

2014
Diciembre



Fondo de Titularización
Hencorp Valores
Alcaldía Municipal de Sonsonate
Cero Uno

Informe de Clasificación al
31 de Diciembre de 2014

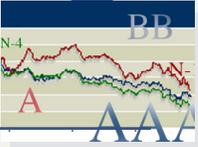
Abril 2015

Clasificación

AL 31 DE DICIEMBRE 2014

	RATING ANTERIOR	RATING ACTUAL
Emisión VTHVASO01	AA	AA
Perspectiva	Estable	Estable
Fecha de reunión del Consejo de Clasificación	27 abril 2015	
Reunión	Ordinaria	

1

1 RATINGS	1	
2 BASES DE CLASIFICACIÓN	2	
3 ANÁLISIS FINANCIERO	9	

Analistas :

Carlos A. Hernandez H.
Miriam Martinez de Parada
Siomara Brizuela Quezada
Rafael Antonio Parada M.

Descripción de la 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.

El signo “+” indica una tendencia ascendente hacia la categoría de clasificación inmediata superior, mientras que el signo “-” indica una tendencia descendente hacia la categoría de clasificación inmediata inferior

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. *art 92 Ley del mercado de valores.* La información financiera utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros al 31 de Diciembre de 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014, así como proyecciones proporcionadas.

CALLE LA JACARANDA PJE.8
#3 URBANIZACIÓN MAQUILISHUAT
SAN SALVADOR
TEL: 2263-3584
GLOBAL.VENTURE@CYT.NET

El rating asignado de es de AA perspectiva estable a los valores de titularización emitidos por Hencorp Valores, S.A. Titularizadora (Hencorp) a través del Fondo de Titularización Alcaldía Municipal de Sonsonate 01 FTHVASOO1, tiene su base en los siguientes aspectos: la fortaleza legal y financiera de la estructura utilizados, por la cesión de todos los derechos sobre flujos financieros futuros provenientes de una porción de los primeros ingresos (el importante monto percibido del Municipio de Sonsonate y de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros) y que servirá para pagar la emisión, así como la adecuada cobertura para el servicio de la deuda según estimaciones y escenarios considerados, la estructura de ingresos propios más amplia, diversa y nivel de ingresos totales, el nivel de endeudamiento, el nivel patrimonial, la experticia del alcalde, la evolución del ciclo económico de la Alcaldía Municipal. La titularización se encuentra respaldada por la cesión que el originador de los flujos de la Alcaldía Municipal, realizará durante todo el plazo de la emisión, es decir todos los derechos de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros. El rating tiene su base en la tendencia histórica de los ingresos totales y los ingresos propios como fuente de recursos, el desarrollo del municipalismo y la descentralización de la inversión pública hacia la municipalidades, el comportamiento económico-financiero y en las variables claves de la Alcaldía Municipal, la estructura de capitales propios, el comportamiento de los ingresos de las propias fuentes, la tendencia del endeudamiento y su historia. La Alcaldía Municipal ha tenido una evolución positiva de su ciclo económico en los últimos años; las perspectivas en el manejo de los factores claves de éxito y de las variables económicas - financieras. La mejora de la estructura de capital le permitirá enfrentar mejor la coyuntura de recesión y crisis que se desarrolla en el país, pero sobre todo las secuelas en las condiciones económicas - financieras de la municipalidad y de su población. La gestión de la exposición al riesgo será clave sobre todo por el impacto que la recesión tendrá en los ingresos de fuentes propias (ingresos tributarios y por venta de bienes y

servicios) y en la mora. La Alcaldía Municipal cuenta con un fuerte índice patrimonial en el largo plazo, con un buen nivel de patrimonio municipal ajustado a riesgo, que será clave para el escenario de riesgo de severo a moderado que se tendrá en los próximos años.

Otros factores que han determinado esta clasificación es el crecimiento del enfoque de territorialidad y desarrollo municipal, la estructura de ingresos de fuentes propias más amplia y diversa. Posee fortalezas de estabilidad que le permiten que los ingresos tenga una diversificación de riesgo, por la fragmentación de los usuarios de la municipalidad.

El tamaño y tipo de contribuyente es un factor importante que mejora la habilidad de la Alcaldía Municipal para diversificar el riesgo y eliminar la vulnerabilidad.

Se está centrando en una nueva estrategia de diversificación de las fuentes de fondos actuales, la cual estaba centrado en cajas de créditos, se está enfilando en la búsqueda de fuentes más baratas y a largo plazo a fin de mejorar el impacto de la Alcaldía.

El mapa de materialidad de riesgos tiene tres categorías: los riesgos previsible que surgen dentro de las operaciones de la Alcaldía Municipal, los riesgos estratégicos y los riesgos externos.

Los riesgos estratégicos de la Alcaldía Municipal, las amenazas que forman esta categoría -es decir, se tiene una cantidad de eventos y tendencias externas que pueden impactar la trayectoria de trabajo institucional y el impacto del trabajo en el municipio. La Alcaldía Municipal voluntariamente acepta el nivel riesgo medio con el fin de implementar su estrategia de mercado social meta, por el nicho de vendedores que atiende con su infraestructura. Esta estrategia con altas expectativas de servicio a este nicho en general obliga a la Alcaldía Municipal a asumir riesgos significativos y la gestión de esos riesgos es un factor clave en el nivel de captura de ingresos potenciales.

En el riesgo estratégico tiene un peso importante el

Antecedentes

La Alcaldía Municipal de Sonsonate. La Alcaldía Mayor de Sonsonate fue una división administrativa del Imperio español, creada en 1540 dentro de la Capitanía General de Guatemala. Esta alcaldía mayor se fusionó con la Intendencia de San Salvador en 1824. Es la cabecera del departamento de Sonsonate, para el año 2007 con una población de 71,541, un 68.7% urbana.

La pobreza relativa del departamento de Sonsonate es 34.7% y de pobreza extrema es de 17%, población que no utiliza una fuente de agua mejorada

39.4%, niños menores de cinco años con peso insuficiente 13%, esperanza de vida 0.79 la tasa de alfabetización 83.3% y la tasa de matriculación combinada 64.3, los años de escolaridad promedio son de 5.2 años, el ingreso percibido estimado \$3,620 (PPA).

El jefe edilicio por tercer periodo consecutivo es José Roberto Aquino Ruiz, militante del partido Alianza Republicana Nacionalista (ARENA). El jefe edilicio fue reelegido para su tercer periodo a cargo de la administración del Municipio de Sonsonate el pasado 11 de marzo de 2012.

municipalismo /sector de vendedores formales, los vendedores informales y la recesión de este sector. En cuanto riesgo relevante se tiene el bajo crecimiento de los ingresos propios, el momento del ciclo económico y el estancamiento nacional. El desarrollo del municipalismo ha pasado por una contracción importante, por la crisis fiscal nacional que agudiza la situación económica- financiera y el desarrollo de proyectos de los municipios.

Estos riesgos estratégicos que pueden irrumpir e incluso afectar los ingresos y gastos, son de nivel medianos para el caso de la Alcaldía Municipal. Está adaptándose a anticipar y manejar estas amenazas sistemáticamente (perfilando mejor el sistema y modelo de trabajo institucional) y en el proceso, convertir algunas de ellas en oportunidades de mejora de los ingresos, la cuantificación de sus riesgos de mercado son medianos; por ser la Alcaldía Municipal procíclica, tiene un nivel de riesgos medianos.

En cuanto los riesgos externos, incontrolable, algunos riesgos surgen de acontecimientos externos a la Alcaldía Municipal y están más allá de su influencia o control. Las fuentes de estos riesgos incluyen desastres naturales, eventos políticos y los principales cambios macroeconómicos.

La estructura organizacional es funcional, simple, flexible, buen nivel gerencial de la línea media, con adaptación mutua y supervisión y está en la etapa de ciclo de gerencia colectiva. Con sistemas de información con un nivel de desarrollo en la línea de base. La Gerencia intermedia debe ir hacia la formalización y estandarización de comportamiento. Subsistemas técnicos en desarrollo con modelos de contingencia. Con valores de efectividad hacia el modelo de metas (implementación de proyectos), hacia el control de la estructura y el enfoque externo.

Mediante la incorporación de estándares de gobernanza (gestión del poder), la Alcaldía Municipal debe adoptar

la práctica de los riesgos previsibles, “manejo de riesgos de su infraestructura y procesos ” que busca integrar las técnicas de manejo de riesgo disponibles en un acercamiento comprensivo que abarca toda la organización y buscar estabilizar las nuevas áreas de ingresos (centro comercial) como fuentes de crecimiento sostenible de sus ingresos propios.

Los años próximos podrían ser de buenas oportunidades de mejora de la estructura de ingresos para la Alcaldía Municipal por el nuevo escenario económico y político que vivirá el país con el nuevo periodo presidencial y por las políticas económicas de reactivación enfocadas en los gobiernos locales y dirigidas a descentralizar en el territorio el presupuesto nacional.

El rating asignado tiene su base en los niveles de los indicadores de actuación de las variables claves: modelo de trabajo, se ha manejado adecuadamente los riesgos previsibles, la Gestión histórica, el índice de Capitalización y de ingresos propios, la adecuación de la Alcaldía en términos de riesgo tanto en escenarios severos como en escenarios adversos.

ANÁLISIS PROSPECTIVO

El entorno y la coyuntura que se perfila para los próximos años por la crisis fiscal global y una débil recuperación, afectará en gran medida el crecimiento económico del país, el cual continúa en crisis. La cartera de contribuyentes fue y será afectada por la recesión y la crisis delincencial, ésto repercutirá en un bajo crecimiento de los ingresos de fuentes propias.

Los ingresos serán afectados de forma fuerte por el nuevo escenario económico y político, ya que el ciclo electoral golpeó fuerte y las secuelas continuarán en los próximos meses. Sin embargo es importante no afectar los niveles actuales y lograr altos niveles de sostenibilidad, debe mejorarse el los proceso claves del modelo de

trabajo. Los factores de protección son suficientes.

El Municipio va a mejorar su situación de fuentes, con el acceso a fondos mediante esta titularización, tanto a corto como a más largo plazo, proporcionándole fuentes a un menor costo que le permitirán ser más competitivo y mejorar su impacto

ENTORNO ECONÓMICO

Según la CEPAL durante 2011, la política fiscal estuvo orientada a cumplir la meta acordada con el Fondo Monetario Internacional (FMI) de un déficit del sector público no financiero (SPNF) equivalente al 3,9% del PIB, incluidos pensiones y fideicomisos (un 4,3% en 2010). En este marco, se hizo un esfuerzo especial para proteger a la población más desfavorecida del alza de precios de los productos básicos por medio del otorgamiento de subsidios al consumo de combustibles.

Se estima que la corrección fiscal ayudó a reducir ligeramente la deuda pública total como proporción del PIB, del 52,8% registrado en 2010 al 52% en 2011 y al 60,9% en 2012.

En el 2012 el déficit del SPNF fue equivalente al 3,4% del PIB, es decir, una disminución respecto de 2011. Este resultado está basado en una tasa de crecimiento del PIB real del 2,5%, así como en la aprobación, por parte de la asamblea legislativa, de medidas para aumentar el ingreso equivalentes al 0,5% del PIB. Según el Ministerio de Hacienda, los principales riesgos del resultado fiscal en 2012 son un crecimiento económico menor y retrasos en la eliminación de subsidios temporales al consumo de combustibles. En el 2011 y el 2012 la deuda del SPNF fue equivalente al 51,7% y del 56,5% del PIB.

Se proyecta para el 2015 un crecimiento cercano al 2,2% y una inflación en torno al 3%.

Fortalezas

- Esquema del Fondo.
- Una estructura 20/80 diversificada de contribuyentes y de ingresos de propias fuentes.
- El nivel de los flujos son suficientes para soportar la cesión requerida para la titularización.
- La estabilidad en los ingresos debido a la tendencia histórica que permite una gran flexibilidad y poder disponer de un recursos cíclico .
- Historial de cumplimiento y endeudamiento bajo.
- La estructura de proyectos sociales le permite ser flexible y disponer de un ciclo corto de los procesos.

Debilidades

- Costo alto del fondeo.
- Cartera de contribuyentes sensible al deterioro por la recesión.
- Costos y gastos de operaciones fuerte.
- Nivel de mora alto.
- Proceso de marketing y promoción.

Oportunidades

- Políticas de desarrollo territorial y municipalidad.
- El Plan de reactivación del gobierno actual.
- Las políticas de reactivación y la inversión que se hará y focalización en la demanda agregada.
- El precio del petróleo, es el más bajo desde 2010. 2008 era de 45 dólares, 2011 era de 107 dólares, en 2012 de 111 dólares y en 2013 de 110 dólares
- Facturas del petróleo entre el 20% y el 30% más barata para el país.
- La caída del petróleo aportará ocho décimas al crecimiento mundial , de siete décimas 2015 y de ocho en 2016 “Una buena noticia para la economía” porque provoca una redistribución de la renta de los países exportadores hacia los consumidores.

Amenazas

- Crisis Fiscal .
- Débil crecimiento de los Estados Unidos y del mundo.
- Tendencia de que la mora se incremente.
- Perspectiva incierta y crecimiento bajo para el 2015 y 2016 (Crecimiento bajo como escenario optimista de nuestra economía). Tasas de crecimiento: 2008 1.3%, 2009 -3.1 %, 2010 1.4%, 2011 2.2% , 2012 1.9 %,2013 1.8%, 2014 2.0%.
- La coyuntura económica y social.
- Crisis económica nacional y sectores claves de la economía en profunda recesión.
- Disminución del poder adquisitivo y baja liquidez de los contribuyentes.

Fondo de Titularización Hencorp Valores
Alcaldía Municipal de Sonsonate 01
Balance General Resumido Al 31 de Diciembre y 30 de junio
en miles de dólares \$ U.S.

	2012 Dic	2013 Dic	2014 Dic	2013 Jun	2014 Jun
Activos corriente	1,548.94	2,010.62	2,450.97	909.23	2,296.67
Bancos	338.94	352.62	518.97	359.23	525.67
Activos en titularización	1,210.00	1,658.00	1,932.00	550.00	1771.00
Activo no corriente	16,902.00	15,134.00	13,041.00	16,902.00	14,168.00
Activos en titularización L.P.	16,902.00	15,134.00	13,041.00	16,902.00	14,168.00
Total Activo	18,450.94	17,144.62	15,491.97	17,811.23	16,464.67
Pasivo Corriente	866.76	1,188.28	1,470.11	663.83	1,469.48
Documentos por pagar	410.54	374.73	310.20	345.56	340.22
Honorarios profesionales por pagar	7.07	14.34	10.21	14.34	15.59
Obligaciones por titularización de activos corto plazo	403.48	780.84	1,115.15	216.22	1,076.76
Pasivos no corriente	17,887.00	17,597.25	14,873.81	17,597.25	15,722.96
Obligaciones por titularización de activo L.P.	12,050.46	11,296.04	10,205.86	12,050.46	10,760.46
Ingresos diferidos	5,836.54	5,252.24	4,667.95	5,546.79	4,962.50
Excedentes Fondo titularización	-302.82	-289.12	-851.95	-449.41	-591.94
Reservas de excedentes anteriores	-	-302.82	-	-302.82	-
Deficit/Excedente ejercicio	-302.82	-591.94	-260.00	-146.59	-135.83
Total Pasivo y Excedentes	18,450.94	17,144.62	15,491.97	17,811.23	16,464.67

Fondo de Titularización Hencorp Valores
Alcaldía Municipal de Sonsonate 01
Estado de Resultado Resumido Al 31 de Diciembre y 30 de junio
en miles de dólares \$ U.S.

	2012	2013	2014	2013 Jun	2014 Jun
Ingresos	118.45	584.29	584.29	289.74	289.74
Ingresos por activos titularizados	118.45	584.29	584.29	289.74	289.74
Total Gastos	421.28	873.41	844.30	436.33	425.58
Gastos de administración y operación	155.60	39.47	38.47	19.73	19.73
Gastos financieros	154.51	752.31	726.96	375.59	366.13
Interes valores titularización	154.51	752.31	726.96	375.59	366.13
Otros gastos	111.16	81.62	78.85	41.00	39.71
Excedente del Ejercicio	-302.82	-289.12	-260.00	-146.59	-135.83

Antecedentes Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

El 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp constituye la primera Sociedad Titularizadora de El Salvador, la cual se denomina Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, S.A., 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, introduciendo de esta forma un mecanismo adicional que provea financiamiento indirecto al sector corporativo y

El Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de Sonsonate 01 quedó constituido el nueve de octubre del dos mil doce, la fecha de negociación fue el 18 de octubre del 2012. El manejo de la cuenta discrecional y restringida en el Banco Davivienda, S.A. han sido acordes a los flujos programados, en los montos y fechas de cada cesión mensual. El comportamiento de los colectores han sido adecuados a las cesiones requeridas, el mecanismo de recolección ha sido bueno, a partir del día uno de cada mes y han completado el monto de cada una de las mensualidades por un monto cedidas hasta la fecha.

ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN:

La estructura de la titularización y el contrato de la titularización de flujos futuros permite reducir considerablemente el riesgo de una administración discrecional de los recursos recaudados por parte del originador (la Alcaldía Municipal de Sonsonate). Esta estructura de la titularización y los mecanismos operativos del fondo de titularización poseen un marco legal adecuado para su cumplimiento, permitiendo enmarcar las obligaciones del originador (la Alcaldía Municipal de Sonsonate y el administrador del fondo (Hencorp Valores, S.A., Titularizadora); permite a su vez que los mecanismos de garantía queden resguardados con dichos contratos; con la obligatoriedad de constitución de una cuenta restringida así como la incorporación de resguardos financieros y los mecanismos a tomar ante un eventual desvío de fondos.

FLUJOS A CEDER POR ALCALDÍA MUNICIPAL DE SONSONATE AL FONDO DE TITULARIZACIÓN

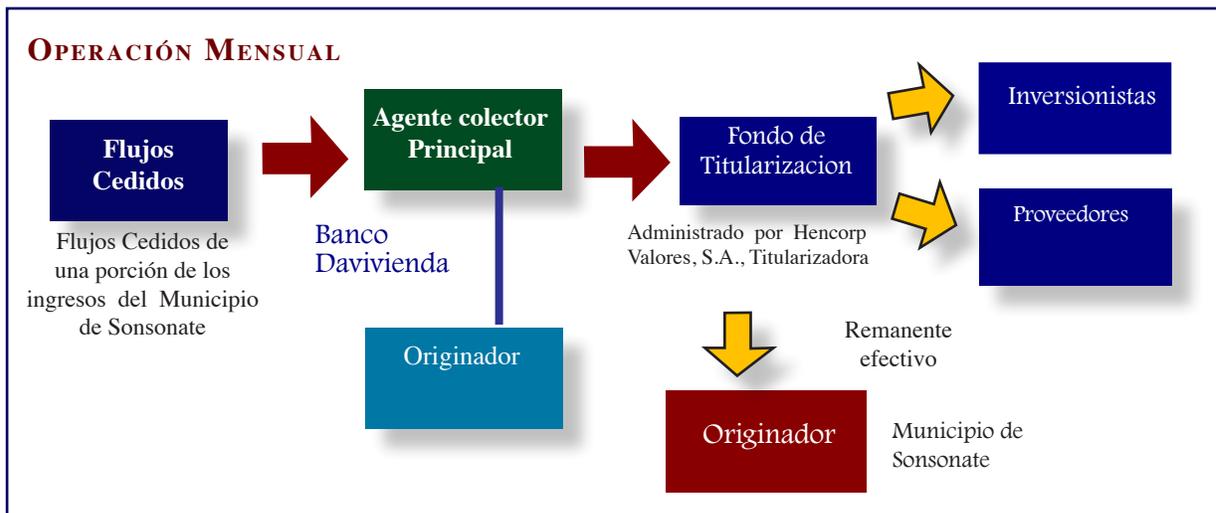
Periodo Mensual	Cesión
Mes 1 al 16	US\$ 110,000
Mes 17 al 18	US\$ 130,000
Mes 19 al 120	US\$ 161,000

que produzca nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables. Los principales accionistas de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora. Hencorp, Inc. 89.1%, Eduardo Alfaro Barillas 10.0% Hencorp Valores, S.A., Titularizadora es una de las dos empresa autorizada para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. Como empresa han manejado 9 titularizaciones, son los líderes del sector. Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores tanto en mercados locales como internacionales.

ESQUEMA



OPERACIÓN MENSUAL



IMPACTO INGRESOS ALCALDÍA SONSONATE CIFRAS EN MILLONES DE \$

	Ingresos	Ingresos propios	Cesión	% Cesión/ ingresos	% Cesión/ ingresos propios
2008	\$ 6.86	\$ 4.300			
2009	\$ 6.83	\$ 4.440			
2010	\$ 6.98	\$ 4.397			
2011	\$ 10.71	\$ 4.58			
2012	\$ 15.42	\$ 5.27	\$ 1.320	8.6%	25.0%
2013	\$ 10.27	\$ 5.172	\$ 1.320	12.9%	25.5%
2014	\$ 9.52	\$ 5.500	\$ 1.626	17.14%	29.6%
2015	\$ 8.64	\$ 5.184	\$ 1.932	22.36%	37.27%
2016	\$ 8.94	\$ 5.364	\$ 1.932	21.61%	36.02%
2017	\$ 9.25	\$ 5.550	\$ 1.932	20.89%	34.81%
2018	\$ 9.58	\$ 5.748	\$ 1.932	20.17%	33.61%
2019	\$ 9.91	\$ 5.946	\$ 1.932	19.50%	32.49%
2020	\$ 10.26	\$ 6.156	\$ 1.932	18.83%	31.38%
2021	\$ 10.62	\$ 6.372	\$ 1.932	18.19%	30.32%

REPORTE DE INGRESOS ALCALDÍA SONSONATE

	Ingresos Tasas Municipales	Ingresos Impuestos M	Ingreso Total
2007	\$ 2.33 millones	\$ 1.55 millones	\$ 9.52 millones
2008	\$ 2.50 millones	\$ 1.80 millones	\$ 6.86 millones
2009	\$ 2.34 millones	\$ 2.10 millones	\$ 6.83 millones
2010	\$ 2.33 millones	\$ 2.06 millones	\$ 6.98 millones
2011	\$ 2.22 millones	\$ 2.35 millones	\$ 10.71 millones
2012	\$ 2.44 millones	\$ 2.82 millones	\$ 15.42 millones
2013	\$ 2.27 millones	\$ 2.89 millones	\$ 10.27 millones
2014	\$ 2.60 millones	\$ 2.89 millones	\$ 9.50 millones

COBERTURA DEL FLUJO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

El esquema Colector del monto de pagos por medio de la cesión los derechos futuros sobre la cantidad estipulada de los ingresos percibidos por la Alcaldía Municipal de Sonsonate mensualmente (garantía legal de estos fondos) por colector autorizado independiente. En el año 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008 y 2007 los ingresos propios han sido \$5.50 millones, \$5.17 millones, \$5.27 millones, \$4.58 millones, \$4.40 millones, \$4.45 millones, \$4.30 millones y \$3.88 millones respectivamente. Con este monto se cubre en todo momento los compromisos del fondo por encima del 100%, se tiene una cobertura adecuada. La cantidad que se requiere para el Fondo de titularización para el primer año es de \$1.32 millones siendo el 12.9% del total de ingresos de la Alcaldía, para después del 24 mes será de \$1.932 millones, siendo el 23.1% del total de ingresos en ese año. La relación de ingresos/egresos de la cobertura de la titularización, indica que los compromisos del fondo de titularización hacia los inversionistas están cubiertos arriba del 100%; ya que los ingresos cubren los egresos del fondo de titularización en forma adecuada. A esto hay que sumar el saldo de la cuenta restringida no deberá ser menor a las próximas dos cuotas mensuales de flujos; lo cual es suficiente para pagar a los inversionistas, el capital e intereses y contar con cierto excedente. Al contar con ésta cuenta, la cobertura de los compromisos del fondo aumenta, donde tanto las coberturas proyectados con sus flujos teóricos; serán las adecuadas para finalizar el periodo de existencia del fondo

RESUMEN DE LA ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN

Denominación del Fondo de Titularización	Fondo De Titularización – Hencorp Valores – Alcaldía Municipal de Sonsonate 01 denominación que podrá abreviarse “FTHVASO 01”.
Denominación del Emisor	Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, en carácter de administradora del FTHVASO 01 y con cargo a dicho Fondo.
Denominación del Originador	Municipio de Sonsonate.
Denominación de la Emisión	Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al FONDO DE TITULARIZACIÓN – HENCORP VALORES – ALCALDIA MUNICIPAL DE SONSONATE 01, cuya abreviación es VTHVASO 01.
Denominación de la Sociedad Titularizadora	Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.
Clase de Valor	Valores de Titularización - Título de Deuda con cargo al FTHVASO 01, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, en adelante: “Valores de Titularización - Títulos de Deuda”.
Monto de la emisión y Plazo	Hasta US\$ 12,487,700.00, un plazo hasta por ciento veinte meses
Respaldo de la Emisión	<p>El pago de los Valores de Titularización - Títulos de Deuda, estará únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVASO 01, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador.</p> <p>Cuenta Restringida Formará parte del respaldo de esta emisión, la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida del FTHVASO CERO UNO, la que será administrada por Hencorp Valores, S.A., Titularizadora. Este respaldo no deberá ser menor a las próximas dos cuotas de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores.</p> <p>Órdenes Irrevocables de Pago (OIP): Como respaldo operativo de la emisión, el Originador por medio del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros se compromete a transferir la cesión de pagos a través de girar Órdenes Irrevocables de Pago (OIP), que serán mantenidas válidas y vigentes mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión “VTHVASO CERO UNO” y que serán ejecutadas directamente por quienes hagan la función de colecturía de los ingresos por el Banco Davivienda, S.A .</p>
Negociabilidad	<p>La negociación de los tramos de oferta pública se efectuará en la Bolsa de Valores por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa, en las sesiones de negociación que se realicen en la Bolsa de Valores. La fecha de negociación será comunicada a la Bolsa de Valores mediante certificación de Punto de Acta de Junta Directiva de la Titularizadora.</p>
Destino de los Fondos Obtenidos de la Venta de Derechos sobre los Flujos Financieros Futuros	Los fondos que la Alcaldía Municipal de Sonsonate reciba en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVASO 01, serán invertidos en Proyectos de Inversión determinados por el municipio y parte de los fondos se destinaran a pre-pagar la totalidad de la totalidad de la deuda financiera con mayor tasa de interes contraida por el originador.

Los derechos cedidos sobre los fondos del municipio son y han sido suficientes, de la Alcaldía Municipal para el pago de obligaciones establecidas en la prelación de pagos correspondiente a los 120 los meses de vigencia de los valores.

Los ingresos esperados para los próximos 10 años estarían aproximadamente en \$ 18.40 millones

Los pagos de los ingresos percibidos por el Municipio de Sonsonate ingresarán primeramente a la cuenta del fondo de titularización para el pago de sus compromisos con el inversionista, posteriormente el excedente será transferido a la cuenta administrada por la Alcaldía Municipal.

Hay una adecuada cobertura del fondo de titularización, en la evaluación realizada a los flujos cedidos por parte de la institución; estos son suficientes para cubrir el aporte re-

querido para la cuenta restringida así como el pago del capital e intereses para los inversionistas.

SOBRE EL ORIGINADOR

El continuo nivel de crecimiento de los ingresos propios y de las transferencias en los últimos 5 años, asimismo, se espera que para los próximos años se mantenga esta tendencia creciente y el nivel de estabilidad.

El Municipio de Sonsonate, mantendrá los siguientes resguardos Financieros: no aumentar el nivel de endeudamiento arriba del índice permitido para las municipalidades. Existiría un incumplimiento si el indicador por dos periodos (Si se mide trimestralmente) o un periodo (Si se mide semestralmente) no logra estar abajo del requerido.

CONTRATO DE CESIÓN DE DERECHOS DE FLUJOS FUTUROS

Mediante Escritura Pública de Cesión, el Municipio de Sonsonate cede, a título oneroso, a Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de Sonsonate 01 FTHVASO01, todos los derechos sobre los 120 flujos futuros de ingresos generados sobre la cantidad estipulada de un % de los ingresos del municipio de Sonsonate por la Alcaldía Municipal cada mes, libres de impuestos hasta completar las cifras indicadas en el cuadro Monto a ceder. Flujo trasladado por colector autorizado independiente con una OIP a través del Banco Davivienda, S.A. a partir del día uno de cada mes.

DESCRIPCIÓN DE LOS FLUJOS FUTUROS

La cesión de los Flujos Futuros será en 120 pagos mensuales que en total representará US\$18,402,000. Los flujos futuros cedidos de ingresos libres de impuestos estarán conformados por un % de los ingresos percibidos cada mes por el municipio de Sonsonate, a través del Banco Davivienda, S.A..

OPERATIVIDAD DE LA ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN

Se aperturarán las siguientes cuentas a nombre del Fondo de Titularización: cuenta discrecional del Fondo de Titularización (cuenta operativa donde se reciben los ingresos del originador), una cuenta restringida del Fondo de Titularización (provisión de dos cuotas mensuales de flujos cedidos próximo pago a realizar). Todo pago se hará 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: (i) 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 las próximas dos cuotas mensuales de flujos que serán cedidos por el Originador, (ii) Obligaciones a favor de los Tenedores de Valores, (iii) Comisiones a la Sociedad Titularizadora, (iv) Saldo de costos y gastos adeudados a terceros, (v) Cualquier remanente se devolverá mensualmente al Originador.

PROCEDIMIENTO EN CASO DE MORA

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones al FTHVASO01, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización los fondos suficientes para pagar en un 100% el valor de una cuota de intereses y capital de la próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos de la Cuenta Restringida del FTHVASO01 para que esta realice los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización. Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida no son los superiores a los fondos necesarios para realizar el pago inmediato de la cuota e intereses y principal próxima siguientes de la presente emisión habrá lugar a una situación de mora. Esto deberá ser comunicado al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determine que los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora deberá notificar a la BVES y la SSF.

ANÁLISIS

FINANCIERO

Alcaldía Municipal de Sonsonate
Balance General Resumido al 31 de Diciembre
(Cantidades en Miles de US \$)

Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fondos	4,492.71	4,834.38	5,217.39	5,999.57	7,707.35	9,280.98	7,800.73	8,461.33
Disponible	569.48	397.01	358.32	783.44	2,136.66	1,299.38	318.65	516.64
Anticipos Fondos	35.52	40.07	25.71	155.39	0.95	257.41	40.46	0.71
Inversiones financieras y temporales	79.23	79.23	79.23	84.23	84.23	686.75	92.38	
Deudores financieros	3,758.39	4,299.16	4,740.85	4,956.50	4,237.66	2,408.36	7,324.53	6,360.32
Inversiones en proyectos y programas	3,080.17	1,227.09	1,171.20	14.03	3,054.73	9,383.91	11,074.10	61.21
Bienes depreciables	602.16	3,864.51	3,689.36	4,732.27	4,611.78	4,845.50	4,750.22	13,110.37
Bienes no depreciables	599.65	821.24	821.25	821.25	1,144.35	1,157.15	1,157.15	3,297.98
Total Recursos	8,774	10,747	10,899	11,567	16,518	24,667.54	24,782.20	24,930.89
Obligaciones con terceros	1,866.68	3,249.17	2,783.28	2,619.14	7,961.26	15,636.89	15,260.22	14,721.3
Endeudamiento interno	1,459.93	2,602.76	2,416.06	2,275.00	7,403.98	14,866.63	14,325.92	14,264.46
Acreedores Monetarios por pagar	388.66	546.03	312.67	278.99	497.56			410.64
Total Pasivo	1,866.68	3,249.17	2,783.28	2,619.14	7,961.26	15,636.89	15,260.22	14,721.30
Total Patrimonio	6,908.03	7,498.04	8,115.89	8,947.97	8,556.96	9,030.65	9,522.33	10,209.39
Patrimonio Municipal	409.40	3,651.96	3,659.64	3,616.43	3,616.43	3,616.43	3,379.86	3,379.86
Resultados acumulados	2,360.21	3,039.55	3,450.79	4,159.02	4,991.09	4,276.97	4,788.52	5,241.00
Total Pasivo y Capital	8,774	10,747	10,899	11,567	16,518	24,667.54	24,782.55	24,930.69

Alcaldía Municipal de Sonsonate.
Estado de Resultado Resumido al 31 de Diciembre
(Cantidades en Miles de US \$)

Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos	9,521.94	6,869.56	6,835.14	6,979.47	10,715.15	15,427.24	10,273.84	9,524.35
Ingresos tributarios	1,551.98	1,802.45	2,106.95	2,068.52	2,357.83	2,829.16	2,899.19	2,897.19
Ingresos por transferencias corrientes	542.18	1,288.83	933.52	736.09	4,223.31	8,217.16	1,701.77	1,337.11
Ingresos por transferencias de capital recibidas	964.96	1,209.77	1,353.84	1,703.70	1,736.93	1,790.15	2,219.19	1,811.33
Ingresos por ventas de bienes y servicios	2,333.44	2,506.73	2,348.18	2,332.80	2,226.44	2,448.17	2,273.43	2,603.70
Ingresos por actualizaciones y ajustes	4,128.68	61.41	92.65	138.32	170.65	139.03	162.44	169.14
Total Gastos	5,452.90	6,353.81	6,170.11	6,147.39	11,429.28	14,842.09	9,804.90	8,816.44
Costos de Operación	360.01	1,003.64	402.51	461.96	751.00	563.94	755.72	563.05
Menos: Gastos de Operación	4,208.30	5,013.68	5,360.72	5,572.16	7,106.69	7,243.98	7,970.62	7,262.80
De Personal	2,983.13	3,243.26	3,479.12	3,536.37	4,062.13	4,061.85	4,367.34	3,956.36
Gastos de bienes de consumo y servicios	994.17	1,400.36	1,436.60	1,525.08	2,089.14	1,744.62	2,225.73	1,818.59
Gastos financieros	149.28	206.06	284.50	329.75	776.47	1,272.72	1,217.32	1,279.82
Otros gastos	884.59	336.48	406.87	113.27	3,571.59	7,034.18	1,078.56	990.58
Resultados	4,069.04	515.76	665.04	832.08	-714.13	585.15	468.94	707.91

Las tablas presentan información financiera de Alcaldía Municipal de Sonsonate, no se han incluido todas las cuentas esta información se ha tomado de los Estados Financieros de la empresa, a Diciembre 31 de 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014 (Cantidades en Miles de \$)

VOLÚMENES DE OPERACIÓN

En Diciembre del 2007, la Alcaldía Municipal obtiene unos Resultados/ superávit de \$ 4,069.04 Miles, de \$ 515.76 en Diciembre del 2008, \$665.04 Miles en diciembre del 2009, \$ 832.08 Miles en el segundo semestre del 2010, \$ -714.13 Miles en diciembre del 2011, \$ 585.15 Miles en diciembre del 2012, \$ 468.94 Miles en diciembre del 2013 y \$ 707.91 Miles en diciembre del 2014.

La Alcaldía Municipal ha vivido este ciclo de resultados en el periodo del 2007 al 2014 que se ha desarrollado en una situación económica en recesión y bastante adversa del país, con cambios en los sectores económicos y en la demanda agregada ocasionada por los problemas en USA. Esta coyuntura económica y política particular se auna a una ralentización de nuestra economía, que se sitúa en un marco general que afecta a todo el país, el cual se ve particularmente marcado por una desaceleración económica dentro de una recesión, que a su vez, propicia una disminución en la demanda agregada, producción e inversión nacional, con una política restrictiva económica.

Comportándose los ingresos de forma cíclica, con los ingresos de sus propias fuentes y las ayudas del gobierno central tal como lo muestra el Estado de Resultados Comparativo, se ve una tendencia cíclica a la baja en los resultados en el periodo del 2008-2014; aunque para Diciembre del 2007 era alto el superávit / los Resultados. Sin embargo, este efecto cíclico de los ingresos se ve acompañado por similares crecimiento de los Gastos de Gestión por el incremento porcentual en estos Gastos de Operación.

Se ha vivido un efecto combinado de

un aumento porcentual de los ingresos de Operación y de los gastos de operación. En Diciembre de 2008, los ingresos muestran un decremento del 27.9% con relación al período anterior y los resultados son positivas, con tendencia a la alza en los gastos de Operación del 16.5% así como en los Gastos financieros del 38.0 %.

Es de hacer notar que la Alcaldía Municipal entre Diciembre 2007 y Diciembre 2008, experimentó un aumento del 16.1%, en los ingresos tributarios y de un 7.4% en los ingresos por venta bienes y servicios. Estos incrementos, que llevó los ingresos de las propias fuentes a un nivel de \$ 4.3 Millones en Diciembre 2008, aumentado también la participación en ingresos por transferencias del gobierno de \$2.4 millones.

Para Diciembre 2009, viviendo la coyuntura económica difícil y las circunstancias que generó en el país, la Alcaldía Municipal reportó una cartera de ingresos de \$ 6.8 millones teniendo unos ingresos de las propias fuentes a un nivel de \$ 4.45 Millones en Diciembre 2009, la participación en ingresos por transferencias del gobierno fue de \$2.287 millones, decrementándose porcentualmente en 0.5%. Para el segundo semestre del 2009, en una coyuntura marcada por la depresión, nuevo gobierno, recesión económica., Para el 2010 tiene una cartera de ingresos de \$6.979 Millones que representa un 2.1% mayor que el nivel obtenido en el período anterior. Teniendo unos ingresos de las propias fuentes a un nivel de \$ 4.40 Millones en Diciembre 2010, la participación en ingresos por transferencias del gobierno fue de \$2.439 millones, incrementándose porcentualmente en 6.7%, para el 2010.

Posteriormente, durante el segundo semestre del 2011, la recesión económica no deja de afectar negativamente al país, se tuvo una alza de la cartera de ingresos porcentual del 53.5% llevándoles a niveles de \$10.715 Millones. Teniendo unos ingresos de las propias fuentes a un nivel de \$ 4.58 Millones en Diciembre 2011, la participación en ingresos por transferencias del gobierno fue de \$5.96 millones, incrementándose porcentualmente en 144.3%, para el segundo semestre del 2011.

Durante el 2012, pese a la recesión económica que no deja de afectar negativamente al país, se tuvo un incremento de la cartera de ingresos porcentual del 44.0% llevándoles a niveles de \$15.42 Millones. Teniendo unos ingresos de las propias

fuentes a un nivel de \$ 5.27 Millones en Diciembre 2012, la participación en ingresos por transferencias del gobierno fue de \$10.00 millones, incrementándose porcentualmente en 67.9%, para a diciembre del 2012.

Durante diciembre del 2013, pese al ciclo electoral y la coyuntura económica que no deja de afectar negativamente al país, se tuvo un decremento de la cartera de ingresos porcentual del -33.4% llevándoles a niveles de \$10.27 Millones. Teniendo unos ingresos de las propias fuentes a un nivel de \$ 5.17 Millones en Diciembre 2013, la participación en ingresos por transferencias del gobierno fue de \$3.92 millones, decrementándose porcentualmente en -60.8%, para a diciembre del 2013.

Posteriormente, durante el segundo semestre del 2014, la recesión económica no deja de afectar negativamente al país, se tuvo una baja de la cartera de ingresos porcentual del 7.3% llevándoles a niveles de \$9.524 Millones. Teniendo unos ingresos de las propias fuentes a un nivel de \$ 5.50 Millones en Diciembre 2014, la participación en ingresos por transferencias del gobierno fue de \$3.148 millones, decrementándose porcentualmente en 19.7%, para diciembre del 2014.

INGRESOS Y RESULTADOS OPERATIVOS

Ingresos de Operación:

Los Ingresos Operativos de la Alcaldía provienen principalmente de sus Ingresos tributarios, Ingresos por ventas de bienes y servicios, Ingresos por transferencias corrientes, Ingresos por transferencias de capital recibidas.

A Diciembre, los Ingresos de Operación experimentaron un ciclo a la baja desde el 2008 hasta Diciembre del 2010, fue hasta el 2011 en que muestran un incremento del 53.5% en el período, en su mayoría motivadas por Ingresos por transferencias.

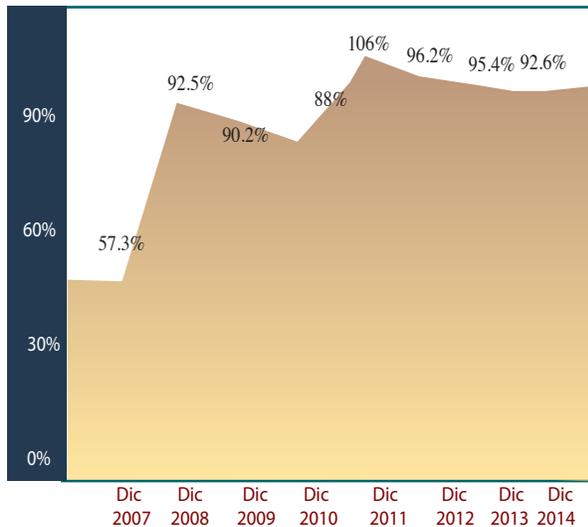
Al analizar el aporte de los rubros principales dentro del ingreso, se puede observar que los «Ingresos tributarios» van aumentando su participación dentro del total de los Ingresos del 2008 al 2014, constituyendo el 16.3%, 26.4, 30.8%, 29.64%, 22.0%, 18.3%, 28.2% y 30.42% para los meses de Diciembre de 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014 respectivamente.

Los Ingresos por ventas de bienes y servicios constituyendo

Ingresos de Operación	2007 Dic	2008 Dic	2009 Dic	2010 Dic	2011 Dic	2012 Dic	2013 Dic	2014 Dic
Ingresos tributarios	16.30%	26.24%	30.83%	29.64%	22.00%	18.34%	28.22%	30.42%
Ingresos por ventas de bienes y servicios	24.51%	24.14%	34.35%	20.95%	20.78%	15.87%	22.13%	27.34%
Ingresos por transferencias corrientes	5.69%	18.76%	13.66%	10.54%	39.41%	53.26%	16.56%	14.04%
Ingresos por transferencias de capital recibidas	10.13%	17.61%	19.81%	24.41%	16.21%	11.60%	21.60%	19.02%

ESTADO DE RESULTADOS : ESTRUCTURA %

Gastos totales
como porcentaje del Ingreso de Operación



el 24.5%, 36.49, 34.35%, 33.4%, 20.78%, 15.87%, 22.13% y 27.34% para los meses de Diciembre de 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014 respectivamente.

Los Ingresos por transferencias corrientes e Ingresos por transferencias de capital, mantuvieron la tendencia a la alza a convertirse en una buena parte de los ingresos porcentuales, aumentando en el período analizados de la siguiente manera: 15.82%, 36.37%, 33.4%, 34.97%, 55.62%, 64.86%, 64.86%, 38.16% y 33.06% para los meses de Diciembre de 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014 respectivamente, observándose lo anteriormente mencionado en que este rubro aumenta su participación a partir de Diciembre del 2008.

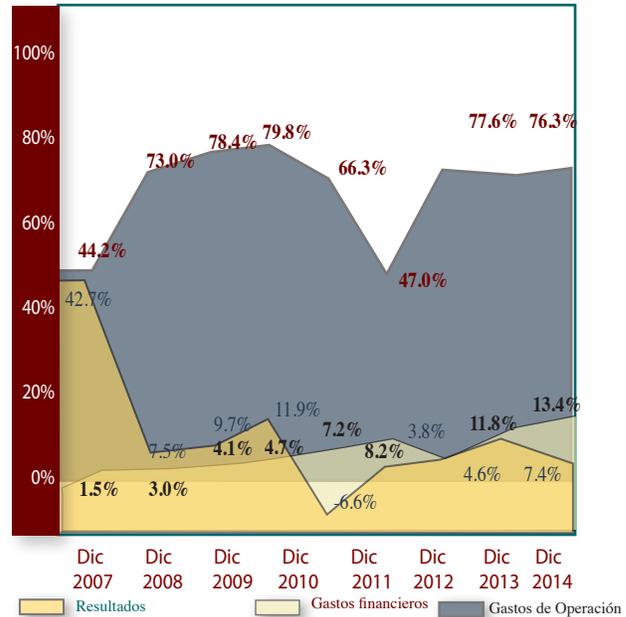
Durante el período analizado, la Alcaldía Municipal ha podido crecer frente a grandes situaciones adversas: el bajo crecimiento de nuestra economía; todo esto enmarcado en un ambiente de recesión, con una gran liquidez en el sistema financiero y marcadas asimetrías y baja competitividad.

Gastos de Operación:

Así como los Ingresos provienen principalmente de las operaciones normales, los Gastos de Operación son el resultado, en su mayoría, de las operaciones y de la gestión de la Alcaldía, compuestos principalmente por los «Gastos de inversiones Publicas y Gastos de bienes capitalizables», seguidos por los «Gastos de ventas y cargos calculados De Personal, Gastos de bienes de consumo y servicios» y luego por «Gastos financieros».

Al analizar los Resultados reportados a finales de Diciembre, vemos que la Alcaldía Municipal ha aumentado anualmente sus Gastos de Operación, constituyendo el pico el año 2010, en

Resultados, Gasto de Operación y Gastos Totales
como porcentaje del Ingreso de Operación



Fuente: AMS 2014

términos porcentuales, se ha evolucionado una mayor proporción dentro del estado de resultados, pasando del 44.2% en el 2007, incrementando a 73.0% en el 2008 para aumentar al 78.43%, 79.84%, 66.32%, 47.0%, 77.6% y al 76.3% en el 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014 respectivamente.

En general este incremento se debió principalmente al aumento experimentado en el Personal y gastos de bienes de consumo y servicios. El peso porcentual del personal pasó de constituir el 31.3% en el 2007, al 47.21% en el 2008, al 50.90% en el 2009, al 50.67% en el 2010, al 37.91% en el 2011, 126.3% a Diciembre del 2012, 42.5% a Diciembre del 2013 y al 41.5% a Diciembre del 2014. El efecto mayor se advierte en el 2009 en que representaron el 50.9%, y aún cuando en el 2011 bajaron al 37.9%, siempre se mantienen en niveles superiores al 2006 y altos valores cada año.

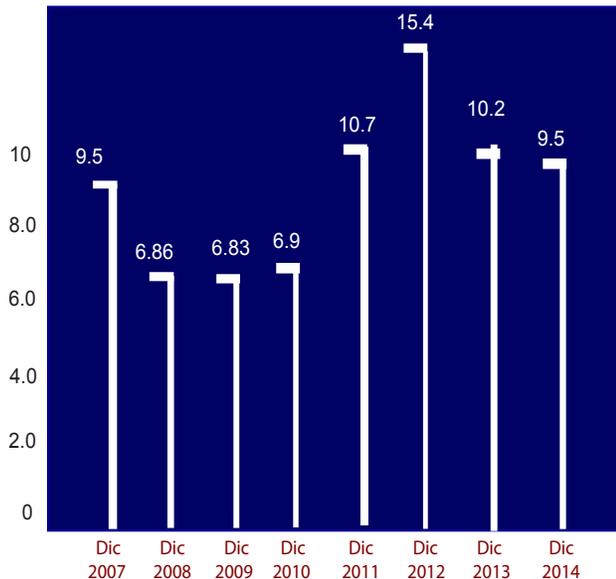
El peso porcentual de los gastos financieros pasó de constituir el 1.57% en el 2007, en Diciembre del 2008 a 3.0%, en Diciembre del 2009 a 4.16%, en Diciembre del 2010 a 4.72%, 7.25% a Diciembre del 2011, 8.2% a Diciembre del 2012, 11.8% a Diciembre del 2013 y al 13.4% a Diciembre del 2014.

Gastos Totales :

Los Gastos totales han mantenido un comportamiento variable pero dentro de un rango. Utilizando el 57.3% de los ingresos totales del 2007. El 2008 y 2009 fueron períodos de incremento, en los que estos gastos representaron el 92.5% y 90.27% respectivamente, siempre con mayor peso en los Gastos de Funcionarios y Empleados, pero en el 2010 estos gastos fueron el 88.08% de los ingresos totales. La misma tendencia se mantiene en el 2011, 2012, 2013 y 2014, en que su peso porcentual representa el 106.6%, 96.2%, 95.4% y el 92.6%

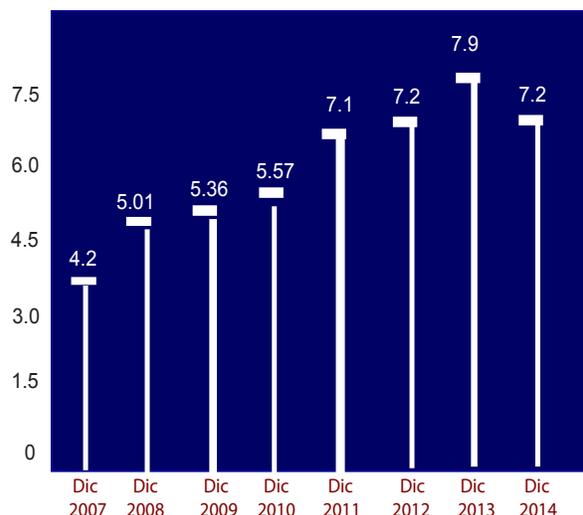
Ingresos de Operación

millones de US\$

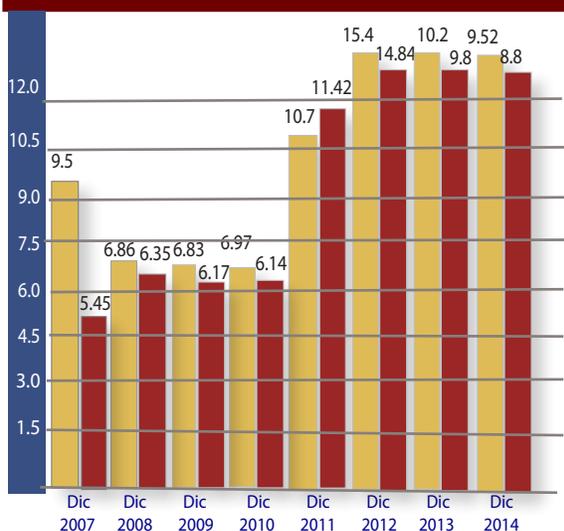


Gastos de Operación

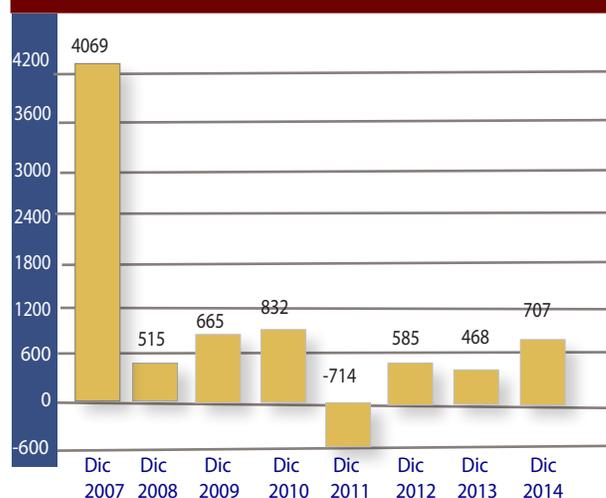
millones de US\$



Ingresos y Gastos totales - en Millones de dólares



Resultados - en Miles de dólares



de los Ingresos Totales, con similar monto de los Gastos de Funcionarios y Empleados y el rubro de Gastos Generales.

Los Resultados :

A Diciembre del 2007 al 2012, la Alcaldía Municipal experimentó Resultados originadas en el rendimiento de las operaciones en comparación con los Ingresos y Gastos.

En el 2007 y el 2008, los Resultados permitieron cerrar operaciones con una utilidad del 42.7% y 7.5% respectivamente. A Diciembre 2007, los resultados son de \$ 4,069.0

Miles, la fuente mayoritaria de los resultados provino de las operaciones corrientes y de los ingresos por actualizaciones y ajustes, de igual forma durante Diciembre del 2008, los resultados de la Alcaldía Municipal ascienden a \$515.76 Miles

Para el 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y el 2014, los Resultados Operativos permitieron cerrar operaciones con una utilidad del 9.73%, 11.92%, -6.66%, 3.8% y 4.6% respectivamente. Para Diciembre 2009, 2010, 2011, 2012 y el 2013, los resultados son de \$665.04 Miles, \$ 832.08 Miles, \$ -714.13 Miles, \$ 585.15 Miles, \$ 468.94 Miles y \$ 707.91 Miles.

Gastos Totales (en Porcentajes)	2007 Dic	2008 Dic	2009 Dic	2010 Dic	2011 Dic	2012 Dic	2013 Dic	2014 Dic
Gastos de inversiones Públicas	3.68%	14.44%	5.83%	6.44%	6.84%	3.6%	7.1%	5.7%
Personal	31.33%	47.21%	50.90%	50.67%	37.91%	26.3%	42.5%	41.5%
Bienes de consumo y servicios	10.44%	20.38%	21.02%	21.85%	19.50%	11.3%	21.7%	19.1%
Gastos Financieros	1.57%	3.0%	4.16%	4.72%	7.25%	8.2%	11.8%	13.4%
Total Gastos	57.3%	92.5%	90.2%	88.08%	106.23%	96.2%	95.4%	92.6%

Es importante hacer notar que en el 2007, la sumatoria de Gastos constituyen el 57.3% del total de los Ingresos de Operación, en el 2008 representan el 92.5%; en el 2009 el 90.2%, en el 2010 el 88.08 %, en el 2011 el 106.23%, en el 2012 el 96.2%, en el 2013 el 95.4% y en el 2014 el 92.6% .

La Alcaldía Municipal se financia con recursos a corto plazo y largo plazo, Posee unos pasivos de \$14.72 Millones a Diciembre del 2014, \$11.383 obligaciones por operaciones de titularización. Siendo esta fuente el 45.7% del total de activos y empréstitos de empresas privadas financieras un monto de \$ 2.88 millones que son el 11.6 % del total de activos .

La Alcaldía Municipal se financia con recursos a corto plazo y largo plazo, Posee unos pasivos de \$15.26 Millones a Diciembre del 2013, \$12.05 obligaciones por operaciones de titularización. Siendo esta fuente el 79.0% del pasivo y empréstitos de empresas privadas financieras un monto de \$ 2.275 millones que son el 14.9 % del pasivo .

La Alcaldía Municipal se financia con recursos a corto plazo y largo plazo, Posee unos pasivos de \$15.636Millones a Diciembre del 2012, \$12.426 a largo plazo obligaciones por operaciones de titularización .Siendo esta fuente

el 79.5% del pasivo y empréstitos de empresas privadas financieras un monto de \$ 2.439 millones que son el 15.6 % del pasivo .

La Alcaldía Municipal se financia con recursos a corto plazo y largo plazo, Posee unos pasivos de \$7.961 Millones a Diciembre del 2011, \$7.4 a largo plazo en líneas con cajas de crédito .

De igual manera, aunque los préstamos con cajas de créditos son la fuente principal del fondeo, al 30 de Diciembre de 2011 .

Razones de Rentabilidad

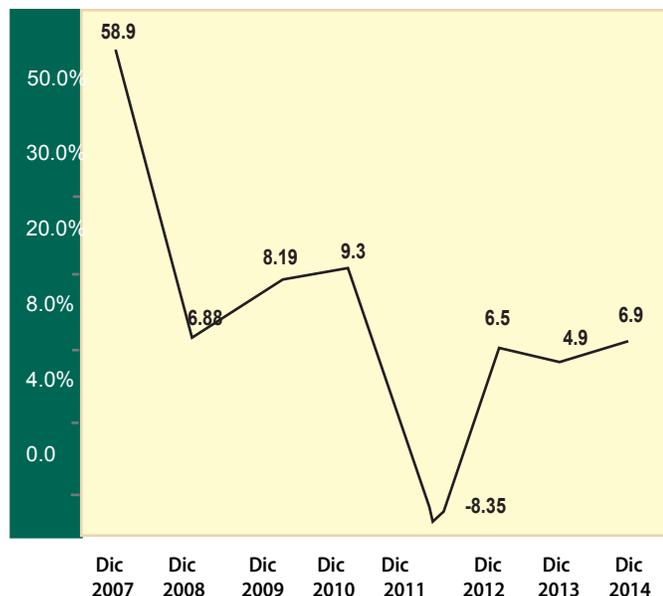
El Rendimiento sobre los Activos (ROA) a Diciembre del año 2007 ha refleja un 46.37%. Un año después, a Diciembre de 2008, este coeficiente fue de 4.8%. A Diciembre del 2009 el

ROA había alcanzado el índice del 6.10% que se convirtió en 7.19% en la misma fecha del 2010. Para Diciembre de 2011, en el 2012, 2013 y en el 2014 este ratio fue de - 4.32%, de 2.4%, de 1.9% y de 2.8% .

El Rendimiento sobre el Patrimonio (ROE). A Diciembre del 2007 el ROE mostraba una situación llegando al 58.9%, a Diciembre 2008, este ratio es de 6.88%, en el 2009 el 8.19%, a Diciembre 2010, es de 9.3%, a Diciembre del 2011 del -8.35% a Diciembre del 2012 del 6.5%, a Diciembre del 2013 del 4.9% y a Diciembre del 2014 del 6.9%.

La relación Gastos de Operación/Ac-

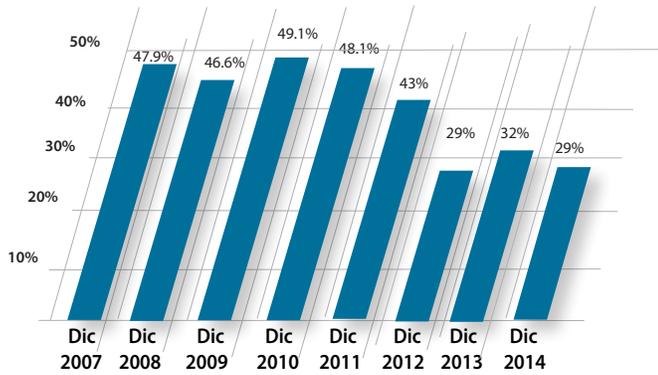
Resultados /Patrimonio)



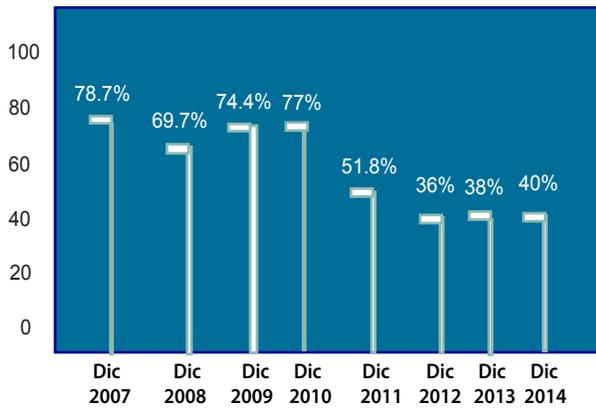
Generadores Claves del Rendimiento del Patrimonio

	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014
Retorno de los activos (ROA)	0.4637	0.0480	0.0610	0.0719	-0.0432	0.024	0.019	0.028
Ingresos de Operación/Activos Totales	1.0852	0.6392	0.6271	0.6034	0.6487	0.63	0.41	0.38
Gastos de Operación/Total de Activos	0.4796	0.4665	0.4918	0.4817	0.4302	0.29	0.32	0.29

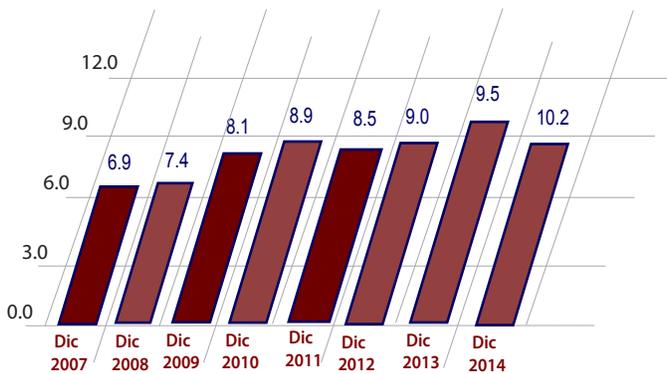
Gastos de Operación/Activos



Patrimonio / Activos en porcentaje



Patrimonio - en Millones de dólares

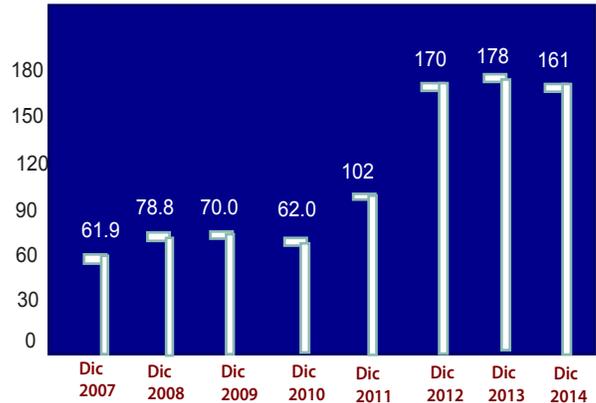


tivos reflejó al 30 de Diciembre una proporción del 47.9% en el 2007 . A Diciembre 2008, el indicador es de 46.65 %, de 49.18% para Diciembre del 2009. Para Diciembre 2010, este indicador muestra 48.17%, un 43.02 % para Diciembre del 2011, un 29.0 % para Diciembre del 2012, un 32.0 % para Diciembre del 2013 y ubicándose en un 29.0 % para Diciembre del 2014.

Coefficientes de Capital:

El coeficiente Patrimonio/Activos a Diciembre refleja la siguiente tendencia en el 2007,2008, 78.7%, 69.7%, 74.4% en el 2009, 77.36% a Diciembre de 2010, el 2011 en un 51.8%, el 2012 en un 36.6% , el 2013 en un 38.4% y el 2014 en un 40.9%.

Activo Fijo / Patrimonio en porcentaje



Patrimonio Municipal



Endeudamiento:

Para el 31 de Diciembre de 2007 la Deuda Total fue de \$1.86 Millones y su componente principal fueron los Préstamos Bancarios (\$1.4 millones a largo plazo del Total pasivo y patrimonio).

Al 31 de Diciembre de 2008 la Deuda Total fue de \$3.24Millones y su componente principal fueron los Préstamos Bancarios , 2.6 millones a largo plazo .

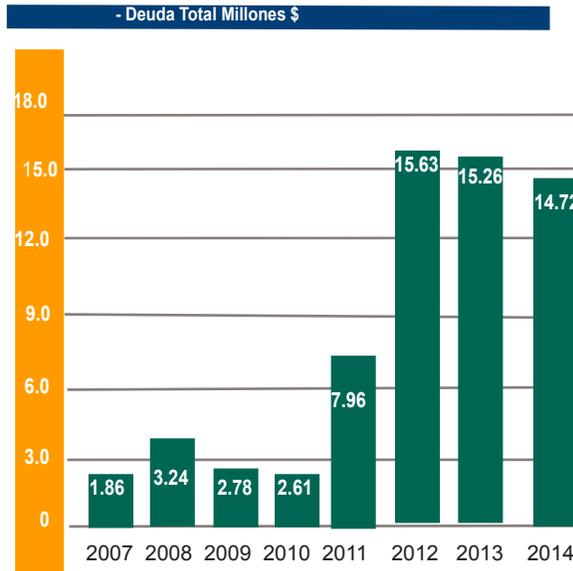
Para el 31 de Diciembre de 2009 la Deuda Total fue de \$2.78 Millones y su componente principal fueron los Préstamos Bancarios (\$2.4 millones a largo plazo del Total pasivo y patrimonio).

Para el 31 de Diciembre de 2010 la Deuda Total fue de \$2.61 Millones y su componente principal fueron los Préstamos Bancarios (\$2.2 millones a largo plazo del Total pasivo y patrimonio).

Al 31 de Diciembre de 2011 la Deuda Total fue de \$7.9 Millones y su componente principal fueron los Préstamos a largo plazo a Cajas de credito (\$ 7.4 millones del Total pasivo y patrimonio).

Para el 31 de Diciembre de 2012 la Deuda Total fue de \$15.63 Millones y su componente principal fueron la titularización (\$12.426 millones a largo plazo un 50.4 % del Total del pasivo y patrimonio). Y empréstitos de empresas privadas financieras \$ 2.439 millones .

Para el 31 de Diciembre de 2013 la Deuda Total fue de \$15.63 Millones y su componente principal fueron la titularización (\$12.05 millones a



largo plazo un 48.6 % del Total del pasivo y patrimonio). Y empréstitos de empresas privadas financieras \$ 2.275 millones .

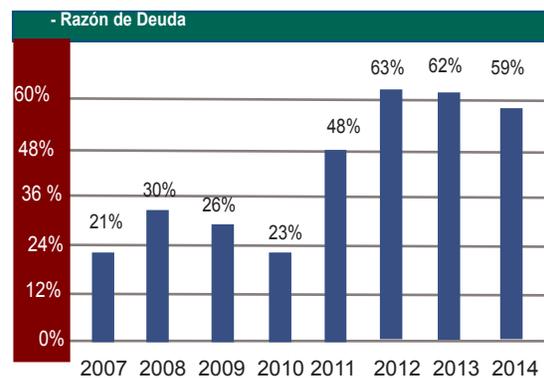
Para el 31 de Diciembre de 2014 la Deuda Total fue de \$14.72 Millones y su componente principal fueron la titularización (\$11.38 millones a largo plazo un 57.2 % del Total del pasivo y patrimonio). Y empréstitos de empresas privadas financieras \$ 2.88 millones .

Es debido a los movimientos en la estructura de capital, que la **Razón de Endeudamiento** haya mostrado tendencia cíclica desde el año 2007 hasta la fecha y con una gran variación hacia arriba desde el 2011, producto de la readecuación de fuentes.

Habiendo iniciado con un coeficiente de 0.21 el 2007, un 0.30 en el 2008, un 0.26 en el 2009, un 0.23 en el 2010 , un 0.48 en el 2011, un 0.63 en el 2012, un 0.62 en el 2013 y un 0.59 en el 2014.

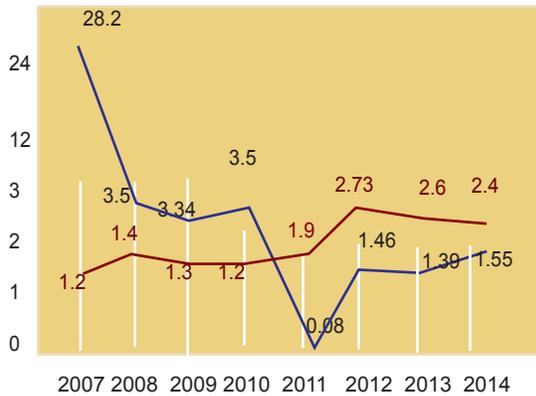
El **Apalancamiento** también ha experimentado variaciones anuales, consistentes con la nueva estructura de capital, que le han llevado

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Razón de deuda	0.21	0.30	0.26	0.23	0.48	0.63	0.62	0.59
Apalancamiento	1.27	1.43	1.34	1.29	1.93	2.73	2.60	2.44
Pasivo Total / Patrimonio Neto	0.29	0.46	0.38	0.33	1.02	1.73	1.60	1.44

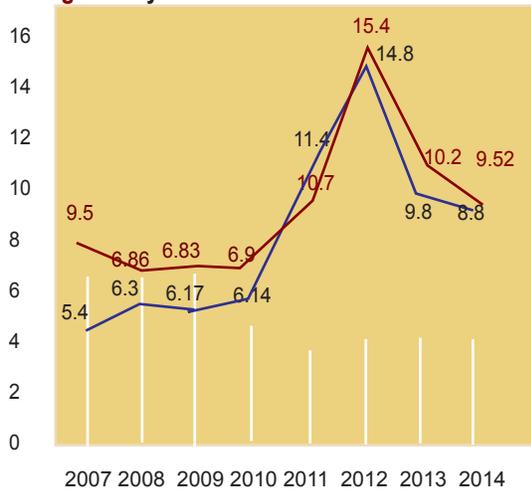


- Apalancamiento y Cobertura de Intereses

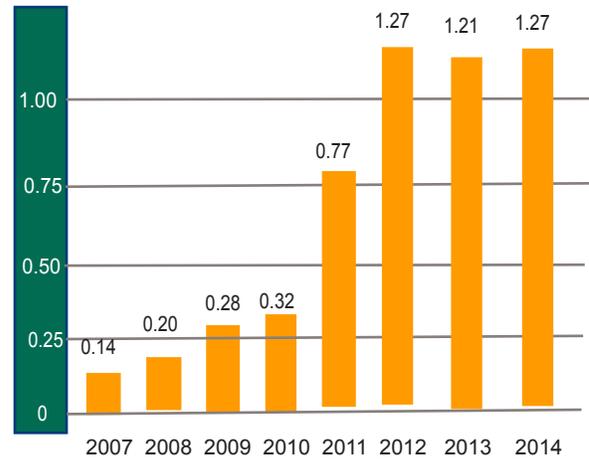
en número de veces



- Ingresos y Gastos Totales en millones



- Gastos Financieros - en millones de dólares



de 1.27 en 2007 hasta 1.93 en el 2011, un 2.73 el 2012, un 2.60 el 2013 y un 2.44 el 2014, en parte por los aumentos de préstamos con las cajas de créditos, efecto que se hace notar en los cambios de la Razón de apalancamiento.

Cobertura:

A pesar de la crisis económica y depresión que el país ha enfrentado durante el período analizado, las variaciones en los niveles de recursos y el aumento de la deuda, la Alcaldía municipal continuó generando un nivel de Flujo de Efectivo suficiente para cubrir sus obligaciones financieras. Pero es de hacer notar que en la medida en que los Resultados han experimentado reducciones a lo largo del período analizado, la Alcaldía Municipal ha mejorado las transferencias y ha logrado el equilibrio en momentos claves. La *Cobertura de los Intereses* ha pasado de una cobertura de 28.6 veces en 2007 hasta una cobertura de 0.08 veces en el 2011, de 3.5 para el 2008, de 3.34 para el 2009 de 3.52 para el 2010, de 1.46 veces en el 2012, de 1.39 veces en el 2013 y de 1.55 veces en el 2014.