

**FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE  
SAN SALVADOR 03- VTHVAMS03  
VALORES DE TITULARIZACIÓN**

Con Estados Financieros no Auditados al 30 de junio de 2017	Fecha de Comité: 26 de octubre de 2017
Institución Originadora perteneciente al Sector Público Municipal	San Salvador, El Salvador
Comité Ordinario N° 51/2017	
<b>Gabriela Benítez</b> / Analista Principal	(504) 2239-2434
<b>Juan Fernando Díaz</b> / Analista Soporte	(502) 6635-2166
	gbenitez@ratingspcr.com
	jfdiaz@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Clasificado <sup>1</sup>	Clasificación	Perspectiva
<b>Valores de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 03</b>		
Tramo 1	AA	Estable
Tramo 2	AA	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.

*Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo<sup>2</sup> dentro de su categoría. El signo “+” indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos “-” indica un nivel mayor de riesgo.*

*“La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, 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 de una entidad financiera y no son recomendaciones de compra y/o venta de instrumentos que esta emita”.*

*“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”.*

**Racionalidad**

En Comité Ordinario de clasificación de riesgo, PCR ratifica la clasificación de “AA”, perspectiva “Estable” a todos los tramos de los Valores de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 03.

La clasificación se fundamenta en la muy alta capacidad de pago del originador debido a la generación de ingresos, los cuales permiten tener una adecuada cobertura sobre el monto de cesión anual. Adicionalmente, al nivel de endeudamiento de la alcaldía que se encuentra por debajo al máximo permitido por Ley y a los respaldos legales de la emisión que minimizan el riesgo de no pago a los inversionistas.

**Perspectiva**

Estable.

**Resumen Ejecutivo**

- 1. La adecuada cobertura de ingresos de gestión sobre el monto de cesión.** Al cierre de junio 2017, los ingresos totales de la comuna se ubicaron en US\$58.8 millones, cifra superior en US\$10.6 millones (+22.0%) respecto a lo registrado en junio 2016, debido principalmente al aumento de los ingresos por transferencias corrientes recibidas y a los ingresos tributarios. Lo anterior, permitió obtener adecuados niveles de cobertura, ya que el porcentaje de los ingresos que destinó la Alcaldía

<sup>1</sup> Metodología de clasificación de riesgo para deuda titulizada.

<sup>2</sup> 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.

como cesión para los flujos del fondo fue de 6.0%, manteniéndose por debajo a la métrica de cesión establecida para el fondo, la cual no deberá superar el 9.3% al total de ingresos.

2. **Suficiente cobertura del Fondo de Titularización.** Al 30 de junio de 2017, los flujos cedidos por el municipio han sido suficientes para cubrir el pago del capital e intereses para los inversionistas, ya que los flujos cedidos cubren a los egresos del fondo de titularización en 1.19 veces a junio 2017 (1.20 veces a junio 2016).
3. **Nivel de endeudamiento municipal.** En los últimos años, el nivel endeudamiento municipal se ha mantenido por debajo de lo establecido en el artículo 6 de la Ley de Endeudamiento Municipal de El Salvador. A la fecha de análisis, el ratio de endeudamiento municipal de la Alcaldía de San Salvador fue de 0.94 veces, reflejando un endeudamiento municipal inferior en 0.76 veces a lo máximo permitido por la Ley (1.7 veces).
4. **Los resguardos legales.** Los resguardos legales con que cuenta el fondo son: una cuenta restringida, la firma de una orden irrevocable de pago por parte del municipio, así como también el establecimiento y cumplimiento de resguardos financieros, y los mecanismos a tomar ante un inadecuado manejo de los fondos.

## Resumen de la estructura de titularización

Cuadro 1: Datos Básicos de la Emisión	
<b>Emisor</b>	: Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Tres – FTHVAMS 03 (en adelante, el Fondo de Titularización).
<b>Emisión</b>	: Valores de titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador (VTHVAMS 03).
<b>Originador</b>	: Municipio de San Salvador.
<b>Activos del Fondo de Titularización</b>	: Los derechos sobre los flujos financieros futuros del Municipio de San Salvador sobre una porción correspondiente a los ingresos percibidos por la Alcaldía Municipal de San Salvador, descritos según artículo 63 del Código Municipal de El Salvador a excepción de los descritos en el numeral 10 de dicho artículo.
<b>Sociedad de Titularización</b>	: Hencorp Valores Ltda., Titularizadora (en adelante, la Sociedad Titularizadora), representante legal y administradora del Fondo de Titularización.
<b>Agente Estructurador</b>	: Hencorp Valores Ltda., Titularizadora.
<b>Respaldo de la Emisión</b>	: Los Valores de Titularización son respaldados por los derechos sobre los Flujos Futuros que constituyen el Fondo de Titularización y por los mecanismos de cobertura.
<b>Mecanismos de Cobertura</b>	: (i) Cuenta Restringida, que no deberá ser menor a las próximas dos cuotas mensuales de flujos que serán cedidos por el Originador. (ii) Orden Irrevocable de Pago: mediante ésta, el Originador se compromete por medio de su colector a transferir la cesión de flujos financieros identificada en el cuadro 11. Esta orden 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.
<b>Custodia y Depósito</b>	: La emisión de Valores de Titularización representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta está depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V.
<b>Destino</b>	: De conformidad a lo dispuesto en el Artículo cuatro de la Ley Reguladora del Endeudamiento Público Municipal, los fondos que el Municipio de San Salvador ha recibido y pueda recibir en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVAMS CERO TRES, son invertidos por el Municipio de San Salvador en la Reestructuración de Pasivos e Inversiones en Proyectos de conformidad con el Artículo cinco de la Ley de Creación del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios de El Salvador (FODES).

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

## Instrumentos Clasificados

Características de los instrumentos clasificados:

Cuadro 2: Detalle de la Emisión	
<b>Monto</b>	US\$61,995,000.0
<b>Tasa Rendimiento a Inversionistas</b>	6.25% y 7.25%
<b>Plazo</b>	15 años
<b>Periodicidad Amortización de Capital</b>	Mensual
<b>Periodicidad Pago Intereses</b>	Mensual
<b>Monto a Ceder por el Municipio Mensual</b>	US\$ 586,000
<b>Destino de los Fondos</b>	Reestructuración de Pasivos e Inversiones en Proyectos

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

Cuadro 3: Detalle de Tramo Emitidos <sup>3</sup>				
Tramo	Monto Emisión (US\$)	Plazo (Meses)	Numero de Emisiones	Valor Nominal Unitario (US\$)
Tramo 1	9,300,000.0	60	93,000	100
Tramo 2	43,396,000.0	180	433,960	97.07

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

El monto de la emisión fue de hasta US\$61,995,000, representada al menos por un tramo. Cabe mencionar que los montos de los Valores de Titularización están representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta y denominaciones en dólares de los Estados Unidos de América (US\$). La negociación de la emisión será en oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsas.

Los flujos a ceder al Fondo de Titularización en los 180 meses que dure la emisión se realizarán de acuerdo al cuadro 11 que se encuentra a final del presente documento. Los intereses se pagan de forma mensual y consecutiva para el tramo sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante el período de vigencia de la emisión.

### Destino de los Fondos

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

## Descripción de la Estructura

### Cesión de Derechos de Flujos Futuros

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

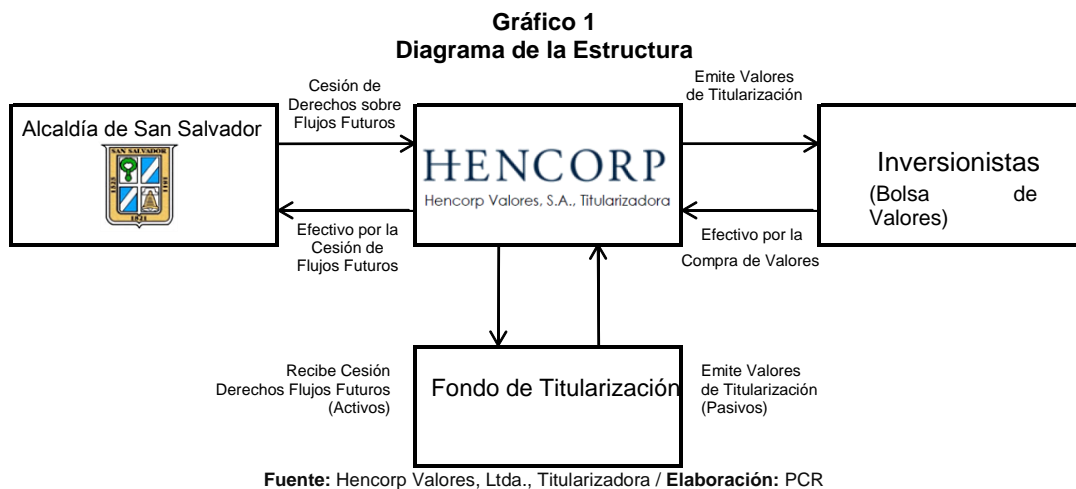
1. El producto de los impuestos, tasas y contribuciones municipales;
2. El producto de las penas o sanciones pecuniarias de toda índole impuestas por la autoridad municipal competente, así como el de aquellas penas o sanciones que se liquiden con destino al municipio de conformidad a otras leyes. Igualmente,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

<sup>3</sup> Información proporcionada por la Bolsa de Valores de El Salvador.

10. El aporte proveniente del FONDO PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL DE LOS MUNICIPIOS (FODES) establecido en el inciso tercero del Artículo doscientos siete de la Constitución en la forma y cuantía que fije la ley y conforme lo determina el inciso segundo del artículo cinco de La LEY DE CREACIÓN DEL FONDO PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL DE LOS MUNICIPIOS
11. Las contribuciones y derechos especiales previstos en otras leyes;
12. El producto de los empréstitos, préstamos y demás operaciones de crédito que obtenga;
13. El precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles municipales que efectuare;
14. Los aportes especiales o extraordinarios que le acuerden organismos estatales o autónomos;
15. Cualquiera otra que determinen las leyes, reglamentos u ordenanzas.<sup>4</sup>

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

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



#### Operatividad de la Estructura de Titularización

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

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

#### Prelación de Pagos

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

1. El pago de Deuda Tributaria;
2. Se le pagarán las obligaciones a favor de Tenedores de Valores emitidos con cargo al FTHVAMS 03;
3. Se imputará otros saldos adeudados a terceros;
4. Se pagarán las Comisiones de gestión a favor de la Titularizadora.

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

<sup>4</sup> Art. 63, Código Municipal de El Salvador

### **Forma y Lugar de Pago**

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

### **Procedimiento en Caso de Mora**

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

### **Caducidad del plazo de la emisión**

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

## **Mecanismos de Cobertura y Resguardos Financieros**

---

### **Mecanismos de Cobertura**

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

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

### **Resguardos Financieros**

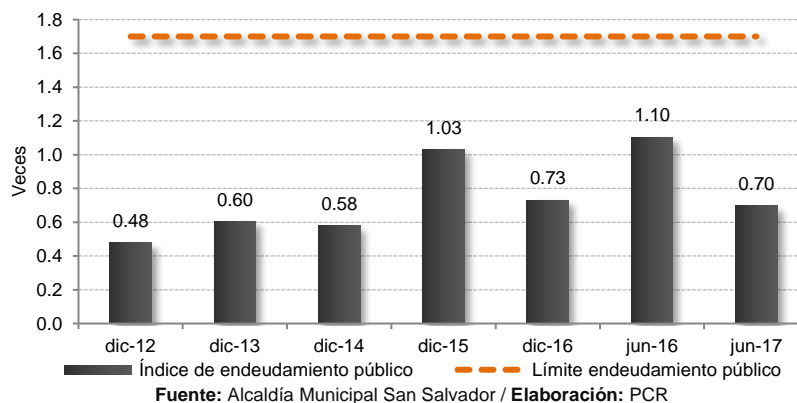
Durante la vigencia de la titularización, el ratio de endeudamiento municipal del originador no deberá ser mayor a 1.7 veces. El límite de endeudamiento público municipal estará determinado por la siguiente relación: saldo deuda pública municipal sobre ingresos operacionales del ejercicio fiscal anterior.

- La deuda pública municipal, son todos aquellos créditos adquiridos (deuda generadora de intereses) definida en la cuenta del Balance General como Endeudamiento Interno y Endeudamiento Externo cuyos vencimientos sean mayores de un año.
- Ingreso operacional<sup>5</sup>, los ingresos corrientes más las transferencias del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios (FODES).

---

<sup>5</sup> Calculados como Ingresos corrientes + Transferencias de Capital del Sector Público expresados en el estado de clasificación económica de ingresos de la alcaldía municipal de Sonsonate, en base al procedimiento determinado por la Dirección General de Contabilidad Gubernamental.

**Gráfico 2**  
**Índice de Endeudamiento Municipal**



A junio 2017, el ratio de endeudamiento municipal de la Alcaldía de San Salvador se ubicó en 0.94 veces, resultando menor que al cierre del mismo período anterior (1.10 veces), producto del crecimiento interanual de ingresos corrientes (+46.4%) y a la disminución del endeudamiento público (-6.2%). A la fecha de análisis, dicho indicador se posicionó por abajo del máximo permitido por la ley reguladora de endeudamiento público municipal que es de 1.70 veces, según el artículo 5 de dicha Ley.

Luego del ajuste contable realizado de acuerdo al Memorando AMSS/DC – 16.06.2017 con fecha 19 de junio 2017 en la cuenta de ingresos corrientes por multas e intereses, el ratio de endeudamiento municipal en diciembre 2016, antes del ajuste pasó de reportar un ratio de 0.98 veces a un ratio de 0.73 veces. Ante lo anterior, el auditor externo que dictaminó los Estados Financieros otorgó una opinión favorable sobre los mismos.

### **Análisis de la Estructura**

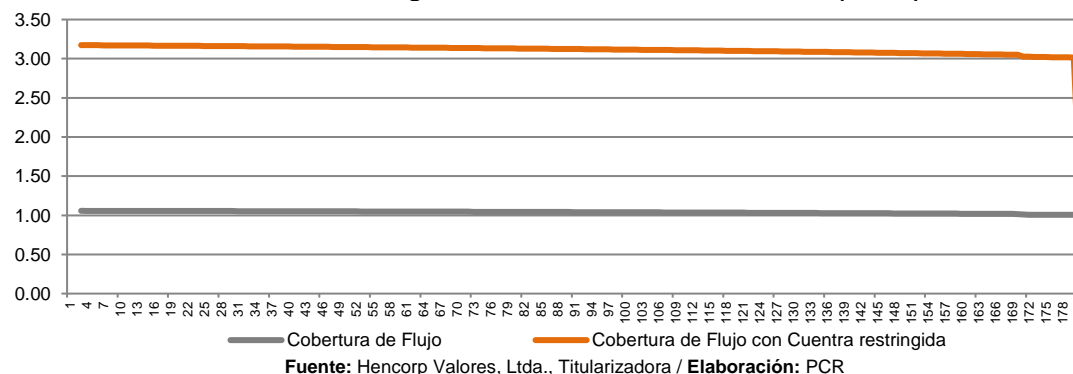
La clasificación de riesgo tiene como finalidad dar una opinión sobre el riesgo de incumplimiento en el pago de los intereses y la amortización del principal, derivado de los valores emitidos con cargo al Fondo de Titularización FTHVAMS 03. Por lo tanto, al cierre de junio 2017, luego de analizar los factores cuantitativos y cualitativos de los derechos sobre los flujos futuros titularizados, el nivel crediticio del Originador (Municipio de San Salvador), la estructura de titularización propuesta, el operador de las cuentas del Fondo de Titularización, el monto, el Tratamiento y Prevención de Desvío de Fondos y, finalmente, los aspectos legales involucrados en toda la transacción. Puede afirmarse que el fondo de titularización cuenta con la cobertura necesaria para pagar a los inversionistas e incluso generar excedentes para la devolución al originador.

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

### **Cobertura del Flujo del Fondo de Titularización**

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

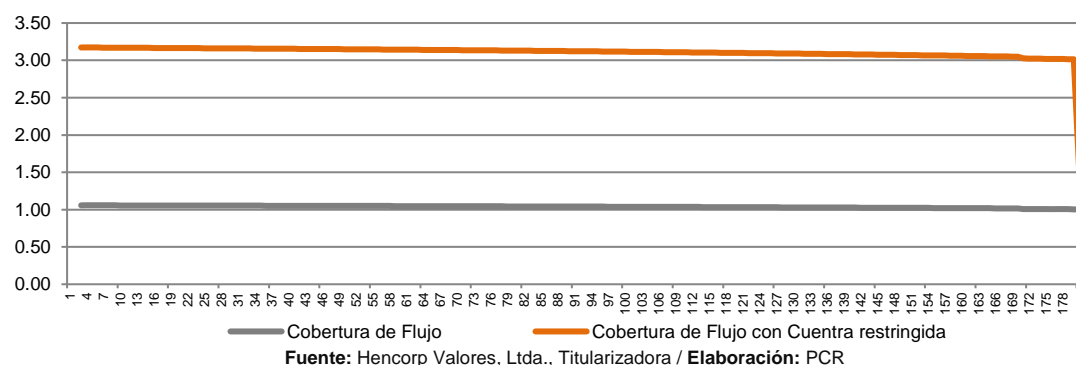
**Gráfico 3**  
**Cobertura de obligaciones del Fondo de Titularización (Veces)**



De acuerdo a las características de la emisión de titularización, la tasa de interés puede ser fija o variable (esta se definirá al momento de la colocación en la BVES), por lo cual se considera cierto riesgo de tasa de interés.

Debido a esto se ha proyectado un escenario pesimista, aumentando la variable de tasa de interés a un 7.25%. Con dicha tasa se puede observar que el flujo sigue siendo solvente, ya que los ingresos del fondo cubren sus egresos en 1.06 veces.

**Gráfico 4**  
**Cobertura de obligaciones del Fondo de Titularización estresado por tasa de interés al 7.25% (Veces)**



## 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 en El Salvador, la cual se denominó Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, actualmente denominada Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, es el brindarle liquidez a activos propiedad del sector corporativo salvadoreño y regional, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales. El objetivo de la organización consiste en introducir mecanismos adicionales que provean financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzcan nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables.

### Accionistas y Consejo de Gerentes

En el siguiente cuadro se detallan los principales accionistas de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora:

Cuadro 4: Accionistas de Sociedad Titularizadora	
Accionista	Participación Accionaria
Hencorp, Inc.	77.50%
Eduardo Alfaro Barillas	16.20%
FHH Corp.	6.30%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

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

En tanto, el Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora está compuesto de la siguiente manera:

Cuadro 5: Consejo de Gerentes de Sociedad Titularizadora	
Raúl Henríquez Marroquín	Gerente Presidente
Eduardo Alfaro Barillas	Gerente Secretario
Víctor Manuel Henríquez	Gerente Administrativo
Jaime Guillermo Dunn de Ávila	Gerente Administrativo
Felipe Holguín	Gerente Suplente
Rafael Antonio Mejía	Gerente Suplente
José Miguel Valencia Artiga	Gerente Suplente
Víctor Guillermo Quijano	Gerente Suplente

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. Actualmente la empresa cuenta con doce emisiones autorizadas por la Bolsa de Valores.

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

## Entorno Económico

### Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE) y Producto Interno Bruto (PIB).

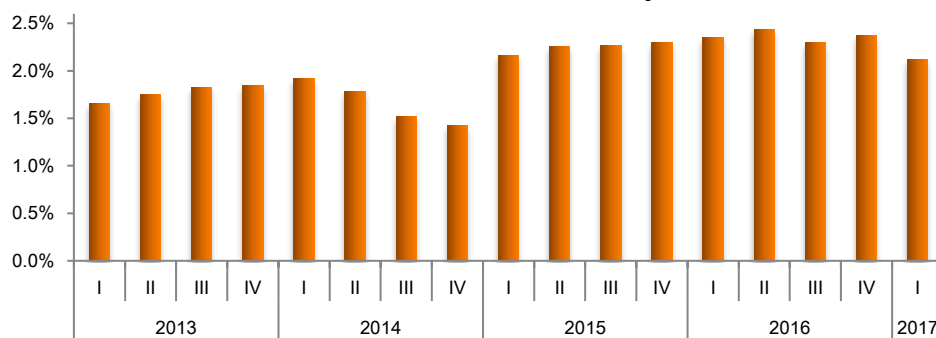
Las diferentes ramas de la actividad económica presentaron en general un comportamiento positivo y el índice de volumen de las actividades también reflejó una evolución positiva ascendiendo para mayo 2017 a 2.1 (2.3 a mayo de 2016).

Al considerar la participación de cada actividad económica dentro del PIB, la mayor contribución fue dada principalmente por el dinamismo en los rubros de: Comercio, Restaurantes y Hoteles; Agricultura, Caza, Silvicultura y Pesca; Industria Manufacturera y Minas; Transporte, Almacenaje y Comunicaciones; donde su participación global alcanzó el 65.4% del total.

El Producto Interno Bruto a precios constantes registró una variación interanual positiva, pasando de USD 2,550.26 millones en marzo de 2016 a USD 2,609.65 millones en marzo 2017, mayor en USD 59.39 millones.

Al cierre del primer trimestre el 2017, el PIB a precios constantes ascendió a 2.33% superior a lo mostrado al mismo período del año anterior.

**Gráfico 5**  
**Variaciones Anuales PIB Constante a junio 2017**



Fuente: Banco central de Reserva / Elaborado: PCR

**Cuadro 6: Producto Interno Bruto Anual**  
**Actividades Económicas**

**A precios constantes de 1990. Porcentajes de variación anual trimestrales (I Trimestre)**

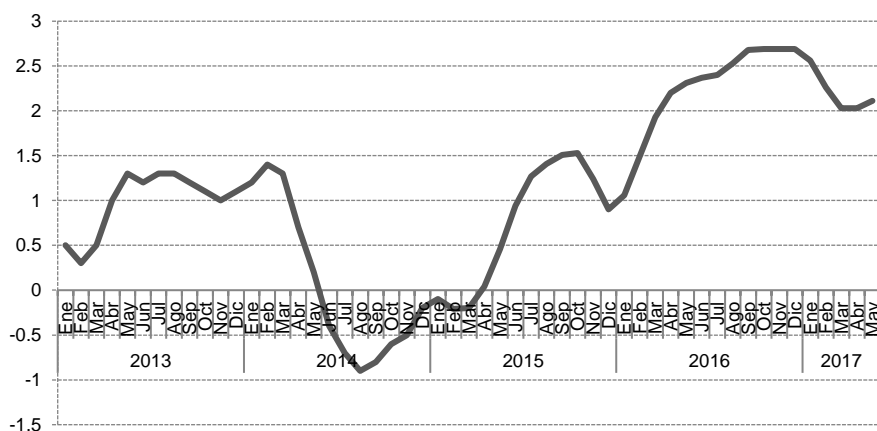
CONCEPTOS	2013	2014	2015	2016	2017
1. Agricultura, Caza, Silvicultura y Pesca	-0.70	1.91	-1.30	2.89	3.18
2. Industria Manufacturera y Minas	3.42	1.13	3.38	2.37	1.47
3. Electricidad Gas y Agua	1.47	2.10	-0.14	0.17	-1.52
4. Construcción	-0.44	-7.51	0.15	1.05	3.11
5. Comercio, Restaurantes y Hoteles	1.14	2.82	2.91	2.07	2.77
6. Transporte, Almacenaje y Comunicaciones	1.33	2.69	1.43	1.74	1.07
7. Establecimientos Financieros y Seguros	3.67	4.04	1.45	0.80	3.14
8. Bienes Inmuebles y Servicios Prestados a las Empresas	3.32	2.51	3.97	3.37	4.63
9. Alquileres de Vivienda	0.82	0.76	0.95	0.93	0.97
10. Servicios Comunales, Sociales, Personales y Domésticos	1.57	6.15	3.20	2.69	4.09
11. Servicios del Gobierno	3.08	2.28	0.29	2.09	1.82
12. Menos: Servicios Bancarios Imputados	2.70	3.05	0.36	1.07	2.65
13. Más: Otros Elementos del PIB	1.43	1.88	4.27	1.98	2.99
<b>PIB a precios constantes al Primer Trimestre de cada año</b>	<b>1.65</b>	<b>1.92</b>	<b>2.17</b>	<b>2.14</b>	<b>2.33</b>

Fuente: Banco central de Reserva / Elaborado: PCR



El índice del volumen de la actividad económica (IVAE), indicador que no mide el PIB, sino que brinda una señal de la tendencia de corto plazo de las actividades productivas, al mes de mayo de 2017, mostró un crecimiento anual de 2.1% menor al 0.2% registrado el mismo período del año 2016.

**Gráfico 6**  
**IVAE: mayo 2017**  
**Variaciones Anuales (%)**



## Análisis del Originador

### Reseña

San Salvador es un municipio de El Salvador, perteneciente al departamento de San Salvador. Dicho departamento está compuesto por 19 municipios, siendo la cabecera de éste el municipio de San Salvador. El municipio de San Salvador está limitado al norte por Cuscatancingo, Mejicanos y Nejapa; al este por Soyapango, Ciudad Delgado y San Marcos; al sur por San Marcos y Panchimalco y al oeste por Antiguo Cuscatlán y Santa Tecla. De acuerdo al Plan de Competitividad Municipal de San Salvador 2012-2016 FUNDE, el municipio de San Salvador tiene una población de 316,600 habitantes, una densidad poblacional de 4,383 habitantes por Km<sup>2</sup> y una extensión territorial de 72,25 km<sup>2</sup>.

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

### 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 San Salvador, actualmente es gobernado por el Alcalde Nayib Armando Bukele. Le acompañan un síndico, doce concejales propietarios, cuatro concejales suplentes y un secretario; todos comenzaron labores el 1ro. de mayo de 2015. Las funciones y facultades de este gobierno están enmarcadas dentro de la normativa del Código Municipal.

Cuadro 7: Concejo Municipal	
Nombre	Cargo
Nayib Armando Bukele	Alcalde Municipal
José Fabio Castillo	Concejal
Morena Elizabeth Castaneda	Concejal
Jaime Alberto Hill Argüello	Concejal
Cecilio Vidal Sibrián Gálvez	Concejal
Rodolfo Armando Pérez Valladares	Concejal
Luis Héctor Morales García	Concejal
Edwin Victor Alejandro Zamora	Concejal
Gerardo José Calderón Aguirre	Concejal
German Alejandro Muñoz Herrera	Concejal
Edwin Patricio Nuñez Alguera	Concejal
Mélida Luz Fonseca de Suadi	Concejal
Ana María Redaelli Argueta	Concejal
María Soledad Briones de Zamora	Concejal
Mario Edgardo Duran Gavidia	Concejal
Christian Oscar Orlando Aparicio	Concejal
Gloria Angélica Figueroa de Rosa	Concejal

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

### Administración de Riesgo

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

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

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

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

### Hechos de Importancia

- El Departamento de Contabilidad del Gobierno de San Salvador, el 19 de junio de 2017 emitió Memorando AMSS/DC-16.06.2017, a través del cual informa el ajuste realizado al saldo en la partida contable de la mora tributaria al cierre de diciembre 2016. La modificación que se realizó fue debido a que la Gerencia de Tecnología de la Información en donde determinó la cantidad de US\$21,318,253.15 correspondía a multas e intereses generados durante el período 2016, y en inicio fueron aplicados como un ajuste de años anteriores, siendo una cifra significativa que a criterio de Contabilidad y la Dirección de Finanzas debía ser contabilizado en el período que se generó para no afectar la razonabilidad de las cifras. El auditor externo que dictaminó los Estados Financieros, otorgó una opinión favorable sobre los mismos.
- El 18 de marzo de 2016 se recibió desembolso de préstamo del BAC por US\$4.0 millones tasa del 8% y a un plazo de 3 años, pago de capital e interés mensual.
- El 18 de marzo de 2016 se recibió desembolso de préstamo de Banco G&T por US\$2.0 millones tasa del 8.5% y a un plazo de 3 años, pago de capital e interés mensual.
- El 29 de febrero, 95 empleados municipales se acogieron al decreto de retiro voluntario. Pago de las cuotas de marzo a agosto 2016.
- El día 16 de febrero de 2016 se firmó segunda OIP entre CAESS y AMSS por contrato de concesión de luminarias.

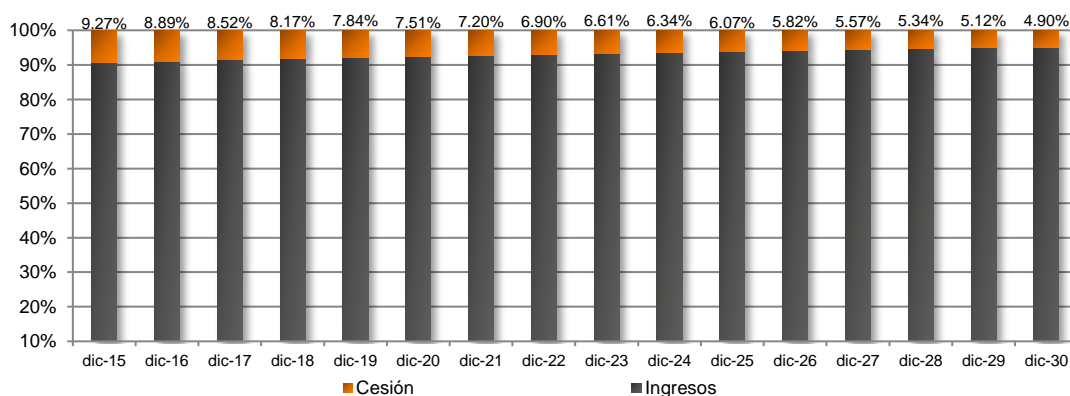
- El primero de mayo de 2015, tomó las riendas de la comuna el nuevo consejo municipal del parte FMLN.
- En marzo del 2015 se realizaron elecciones, resultando como ganador de la comuna Nayib Bukele que pertenece al partido FMLN.

## Perspectivas de Mediano y Largo Plazo del Originador

La Alcaldía Municipal de San Salvador pretende ceder los derechos sobre los flujos financieros futuros provenientes de todos los ingresos percibidos para obtener financiamiento de US\$61,995,000.0, los cuales son utilizados en la Reestructuración de Pasivos e Inversiones en Proyectos de conformidad con el Artículo cinco de la Ley de Creación del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios de El Salvador (FODES).

El monto anual que la Alcaldía Municipal de San Salvador deberá de destinar al Fondo de Titularización para cumplir con la titularización será de \$7,032,000.00. De acuerdo a las proyecciones realizadas, la cesión anual no será mayor al 9.3% de los ingresos totales de la municipalidad. Al cierre de junio 2017, la cesión de flujo anual real representó el 6.0% de los ingresos totales.

**Gráfico 7**  
**Proyección Ingresos Municipales vs Cesión Anual.**



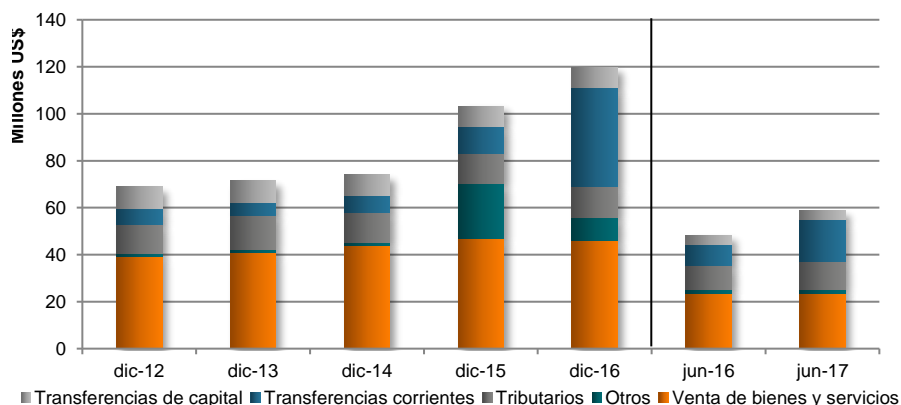
Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

## Análisis Financiero del Originador

### Análisis de Resultados

Al 30 de junio de 2017, se registraron ingresos de gestión por un total de US\$58.8 millones, cifra superior en US\$10.6 millones respecto a lo registrado en el mismo periodo del año anterior. Los ingresos estuvieron constituidos principalmente por: ingresos por venta de bienes y servicios, los mismos que ascendieron a US\$23.3 millones, seguido por los ingresos por transferencias corrientes recibidas e ingresos tributarios, los cuales reflejaron un monto de US\$17.5 millones y US\$12.3 millones respectivamente.

**Gráfico 8**  
**Ingresos de Gestión (En Millones US\$)**

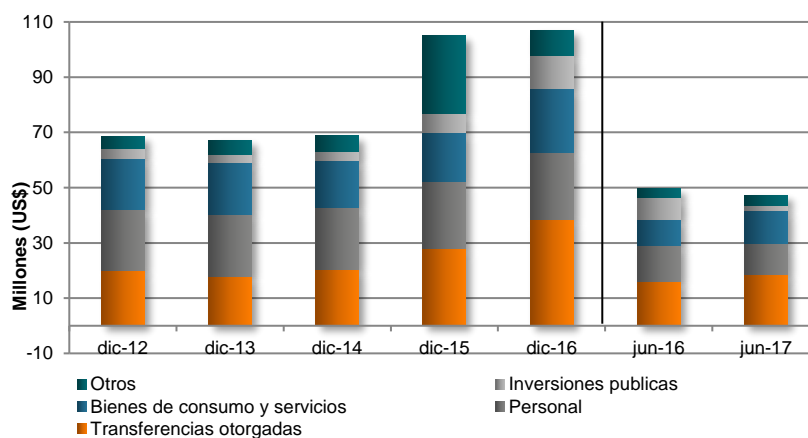


Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

Respecto a los gastos de gestión presentados por el Municipio al 30 de junio de 2017, estos mostraron una tendencia decreciente respecto al mismo período del año anterior. En este sentido, al cierre de junio 2017, el total de gastos ascendió a US\$47.3 millones, siendo estos inferiores en US\$2.4 millones respecto a los registrados en el mismo período del año anterior, que ascendían a US\$49.7 millones (-4.9%).

Luego del ajuste contable realizado de acuerdo al Memorando AMSS/DC – 16.06.2017 con fecha 19 de junio 2017 en la cuenta de ingresos corrientes por multas e intereses, los ingresos por gestión de la Alcaldía en diciembre de 2016, antes del ajuste pasaron de reflejar un saldo de US\$98.4 millones a un saldo de US\$119.8 millones. Ante lo anterior, el auditor externo que dictaminó los Estados Financieros, otorgó una opinión favorable sobre los mismos.

**Gráfico 9**  
**Gastos de Gestión (En Millones US\$)**



Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador/ Elaboración: PCR

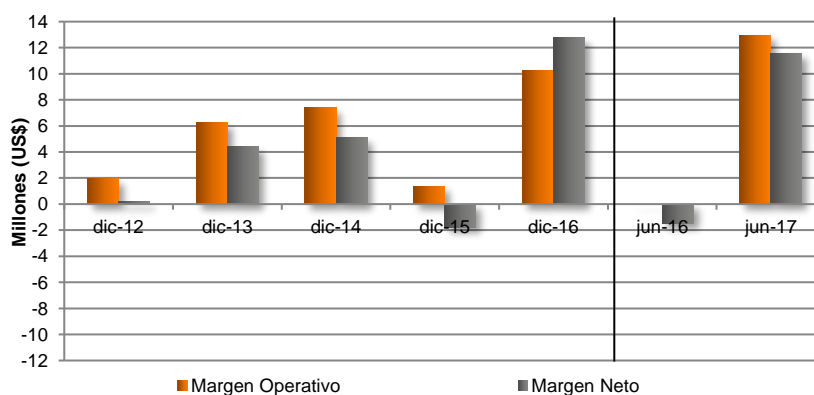
Es necesario destacar que los gastos de transferencias otorgadas presentaron un incremento interanual importante de US\$2.3 millones. Por su parte, los gastos de inversiones públicas y gastos de personal reflejaron una disminución de US\$1.5 millones y US\$5.4 millones, respectivamente.

Al 30 de junio de 2017, la Alcaldía Municipal de San Salvador mostró un margen operativo positivo de US\$13.0 millones, superando el déficit registrado en el mismo período del año previo, cuando registro un saldo negativo de US\$9.8 miles.

La comuna presentó un margen neto positivo a junio 2017, el cual se ubicó en US\$11.6 millones, superior en US\$10.1 millones respecto al resultado obtenido en el mismo período del año anterior, cuando reflejó una pérdida de US\$1.5 millones. Dicha variación fue impulsada principalmente por el incremento en los ingresos de transferencias corrientes recibidas, el cual representa el 37.0% del total de ingresos, mismo que mostró un incremento de US\$8.6 millones respecto a junio 2016.

Luego del ajuste contable realizado de acuerdo al Memorando AMSS/DC – 16.06.2017 con fecha 19 de junio 2017 en la cuenta de ingresos corrientes por multas e intereses, el margen operativo de la Alcaldía a diciembre de 2016, antes del ajuste pasó de reflejar un saldo negativo de US\$11.1 a un saldo positivo de US\$10.2 millones. Asimismo, el margen neto pasó de reportar un margen negativo de US\$8.6 millones a un margen positivo de US\$12.8 millones. Ante lo anterior, el auditor externo que dictaminó los Estados Financieros, otorgó una opinión favorable sobre los mismos.

**Gráfico 10**  
**Margen Operativo y Margen del Ejercicio (En millones US\$)**



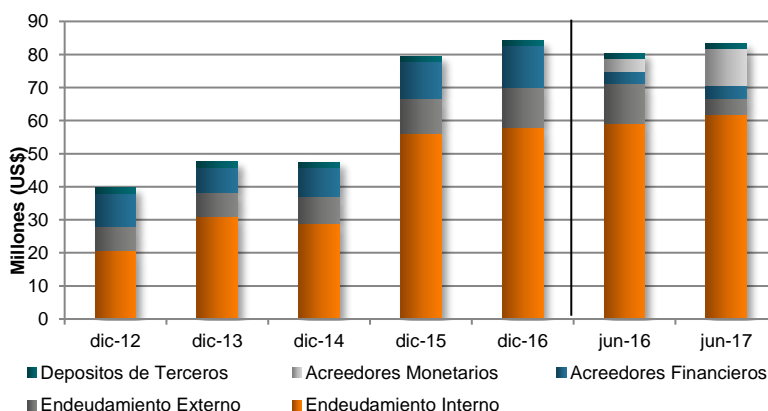
Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

### Análisis de Endeudamiento

A junio 2017, el total de pasivos del municipio se ubicó en US\$83.4 millones y presentó un aumento del 3.8% respecto al año anterior. Dicho incremento fue impulsado principalmente por un alza en el saldo de deuda corriente; específicamente en las cuentas de depósitos a terceros y acreedores monetarios, los

cuales se ubicaron en US\$1.6 millones y US\$11.1 millones y representaron el 1.9% y 13.4% del total de obligaciones respectivamente.

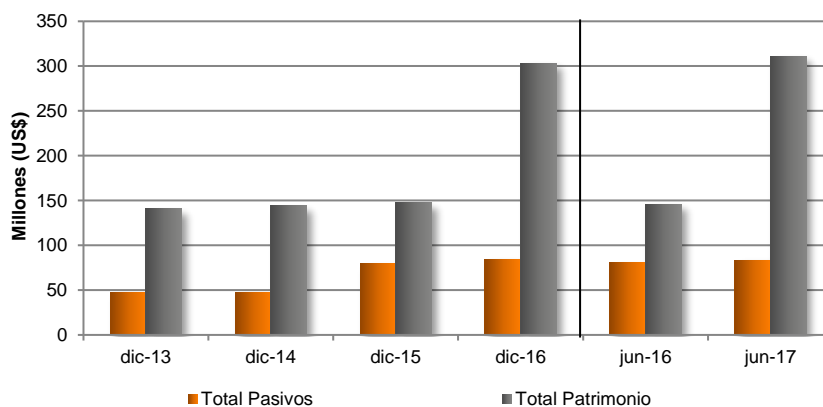
**Gráfico 11**  
**Total de Obligaciones (En millones US\$)**



Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

Por otro lado, el patrimonio del municipio presentó, a junio 2017, un monto de US\$311.2 millones, cifra superior en US\$165.2 millones (+113.1%) respecto a la presentada en el mismo período del año previo, la cual ascendía a US\$146.1 millones, esto debido al aumento de US\$159.0 millones en el resultado de ejercicios anteriores, pasando de US\$50.5 millones en junio 2016 a US\$209.5 millones en junio 2017.

**Gráfico 12**  
**Total Pasivo y Patrimonio (En millones US\$)**



Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

### Análisis de Liquidez

Al analizar la capacidad de pago de la alcaldía, a través del comparativo de sus disponibilidades versus sus obligaciones en el corto plazo. Al cierre de junio 2017, el ratio de liquidez<sup>6</sup> (que mide la capacidad de cubrir sus pasivos corrientes con sus activos corrientes) presentó una relación de 2.7 veces, contando con la liquidez necesaria para cubrir las obligaciones en el corto plazo. El anterior ratio es superior en 6.3 veces al presentado en junio 2016.

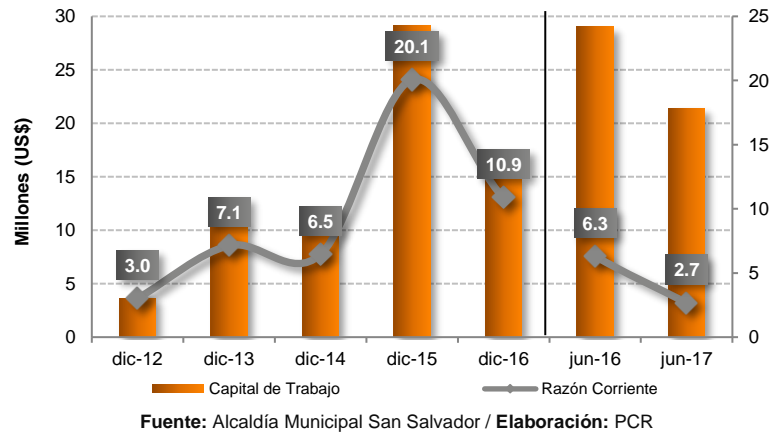
A la fecha de análisis, al capital de trabajo neto<sup>7</sup> del municipio ascendió a US\$21.4 millones, cifra inferior en US\$7.6 millones al presentado en el mismo período del año previo; los activos corrientes cubrieron la totalidad de las obligaciones inmediatas de la institución.

Es necesario destacar que la emisión de la titularización de flujos VTHVAMS03 salió al mercado en noviembre de 2015, por ello se observa el crecimiento de la liquidez de la comuna al cierre del 2015.

<sup>6</sup> Liquidez= Activos Corrientes sobre Pasivos Corrientes.

<sup>7</sup> Capital Neto de Trabajo= Activos Corrientes - Pasivos Corrientes.

**Gráfico 13**  
**Indicadores de Liquidez**



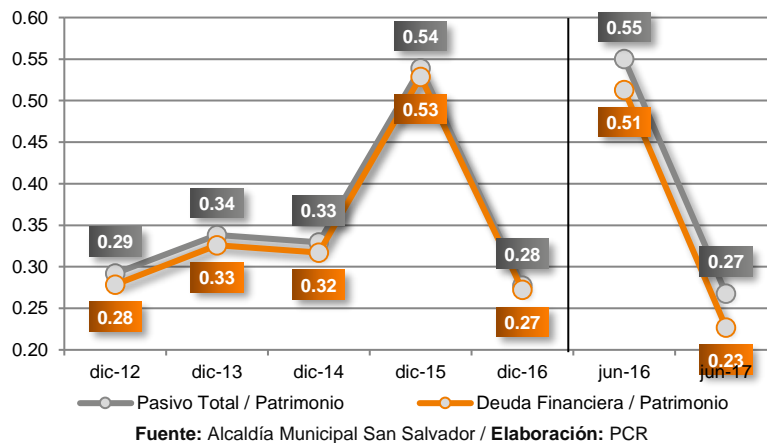
### Análisis de Solvencia

Es importante hacer énfasis que el Municipio estará en un escenario estable en términos de solvencia, en la medida que su patrimonio respalde de manera suficiente al total de pasivos. En este sentido, el indicador de endeudamiento patrimonial<sup>8</sup> de la alcaldía al cierre de junio 2017 fue de 0.27 veces, dicho ratio es menor en 0.26 veces al presentado en el mismo período del año 2015, que fue de 0.54 veces.

El ratio de deuda financiera contra patrimonio, a la fecha de análisis fue de 0.27 veces, mostró un decremento de 0.28 veces respecto a junio 2016, cuando se ubicó en 0.55 veces. Dicho comportamiento ha sido impulsado por el crecimiento del patrimonio observado durante el período de estudio.

Por lo tanto, al término del periodo analizado, el municipio posee un escenario adecuado y satisfactorio en términos de solvencia, ya que su patrimonio respalda de manera suficiente al total de obligaciones que posee.

**Gráfico 14**  
**Endeudamiento Patrimonial (Veces)**



### Proyecciones Financieras

Al analizar las proyecciones de acuerdo a la metodología de PCR, el emisor muestra adecuados niveles de solvencia, liquidez y rentabilidad, los cuales se consideran razonables y sin ninguna variación que afecte el desempeño financiero de la emisión.

A continuación, se muestra el Estado de Flujo de Efectivo proyectado de acuerdo al escenario base presentado por Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora:

Dicho escenario base consta de los siguientes supuestos:

- Crecimiento Promedio Ponderado de los Ingresos Tributarios 2.71%.
- Para los Ingresos Financieros y otros, un rendimiento en las inversiones del 1.08%.
- En Gastos de Personal, un crecimiento del 3.00% por la inflación promedio de los últimos 5 años más 1% adicional.
- Para los Anticipos de Fondos un crecimiento conservador de Largo Plazo del 3.00%

<sup>8</sup> Endeudamiento patrimonial= Pasivo Total sobre Patrimonio.

- e) En Inversiones Temporales un decreciendo anualmente a partir del año 2 del US\$2,000,000
- f) Un Crecimiento promedio ponderado de la mora del 6.94%.
- g) Para las Inversiones Institucionales un crecimiento conservador de Largo Plazo del 3.00%
- h) Para los Depósitos de Terceros, un crecimiento conservador de Largo Plazo del 2.00%
- i) Para los Acreedores Financieros, un crecimiento conservador de Largo Plazo del 2.00%.

Cuadro 8: Estado de Flujo de Efectivo Proyectados (En miles de US\$)										
Cuentas	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Utilidad Bruta (sin inc Inversión Pública)	8,775	9,749	10,763	11,836	12,972	14,177	15,466	16,829	18,271	19,796
Depreciaciones	1,868	1,798	1,712	1,627	1,544	1,461	1,380	1,301	1,223	1,147
Mora	-6,655	-7,118	-7,612	-8,140	-8,706	-9,310	-9,956	-	-	-
Cambios en Capital de Trabajo (sin inc. Mora)	181	2,185	2,188	2,191	1,875	199	202	206	210	214
<b>Flujo de Efectivo Operativo</b>	<b>4,170</b>	<b>6,614</b>	<b>7,051</b>	<b>7,515</b>	<b>7,686</b>	<b>6,527</b>	<b>7,092</b>	<b>7,688</b>	<b>8,316</b>	<b>8,979</b>
Gasto de Inversión Pública	-2,774	-34,774	-4,774	-4,774	-4,454	-2,774	-2,774	-2,774	-2,774	-3,774
Inversiones Financieras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones en Bienes Depreciables y No Depreciables	-445	-446	-448	-449	-450	-451	-453	-454	-456	-457
Inversiones en Proyectos en proceso	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Efectivo por Actividades de Inversión</b>	<b>-3,219</b>	<b>-35,221</b>	<b>-5,222</b>	<b>-5,223</b>	<b>-4,904</b>	<b>-3,226</b>	<b>-3,227</b>	<b>-3,228</b>	<b>-3,230</b>	<b>-4,231</b>
Financiamiento con terceros	32,694	-2,770	-2,964	-3,173	-3,398	-3,640	-3,901	-4,182	-4,484	-4,811
Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Efectivo por Actividades de Financiamiento</b>	<b>32,694</b>	<b>-2,770</b>	<b>-2,964</b>	<b>-3,173</b>	<b>-3,398</b>	<b>-3,640</b>	<b>-3,901</b>	<b>-4,182</b>	<b>-4,484</b>	<b>-4,811</b>
<b>Flujo de Efectivo del Periodo</b>	<b>33,644</b>	<b>-31,376</b>	<b>-1,134</b>	<b>-881</b>	<b>-616</b>	<b>-339</b>	<b>-36</b>	<b>278</b>	<b>602</b>	<b>-63</b>
Flujo de Efectivo del Inicio del Periodo	1,368	35,012	3,636	2,501	1,620	1,004	665	629	907	1,509
Flujo de Efectivo del Final del Periodo	35,012	3,636	2,501	1,620	1,004	665	629	907	1,509	1,446

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

## Resumen de Estados Financieros

Cuadro 9: Estado de Situación Financiera (En miles US\$)							
Componentes	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
<b>Fondos</b>	<b>4,112</b>	<b>4,569</b>	<b>2,290</b>	<b>27,864</b>	<b>4,106</b>	<b>18,931</b>	<b>26,685</b>
Disponibilidades	3,465	4,171	1,368	23,798	1,597	8,042	4,559
Anticipos de Fondos	647	397	922	4,066	2,509	2,697	3,634
Deudores Monetarios	-	-	-	-	-	8,192	18,492
<b>Inversiones Financieras</b>	<b>83,624</b>	<b>97,498</b>	<b>103,976</b>	<b>108,059</b>	<b>287,333</b>	<b>116,072</b>	<b>278,296</b>
Inversiones Temporales	1,000	6,480	7,680	1,700	11,500	14,500	6,500
Inversiones Permanentes	281	281	281	363	364	363	364
Inversiones en Prestamos, Largo Plazo	20	20	20	20	13	13	13
Deudores Financieros	82,131	90,549	95,851	105,803	275,247	100,996	271,209
Inversiones Intangibles	192	167	143	174	209	201	210
<b>Inversiones en Existencias</b>	<b>292</b>	<b>1,270</b>	<b>1,315</b>	<b>1,091</b>	<b>930</b>	<b>1,068</b>	<b>986</b>
Inversiones Institucionales	292	1,270	1,315	1,091	930	1,068	986
<b>Inversiones en Bienes de Uso</b>	<b>84,622</b>	<b>83,959</b>	<b>83,271</b>	<b>89,189</b>	<b>93,160</b>	<b>89,462</b>	<b>86,899</b>
Bienes depreciables	32,216	31,461	30,775	36,693	40,667	36,966	34,406
Bienes no depreciables	52,406	52,498	52,496	52,496	52,493	52,496	52,493
<b>Inversiones en Proyectos y Programas</b>	<b>2,724</b>	<b>1,065</b>	<b>692</b>	<b>840</b>	<b>1,820</b>	<b>920</b>	<b>1,772</b>
Inversiones en bienes privados	2,085	420	530	633	1,664	711	1,632
Inversiones de uso Público y Desarrollo	638	646	162	207	156	209	140
<b>Total Activos</b>	<b>175,374</b>	<b>188,360</b>	<b>191,544</b>	<b>227,043</b>	<b>387,348</b>	<b>226,453</b>	<b>394,638</b>
<b>Deuda Corriente</b>	<b>1,789</b>	<b>1,726</b>	<b>1,748</b>	<b>1,528</b>	<b>1,520</b>	<b>5,467</b>	<b>12,754</b>
Depósitos de Terceros	1,789	1,726	1,748	1,528	1,520	1,577	1,619
Acreedores Monetarios	-	-	-	-	-	3,891	11,136
<b>Financiamiento de Terceros</b>	<b>37,835</b>	<b>45,882</b>	<b>45,702</b>	<b>77,984</b>	<b>82,563</b>	<b>74,901</b>	<b>70,642</b>
Endeudamiento Interno	20,683	30,966	28,794	56,224	57,879	59,144	61,727
Endeudamiento Externo	7,320	7,239	8,211	10,321	12,017	12,017	5,017
Acreedores Financieros	9,831	7,677	8,697	11,439	12,667	3,741	3,898
<b>Total Pasivos</b>	<b>39,624</b>	<b>47,608</b>	<b>47,449</b>	<b>79,511</b>	<b>84,084</b>	<b>80,369</b>	<b>83,396</b>
Patrimonio Municipalidades	9,683	9,683	9,683	9,683	9,683	9,683	9,683
Donaciones y Legados de Bienes	39,091	39,239	39,252	39,252	39,252	39,252	39,252
Resultado Ejercicios Anteriores	45,391	45,929	48,822	52,325	193,475	50,514	209,470
Resultado Ejercicio Corriente	271	4,587	5,166	-1,829	12,753	-	-
Superavit por Revaluación	41,357	41,357	41,357	48,256	48,256	48,256	41,438
Detrimento Patrimonial	-42	-42	-185	-154	-154	-154	-154
Resultado Ejercicio	-	-	-	-	-	-1,466	11,552
<b>Total Patrimonio</b>	<b>135,749</b>	<b>140,752</b>	<b>144,095</b>	<b>147,532</b>	<b>303,264</b>	<b>146,084</b>	<b>311,241</b>

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR



Cuadro 10: Estado de Rendimiento Económico (En miles US\$)							
Componentes	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Ingresos Tributarios	12,700	14,584	12,599	12,849	13,479	10,158	12,280
Ingresos Financieros y otros	80	82	83	92	1,014	893	140
Ingresos por transferencias corrientes recibidas	6,477	5,444	7,504	11,318	41,965	8,939	17,502
Ingresos por transferencias de capital recibidas	9,369	9,217	8,719	8,810	8,688	4,056	4,055
Ingresos por venta de bienes y servicios	39,349	40,964	43,806	46,997	45,981	23,405	23,292
Ingresos por actualizaciones y ajustes	891	1,213	1,258	23,181	8,629	764	1,555
<b>Total Ingresos de Gestión</b>	<b>68,866</b>	<b>71,505</b>	<b>73,968</b>	<b>103,247</b>	<b>119,757</b>	<b>48,217</b>	<b>58,824</b>
Gastos de inversiones publicas	3,710	3,016	3,497	6,649	12,069	7,968	2,092
Gastos de personal	21,945	22,597	22,256	24,309	24,356	12,972	11,492
Gastos en bienes de consumo y servicios	18,576	18,819	16,922	17,785	22,860	9,330	11,707
Gastos de bienes capitalizables	146	136	37	110	263	79	197
Gastos financieros y otros	2,499	3,077	3,482	4,492	5,870	2,992	2,800
Gastos de transferencias otorgadas	20,046	17,735	20,546	28,015	38,525	16,029	18,376
Costo de ventas y cargos calculados	1,528	1,671	1,958	1,747	1,803	191	304
Gastos de actualizaciones y ajustes	224	47	164	21,969	1,260	121	303
<b>Total Gastos de Gestión</b>	<b>68,674</b>	<b>67,099</b>	<b>68,863</b>	<b>105,076</b>	<b>107,004</b>	<b>49,683</b>	<b>47,272</b>
<b>Total Resultados del periodo</b>	<b>192</b>	<b>4,406</b>	<b>5,105</b>	<b>-1,829</b>	<b>12,753</b>	<b>-1,466</b>	<b>11,552</b>

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

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

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

Cuadro 12: Historial de Clasificaciones		
Con información financiera correspondiente a:	Clasificación	Perspectiva
Del 31 de marzo de 2015 al 31 de marzo de 2017	AA	Estable

Elaboración: PCR

### Nota sobre información empleada para el análisis

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de la misma le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido. Con este antecedente y acorde a lo dispuesto en la normativa vigente, PCR es responsable de la opinión emitida en su calificación de riesgo, considerando que en dicha opinión PCR se pronuncia sobre la información utilizada para el análisis, indicando si esta es suficiente o no para emitir una opinión de riesgo, así como también, en el caso de evidenciarse cualquier acción que contradiga las leyes y regulaciones en donde PCR cuenta con mecanismos para pronunciarse al respecto. PCR, sigue y cumple en todos los casos, con procesos internos de debida diligencia para la revisión de la información recibida.

**Anexo 1:**

**Código Municipal de El Salvador, Art 63.**

---

Son ingresos del Municipio:

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