraestructura clave, considerándose el centro económico más importante de El Salvador.

A diciembre de 2023, el Fondo mostró una cobertura de cesión de 1.7x con los ingresos de la OIP y de 7.3x con los ingresos operativos municipales. Se registró un índice de endeudamiento de 1.02x y una eficiencia operativa de 0.45x, ambos por debajo de los umbrales contractuales. El Fondo ha cumplido con sus obligaciones financieras y continua concentrado los primeros flujos operativos. La estructura legal protege los flujos y garantiza el pago oportuno.

¹ Reestructuración de municipios desde abril de 2024. Ley Especial para la Reestructuración Municipal.

Fortalezas crediticias

- El mecanismo de captura de liquidez está respaldado por la trayectoria comprobada de agentes colectores debidamente autorizados e independientes.
- Experiencia comprobada de las partes involucradas en financiamiento a través de vehículos de titularización de flujos futuros.
- El perfil socioeconómico del Municipio está determinado como el de mayor diversificación en su base de contribuyentes.
- Fortalecimiento en las áreas de cobros, exceso de flujo operativo.
- Adecuado nivel de cobertura sobre el servicio de la deuda de los valores de titularización.
- La reserva retenida en efectivo por el Fondo que cubre 2 pagos de cesión que mitiga el riesgo de potenciales desequilibrios temporales en la captura de liquidez.

Debilidades crediticias

- Incremento en el nivel de apalancamiento de la Alcaldía.
- Disminución en los ingresos operativos del Municipio.
- Imposibilidad de la Alcaldía para crear impuestos.
- Restricciones para aumentar tasas y derechos municipales, debido que está limitado por la capacidad económica de los contribuyentes para soportar dichos incrementos.
- La productividad del Municipio tiene una alta correlación con la economía del país, condición que puede causar presiones sobre las principales fuentes de ingresos durante las fases bajas del ciclo económico.

Factores que pueden generar una mejora de la clasificación

- Mejora en el perfil financiero del Originador.
- Un aumento continuado en los ingresos operativos del municipio, que reflejen mayores coberturas al servicio de la deuda.
- Una reducción sostenida en el nivel de endeudamiento de la Alcaldía.

Factores que pueden generar un deterioro de la clasificación

- Deterioro en el perfil crediticio del Municipio.
- Una disminución en las coberturas de ingresos operativos en relación con el monto de la cesión.
- Incumplimientos de resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización.
- Modificaciones contractuales que debiliten la estructura de la emisión del Fondo.
- Impactos negativos derivados de la reestructuración municipal.

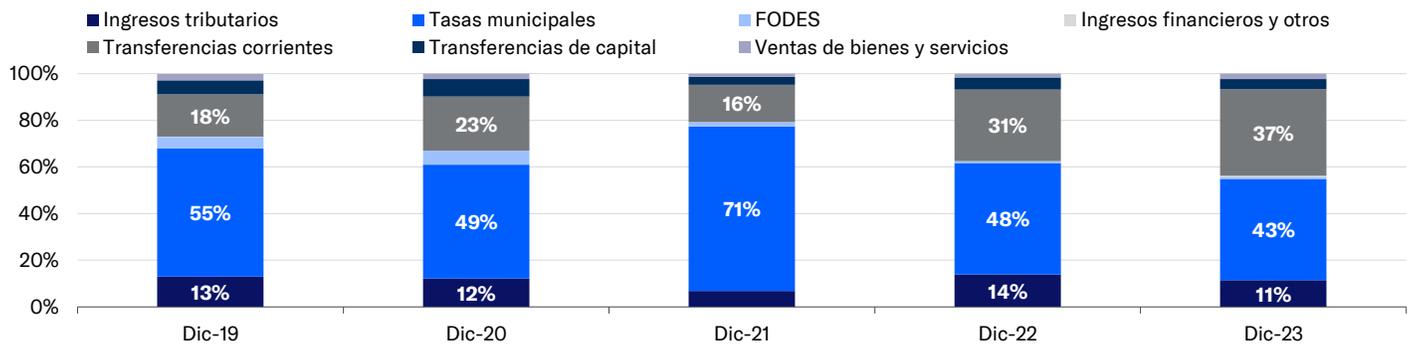
Principales aspectos crediticios del Originador**Alcaldía registra caída del 21% en ingresos netos de gestión durante 2023**

Al cierre de diciembre de 2023, los ingresos de gestión netos (netos de transferencias entre dependencias, actualizaciones y ajustes) de la Alcaldía Municipal de San Salvador alcanzaron los USD157.9 millones (abril 2024: USD33.8 millones), con una contracción anual del 21%. Dicha variación obedece tanto a la disminución en las tasas municipales (-28%), como a los ingresos tributarios (-35%), principalmente. Las tasas municipales representan la cuenta con mayor impacto relativo, constituyendo un 43%, seguidas de las transferencias corrientes por multas e intereses por mora, con un 32%, y finalmente, los ingresos tributarios con el 11%.

Las tarifas de impuestos son establecidas por la Asamblea Legislativa, a iniciativa del Concejo Municipal. Esto limita temporalmente la capacidad de incrementar este tipo de ingresos de forma inmediata, debido al tiempo que el proceso legislativo podría requerir. Por otro lado, las tasas por servicios son determinadas exclusivamente por la Alcaldía y se ajustan según las necesidades del municipio. Sin embargo, la municipalidad esta próxima a contar con la aprobación de una nueva ley de impuestos. De acuerdo con el Originador, esto tendrá un impacto positivo en los ingresos de la Alcaldía.

A diciembre de 2023, los ingresos operativos acumularon un valor de USD100,5 millones (abril 2024: USD31.4 millones), con una reducción de 24%, debido a menores ingresos por tasas y derechos municipales así como una reducción en los ingresos tributarios. Esta partida representa el 64% de los ingresos totales netos.

FIGURA 1 Tendencia de ingresos de gestión netos



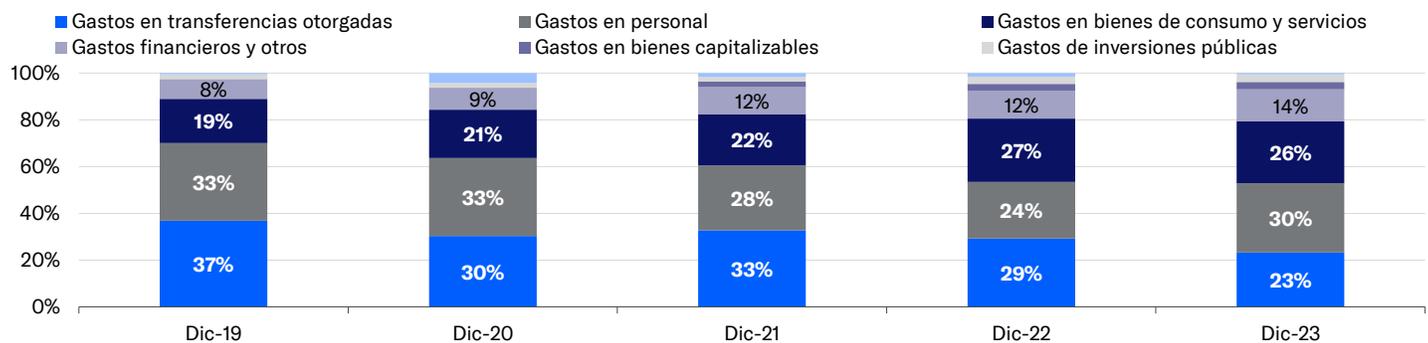
Fuente: Titularizadora / Elaboración: SCR El Salvador.

Reducción en gastos de gestión y operativos del Municipio al cierre de 2023

A diciembre 2023, los gastos de gestión netos (netos de transferencias entre dependencias, actualizaciones y ajustes) contabilizaron USD96.6 millones (abril 2024: USD27.5) con una caída del 18% interanual. El comportamiento anterior se fundamentó en la reducción tanto de las transferencia corrientes al sector público (-35%) y en los gastos en bienes de consumo y servicios (-20%) y en menor medida a un menor gasto de inversiones públicas (-11%). Respecto a la composición de los gastos de gestión netos el 30% corresponde a gastos de personal, seguido de gastos en bienes de consumo y servicios con el 26%, por último, las transferencia corrientes al sector público y los gastos financieros con el 23% y el 13%, respectivamente.

Respecto a los gastos operativos estos alcanzaron un valor de USD80.8 millones, con una reducción anual del 19% por menores gastos en transferencias corrientes al sector público y en gastos de consumo y servicios. Estos gastos representan el 84% de los gastos de gestión netos, porcentaje que se ha mantenido relativamente estable en los últimos 3 años.

FIGURA 2 Tendencia de gastos de gestión netos



Fuente: Titularizadora / Elaboración: SCR El Salvador.

Estabilidad y gestión de deuda en el Municipio: mantenimiento de tasas fijas y leve reducción de apalancamiento

La deuda interna del municipio sumó USD154.8 millones (abril 2024:USD151.6 millones), generando una ligera reducción de 0.3% respecto al mismo periodo un año atrás y representó el 67% de los pasivos. En su mayoría, el endeudamiento interno corresponde a valores estructurados (77%), seguido por empréstitos con empresas públicas financieras (10%) y empréstitos del Gobierno Central (9%). Estas deudas tienen tasas fijas que van desde el 6.5% al 8.7% con un vencimiento promedio ponderado al año 2038. SCR El Salvador considera favorable que la totalidad de la deuda mantenga una tasa de interés fija, lo que elimina la sensibilidad a fluctuaciones en las condiciones de mercado.

Respecto a los indicadores de apalancamiento, la razón de endeudamiento (obligaciones/patrimonio), al cierre de diciembre de 2023, registró un valor de 0.72x, disminuyendo ligeramente desde 0.75x el mismo periodo un año atrás. Un comportamiento similar se observó en la razón de deuda, donde el 42% de los recursos fueron financiados con patrimonio, en comparación con el 35% a diciembre del año anterior. A diciembre de 2023, el índice de endeudamiento municipal mostró un incremento anual con un valor de 1.02x desde 0,82x el año anterior, debido a la reducción en el ingreso operativo. El indicador anterior se encuentra por debajo del umbral (1.7x) que debe cumplir el Municipio durante la vigencia del Fondo de Titularización. SCR monitorea las ratios de deuda y cualquier deterioro de dichos indicadores que pueda repercutir de manera directa en la clasificación de riesgo asignada.

Reducción de la liquidez inmediata de la municipalidad

La posición de liquidez inmediata de la municipalidad se ubicó en USD13.7 millones (abril 2024: USD18.2 millones) con una reducción anual del 20%. Esta partida representó el 2,5% del total de los activos (3.3% a diciembre de 2022). En opinión de SCR El Salvador, la liquidez para atender sus compromisos inmediatos con sus proveedores muestra espacios de mejora, ya que exhibe niveles de volatilidad altos. Actualmente la Administración de la Municipalidad no ha implementado una política de tenencia mínima de liquidez. No obstante, la relativa estabilidad de sus principales flujos de ingresos contribuye a mitigar dicho riesgo. Respecto al indicador de disponibilidades entre gastos operativos fue de 17% al cierre de diciembre manteniéndose muy similar a lo mostrado el año anterior. En el siguiente gráfico se observa un incremento en el 2021, debido a la entrada de Fondos provenientes de las obligaciones con titularizaciones, que posteriormente fueron utilizándose.

Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 05

El Fondo fue establecido el 01 de julio de 2021, bajo la Ley de Titularización de Activos, con la aprobación de la Superintendencia del Sistema Financiero mediante el Asiento Registral Único No. EM-21-2021 con fecha del 25 de agosto de 2021. El Fondo fue conformado con el propósito exclusivo de emitir valores de titularización por USD124.49 millones, respaldados mediante la cesión contractual de los derechos sobre los Flujos Financieros Futuros de los primeros ingresos de cada mes del municipio. Parte de estos recursos fueron utilizados por el Originador para la cancelación de las obligaciones con el Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 03 y el Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 04.

TABLA 3 Características de la emisión.

Características de los Valores de Titularización Hencorp Alcaldía Municipal de San Salvador 05	
Monto	Hasta USD124,493,000
Saldo de la emisión a junio de 2024	Hasta USD117,742,127
Plazo	Hasta 20 años
Monto de cesión mensual	USD1,145,000 del mes 1 al 240
Tramos	(1) USD43,572,000 al 8.70%; (2) USD62,246,000 al 8.70%; (3) USD3,000,000 al 7.25%; (4) USD600,000 al 7.25%; (5) USD15,075,000 al 7.70%. Tramo 1 y 2 con vencimiento al 2041; Tramo 3, 4 y 5 con vencimiento al 2028.

Fuente: Titularizadora/ Elaboración: SCR El Salvador

Los activos subyacentes de los instrumentos clasificados

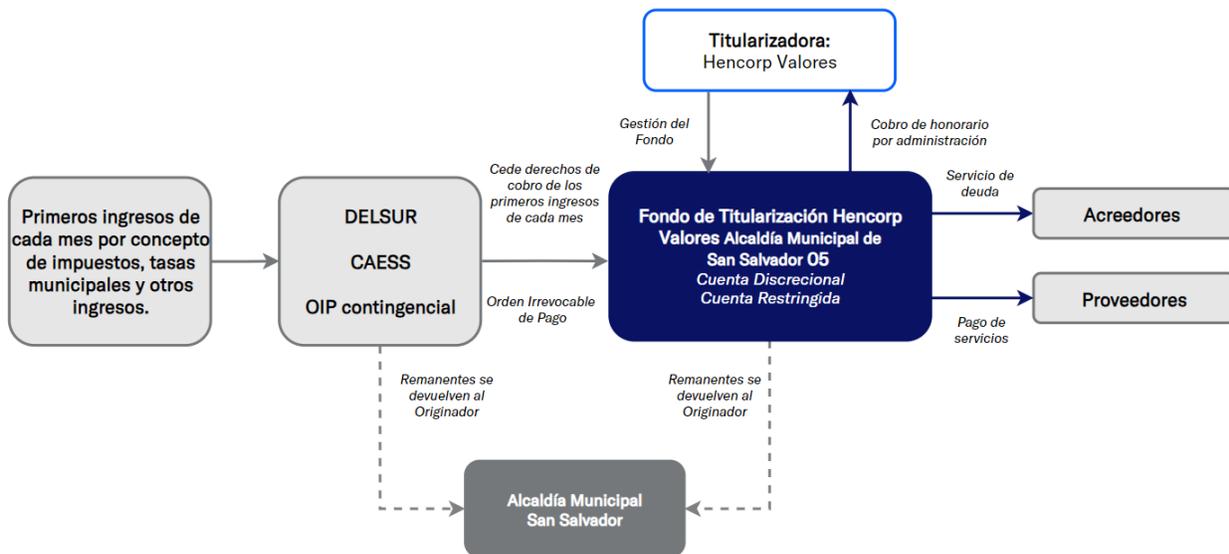
Descripción de la Titularización

El Originador se compromete, por medio del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros a ceder al Fondo de Titularización los primeros ingresos operativos percibidos mensualmente, donde revisten importancia los derivados de impuestos, tasas y contribuciones municipales. A través de un total de 240 cesiones por un monto de USD1.14 millones mensuales. El valor total cedido es hasta USD274.80 millones.

Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el presente o futuro puedan serles establecidos, 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.

Para respaldar la emisión, el Municipio de San Salvador se compromete a transferir pagos mediante Órdenes Irrevocables de Pago (OIP), efectivas hasta la liquidación total de la deuda. Inicialmente, estas órdenes se dirigen a la compañía CAESS y a la empresa DELSUR, quienes deberán entregar mensualmente los fondos recolectados necesarios para cumplir con las obligaciones municipales. La Titularizadora puede requerir órdenes adicionales a otras entidades financieras como el Banco de América Central (BAC), asegurando así el cumplimiento del contrato de cesión.

El siguiente diagrama representa el esquema de la Titularización:



Fuente: Hencorp/ Elaboración: SCR El Salvador

Mecanismos de respaldo

El Fondo de Titularización posee una Cuenta Restringida como mecanismo de cobertura interno. Como respaldo operativo para la emisión, la Alcaldía Municipal se compromete a celebrar los siguientes Contratos:

- Orden Irrevocable de Pago: suscrita con CAESS para trasladar los Montos de Cesión Mensual a la Cuenta Discrecional.
- Orden Irrevocable de Pago: suscrita con DELSUR para trasladar los Montos de Cesión Mensual a la Cuenta Discrecional de manera subsidiaria.

Cumplimiento de ratios financieros

El Municipio de San Salvador debe cumplir con los siguientes ratios financieros durante la vigencia de la emisión del Fondo, según la Ley Reguladora del Endeudamiento Público Municipal:

- **Límite de Endeudamiento:** La deuda pública municipal no debe exceder 1.7 veces los ingresos operacionales del ejercicio fiscal anterior. Si se supera este límite, el Municipio debe realizar aportes adicionales para redimir parcialmente los Valores de Titularización. Si el incumplimiento persiste por dos periodos semestrales consecutivos, se considerará una situación de incumplimiento. A diciembre
- **Eficiencia Operativa:** No debe ser mayor a 1 vez. Si se supera este límite, el Municipio debe realizar aportes adicionales mensuales equivalentes al 10% del monto de cesión mensual hasta cumplir con el ratio.

Prelación de pagos

La Titularizadora realizará los pagos del Fondo a través de la Cuenta Discrecional en el siguiente orden: i) Abonar a la Cuenta Restringida hasta alcanzar un saldo mínimo equivalente a dos cuotas mensuales de flujos financieros futuros. ii) Cumplir con las obligaciones a favor de los Tenedores de Valores. iii) Pagar las comisiones a la Titularizadora. iv) Saldar costos y gastos adeudados a terceros. v) Devolver cualquier remanente al Originador mensualmente.

En caso de liquidación del Fondo, se seguirá el orden de prelación establecido en la Ley de Titularización de Activos: primero, pago de deuda tributaria; segundo, obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; tercero, saldos adeudados a terceros; y cuarto, comisiones de gestión a la Titularizadora.

Procedimiento en caso de mora

Si diez días antes de la fecha de pago de la emisión no hay fondos suficientes en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización para cubrir el 100% de la cuota de intereses y capital, la Titularizadora utilizará los fondos de la Cuenta Restringida para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización. Si los fondos en la Cuenta Restringida no son suficientes, se incurrirá en mora. Esta situación se comunicará al Representante de los Tenedores para convocar una Junta General y determinar los pasos a seguir. La Titularizadora también informará a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

Redención anticipada

Los Valores de Titularización podrán ser redimidos anticipadamente bajo las siguientes condiciones:

- **Aviso de Colocación:** La redención debe estar establecida en el aviso de colocación y haber transcurrido 60 meses desde la emisión.
- **Límite de Endeudamiento:** Si el endeudamiento municipal supera el límite, el Municipio de San Salvador puede realizar aportes adicionales para redimir parcialmente los valores.
- **Incumplimiento del Ratio de Eficiencia Operativa:** en ese caso el Municipio deberá realizar aportes adicionales mensuales equivalentes al 10% del monto de cesión mensual hasta cumplir con el ratio. Estos aportes se utilizarán para redimir anticipadamente los valores.

La redención anticipada se realizará al valor del principal registrado en CEDEVAL, S.A. de C.V., más una penalidad. La Titularizadora debe informar con 15 días de anticipación a las autoridades pertinentes. La redención anticipada solo puede ser acordada por el Concejo de Gerentes de la Titularizadora.

Mecanismo de Asignación de Flujos

Con la finalidad de contar con una adecuada gestión y cobertura sobre el pago de intereses y principal, la estructura de la Titularización considera las siguientes cuentas del Fideicomiso para atender el pago de las obligaciones señaladas: i) la Cuenta Discrecional se depositan los ingresos provenientes de las cesiones de flujos del Originador. ii) la Cuenta Restringida que constituye la provisión por el monto de dos cuotas mensuales de flujos cedidos por el Originador.

Análisis de ingresos cedidos al Fondo

SCR realizó un estudio de los flujos financieros que sustentaron las operaciones del Fondo, evidenciando estabilidad en las capturas realizadas por CAESS y DELSUR durante el periodo en evaluación. Además, se analizó la viabilidad de utilizar un mecanismo de soporte adicional para complementar los ingresos, en caso de que las fuentes principales resulten insuficientes.

A junio de 2024, se analizaron las cuentas de los bancos colectores, constatándose que los ingresos obtenidos a través de la OIP de CAESS han sido suficientes para cubrir la cesión mensual. Estos flujos financieros han registrado una tasa de crecimiento anual compuesta del 1.4% entre el cierre de 2022 y 2024. La recaudación mensual promedio durante los últimos 3 años fue de USD1.94 millones, lo que representa aproximadamente una cuarta parte de los ingresos operacionales. Dichos ingresos han mostrado una tendencia irregular, atribuible a la variabilidad en la capacidad de pago de los contribuyentes. Las coberturas de los ingresos colectados frente al monto de cesión con un promedio de 1.7x en los últimos 2 años.

Análisis de sensibilidad

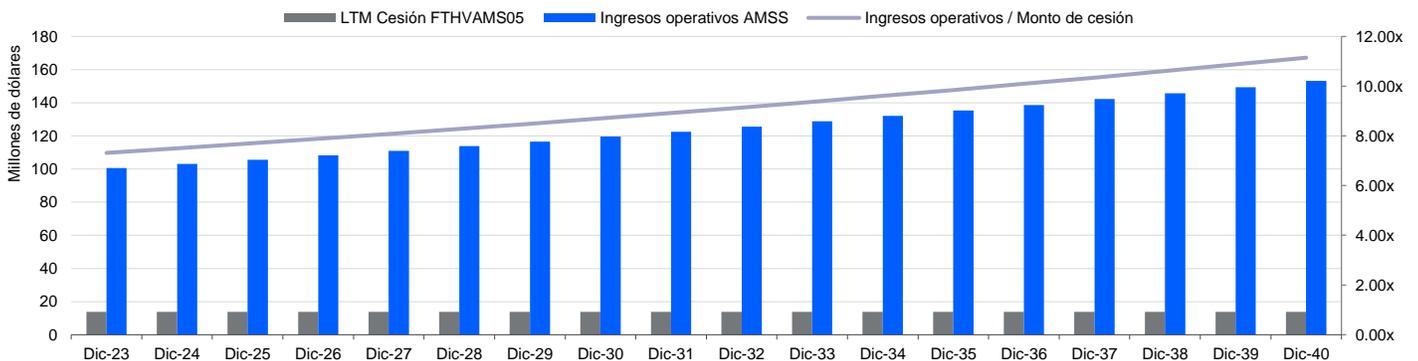
SCR El Salvador llevó a cabo una evaluación de riesgo aplicando escenarios de estrés económico y financiero para la calificación de una transacción. Este análisis incluyó la proyección de flujos de efectivo hasta el vencimiento, evaluando la capacidad de cubrir el servicio de la deuda puntualmente. Se consideró un escenario base con un crecimiento anual del 2.51% en los ingresos operacionales del Originador. Adicionalmente, se examinó un escenario adverso en los ingresos (+1% al 2024; -10% al 2025; -3% al 2026 y 1% del 2027 al 2040), para estimar el impacto en los flujos financieros y la capacidad de pago a los tenedores de bonos bajo variaciones interanuales de los ingresos operativos.

Tabla 2 Escenario base

Coberturas	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27	Dic-28	Dic-29	Dic-30	Dic-31	Dic-32	Dic-33	Dic-34
Ingresos operativos / Monto de cesión	7.32x	7.50x	7.69x	7.88x	8.08x	8.28x	8.49x	8.70x	8.92x	9.14x	9.37x	9.61x
ICSD (CAESS+DELSUR) / Monto de cesión	1.70x	1.75x	1.79x	1.83x	1.88x	1.93x	1.98x	2.03x	2.08x	2.13x	2.18x	2.24x

Fuente: Titularizadora / Elaboración: SCR El Salvador. *Proyectados con un crecimiento del 2.51%.

FIGURA 3 Escenario base



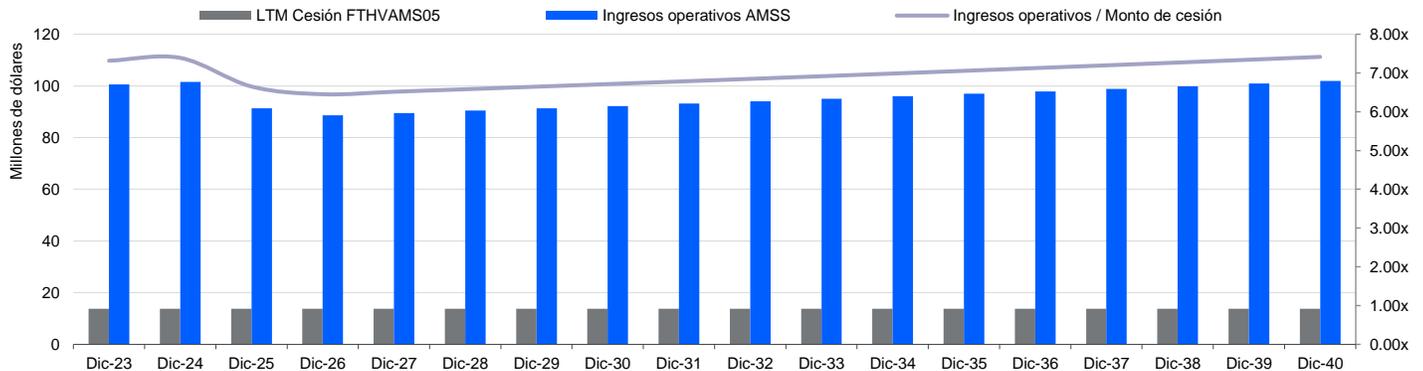
Fuente: Titularizadora / Elaboración: SCR El Salvador. *Proyectados con un crecimiento del 2%.

Tabla 3 Escenario estresado

Coberturas	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27	Dic-28	Dic-29	Dic-30	Dic-31	Dic-32	Dic-33	Dic-34
Ingresos operativos / Monto de cesión	7.32x	7.39x	6.65x	6.45x	6.52x	6.58x	6.65x	6.71x	6.78x	6.85x	6.92x	6.99x
ICSD (CAESS+DELSUR) / Monto de cesión	1.70x	1.72x	1.55x	1.50x	1.52x	1.53x	1.55x	1.56x	1.58x	1.59x	1.61x	1.63x

Fuente: Titularizadora / *Elaboración: SCR El Salvador.* *Proyectados: +1% al 2024; -10% al 2025; -3% al 2026 y 1% del 2027 al 2035.

FIGURA 4 Escenario estresado



Fuente: Titularizadora / *Elaboración: SCR El Salvador.* *Proyectados: +1% al 2024; -10% al 2025; -3% al 2026 y 1% del 2027 al 2040

Otras Consideraciones

Limitantes:

Debido al plan de reestructuración en curso en los municipios, se están experimentando demoras en la entrega de información financiera. Esta situación ha llevado a presentar información financiera parcial al cierre de junio de 2024 por parte del Originador.

Reestructuración de municipios

El 13 de junio de 2023, fue aprobada la Ley Especial para la Reestructuración Municipal y su publicación oficial fue el 14 de junio de 2023. Esta ley, establece la reestructuración municipal de El Salvador. La ley redefinida asigna la redistribución territorial y estipula que las obligaciones preexistentes de los 262 municipios son ahora responsabilidad de los 44 municipios reestructurados, asumiendo estos últimos todos los activos, pasivos y patrimonios correspondientes. De acuerdo con el Decreto 1004, del 22 de abril de 2024: Ley Especial de Transición para la Reestructuración Municipal, obliga a los municipios reorganizados a elaborar presupuestos integrados que reflejen todos los ingresos y egresos. Los nuevos municipios están obligados a asumir y cumplir con las obligaciones vigentes de los distritos reorganizados. Estos, bajo la administración de sus respectivos municipios, deben garantizar el cumplimiento exacto de dichas obligaciones. También, el decreto contempla que los Concejos Municipales tendrán un plazo máximo de dos años contados a partir de la entrada en vigencia del Decreto 1004, para realizar las acciones administrativas y financieras que aún se encontraran pendientes de efectuar, esto para lograr el cierre y total liquidación de los ahora distritos.

Descripción y análisis de Originador y Titularizadora

Originador – Alcaldía Municipal De San Salvador

El Municipio de San Salvador está localizado en el departamento que lleva su mismo nombre. La matriz productiva es altamente diversificada y concentra las principales industrias, comercios, centros comerciales, hoteles, fábricas embotelladoras, farmacéuticas, empresas de servicios, mercados municipales y entidades financieras, por mencionar algunos. También, aglutina la gran mayoría de sedes de Gobierno, entre estos: Ministerios, Asamblea Legislativa, Corte Suprema de Justicia, entre otros. Este Municipio se encuentra liderado por el alcalde Mario Edgardo Duran Gavidia, junto con su concejo municipal.

Al cierre de 2023, el municipio alberga una población estimada de alrededor de 1.7 millones de habitantes. Según la encuesta de Calidad de Vida más reciente realizada en San Salvador, la tasa de ocupación es del 91%, de los cuales el 88% labora dentro del propio municipio, mientras que el 12% trabaja fuera. El 55% de los empleados son asalariados, mientras que un 36% trabaja de forma independiente. El promedio de años de escolaridad de los habitantes es de 9.9, con una tasa de alfabetización del 95% en mujeres y del 98% en hombres. El 26% de los hogares en el municipio reciben remesas familiares.

De acuerdo con datos del Banco Central de Reserva (BCR) hasta junio de 2024, San Salvador se posiciona en el primer lugar en cuanto a ingresos provenientes de remesas, alcanzando los USD 402.3 millones, lo que representa un incremento interanual del 4%. Este valor constituye el 10% del total de ingresos por remesas por municipio a nivel nacional.

Titularizadora – Hencorp Valores, Limitada, Titularizadora

La Titularizadora se estableció en el año 2008 como la primera sociedad titularizadora en El Salvador. Su finalidad especial es constituir, integrar y administrar Fondos de Titularización de conformidad con las leyes salvadoreñas. Pertenece al Grupo Hencorp, un conglomerado salvadoreño que opera desde 1985, con sede ubicada en Estados Unidos. Actualmente, extiende sus operaciones a siete países. En consideración de las estrategias adoptadas por la administración, el crecimiento de la sociedad ha sido relevante, gestionando a la fecha varias estructuras colocadas en el mercado de valores local. El equipo directivo cuenta, en promedio, con más de 20 años de experiencia en los mercados financieros locales y regionales. Su estructura organizacional es relativamente liviana; los ejecutivos de mayor experiencia ocupan posiciones gerenciales que demandan capacidad de estructuración financiera y ejecución, debido a lo especializado de los productos que ofrece. Hencorp Valores, LTDA., como titularizadora, cuenta con un esquema de gestión integral de riesgo encargado de monitorear y supervisar el proceso a lo largo de la vigencia de las titularizaciones que administra.

Anexo

Contexto Económico

Al primer semestre de 2024, el Banco Central de Reserva (BCR) estimó el crecimiento de la actividad económica en 1.4%, representando una desaceleración en contraste al 3.0% estimado a junio de 2023. La tendencia es resultado de la reducción en la producción en las actividades de construcción (-14.5%) e industria manufacturera (-0.5%). Para el año 2024, el BCR estima el crecimiento económico entre el 3.0% y 3.5%. La economía salvadoreña ha estado inmersa en un contexto de alta inflación, la cual ha desacelerado su evolución. A junio de 2024, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) presentó un incremento interanual de 1.5%, inferior al 3.8% registrado a junio de 2023. Los segmentos de restaurantes y hoteles (+5.5%), alimentos y bebidas no alcohólicas (+3.6%) y salud (+2.5%), presentaron los mayores aumentos durante el periodo.

Los flujos de remesas, históricamente han constituido una base importante para satisfacer la demanda interna y potenciar consumo de los hogares. A junio de 2024, las remesas familiares totalizaron USD4,052.0 millones, experimentando un incremento del 0.8% en relación a junio de 2023. Por su parte, el comercio internacional de mercancías resultó en una posición deficitaria por USD4,579.8 millones, un aumento del 3.2% con respecto al mismo mes de 2023, resultado de la reducción del 12.9% de las exportaciones y el incremento del 0.1% en las importaciones.

En términos de inversión extranjera directa (IED), al primer semestre de 2024, se registró un monto neto de USD177.2 millones, inferior a los USD390.6 millones en el mismo periodo del año anterior. Este comportamiento está vinculado a la posición negativa de los flujos experimentados en el transporte y almacenamiento por USD186.9 millones.

A nivel fiscal, los ingresos totales del Sector Público No Financiero (SPNF) aumentaron en 9.8%, a junio de 2024, favorecidos por el incremento en un 11.0% de los ingresos tributarios, que representan el 83.4% de los ingresos totales. Por su parte, el gasto del SPNF presentó un crecimiento del 12.2% en el primer trimestre de 2024. El gasto se concentra en un 87.9% en gasto corriente (+16.7%) y en 12.1% en gasto de capital (+12.7%). Resultado de la dinámica de ingresos y gastos, se registró el déficit total del SPNF por USD140.5 millones, que corresponde al 1.6% del PIB, a junio de 2024, superior al 0.4% registrado un año atrás.

Sector municipal

En El Salvador, el sector municipal se rige por leyes de endeudamiento y transparencia, asegurando la gestión de servicios e infraestructura. La Ley Especial para la Reestructuración Municipal, aprobada en junio de 2023, transformará el país en 44 municipios y 262 distritos desde mayo de 2024, basándose en criterios poblacionales y estableciendo contabilidades separadas para cada distrito. Una ley de transición, aprobada en abril de 2024, brinda 2 años para esta adaptación, en un contexto de cambio político marcado por la reciente victoria del partido Nuevas Ideas en las elecciones de marzo de 2024.

Los municipios son clave en el desarrollo local y afectan significativamente la política central, debido a los recursos que requieren para proyectos y servicios. La financiación municipal proviene de fuentes como la titularización de ingresos futuros y transferencias gubernamentales a través del FODES, que desde 2021 destina el 1.5% de los ingresos nacionales a municipios. La Dirección de Obras Municipales (DOM), que reemplaza al FISDL y al ISDEM, centraliza y regula las obras municipales, promoviendo el desarrollo local. Desde 2021, el Ministerio de Hacienda maneja los pagos de deudas municipales con garantía FODES, mejorando la liquidez y gestión de deuda.

A diciembre de 2023, la deuda pública municipal en El Salvador se situó en USD799.9 millones, reduciéndose en USD16.5 millones respecto al año anterior. La mayor parte (85.9%) proviene de proveedores financieros privados, seguida por instituciones financieras públicas (9.2%), el Gobierno Central (2.1%) y otros préstamos (2.7%). El Ministerio de Hacienda indica que USD153.0 millones de esta deuda corresponden a titularizaciones, principalmente en municipios ahora reorganizados como distritos, como San Salvador, Santa Tecla, San Miguel y Antiguo Cuscatlán. Los fondos obtenidos se han utilizado en desarrollo de proyectos y reestructuración de deuda para optimizar el perfil de vencimientos.

TABLA 4 Cuentas principales - Alcaldía Municipal de San Salvador

USD Miles	Dic-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20
Ingreso operativo	80,823	99,615	94,772	78,233
Ingresos por transferencias corrientes *	60,134	62,355	37,193	26,991
Gasto operativo	80,823	99,615	94,772	78,233
Gastos financieros	19,705	33,196	87,004	-5,641
Endeudamiento interno	154,785	155,311	152,407	90,724
Acreedores monetarios por pagar	67,190	62,536	46,054	48,618

Fuente: Titularizadora / Elaboración: SCR El Salvador *Neto de transferencia entre dependencias

TABLA 5 Indicadores Clave - Alcaldía Municipal de San Salvador

	Dic-23	Dic-22	Dic-21	Dic-20
Balance financiero	5%	14%	59%	-16%
Superávit operativo ajustado	31%	42%	72%	19%
Gasto financiero / Ingresos operativos	9%	9%	7%	9%
Eficiencia operativa	0.66x	0.45x	0.30x	0.59x
Índice de endeudamiento municipal	1.02x	0.82x	0.70x	0.94x
Liquidez	3%	7%	36%	3%

Fuente: Titularizadora / Elaboración: SCR El Salvador

Información Complementaria

Tipo de clasificación / Instrumento	Clasificación actual	Perspectiva actual	Clasificación anterior	Perspectiva anterior
Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 05				
VTHVAMS05	A (SLV)	Estable	NA	NA

SCRriesgo S.A. de C.V. “Clasificadora de Riesgo”, da servicio de clasificación de riesgo a este emisor en El Salvador desde octubre de 2024.

Información considerada para la clasificación.

La información utilizada en este informe comprende los estados financieros auditados del Originador al 31 de diciembre de 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022, así como los no auditados correspondientes al 31 de diciembre de 2023, además de los del 30 de junio de 2023 e información financiera parcial a junio de 2024. También se consideran los estados financieros del Fondo, con los auditados al 31 de diciembre de 2022 y 2023, y los no auditados al 30 de junio de 2023 y 2024. El análisis incluye, asimismo, las proyecciones del Fondo proporcionadas por la Titularizadora. SCR El Salvador comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. SCR El Salvador no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella.

Definición de las clasificaciones asignadas

- **A:** Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible a deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- **Perspectiva Estable:** Se percibe una baja probabilidad de que la clasificación varíe en el mediano plazo.
- **SLV:** Indicativo país para las clasificaciones que SCR El Salvador otorga en El Salvador. El indicativo no forma parte de la escala de clasificación en El Salvador. La escala utilizada por la Clasificadora está en estricto apego a la Ley del Mercado de Valores y a las Normas técnicas sobre las Obligaciones para las Sociedades Clasificadoras de Riesgo.

SCRiesgo S.A. de C.V. "Clasificadora de Riesgo", agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de clasificación genérica que va de AA a CCC, El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de clasificación genérica, ningún modificador indica una clasificación media, y el modificador "-" indica una clasificación en el extremo inferior de la categoría de clasificación genérica

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

Metodología Utilizada.

La Metodología de Calificación de Titularización de Activos utilizada por SCRiesgo S.A. de C.V. "Clasificadora de Riesgo" fue actualizada ante el regulador. Disponible en <https://sriesgo.com/>

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objeto de clasificación.

© 2024 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS AFILIADAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S, INCLUYENDO LAS DE SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO CENTROAMERICANA S.A., SCRIESGO S.A., SCRIESGO S.A. DE CV "CLASIFICADORA DE RIESGO", SCRIESGO, SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO S.R.L. (CONJUNTAMENTE "SCR"), CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR SCR (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. SCR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE SCR PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE SCR NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE SCR PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE SCR NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. SCR EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE SCR AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE SCR. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE SCR NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por SCR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. SCR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que SCR considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, SCR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por SCR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

SCR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y Moody's Investors Service también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody.com, bajo el capítulo de "Investor Relations - Corporate Governance - Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores - Gestión Corporativa - Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales respecto a las Opiniones de la Segunda Parte (según se define en los Símbolos y Definiciones de Calificación de Moody's Investors Service): Por favor notar que una Opinión de la Segunda Parte ("OSP") no es una "calificación crediticia". La emisión de OSPs no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSPs se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.