

## Valores de Titularización Hencorp Valores LAGEO 01 Valores de Titularización VTHVGE001

<b>Comité No. 88/2019</b>	
<b>Informe con EEFF no auditados al 31 de diciembre de 2018</b>	<b>Fecha de comité: 30 de abril de 2019</b>
Periodicidad de actualización: Semestral	Originador perteneciente al sector eléctrico; San Salvador, El Salvador

<b>Equipo de Análisis</b>		
Fernando Vásquez <a href="mailto:fvasquez@ratingspcr.com">fvasquez@ratingspcr.com</a>	Isaura Merino <a href="mailto:imerino@ratingspcr.com">imerino@ratingspcr.com</a>	(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES					
Fecha de información	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Fecha de comité	29/4/2015	22/4/2016	26/4/2017	16/4/2018	30/4/2019
Valores de Titularización Hencorp Valores LAGEO01					
Tramo 1	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

### Significado de la Clasificación

**Categoría AAA:** Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con la más 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 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 y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos".*

*"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 ratificó la clasificación de "AAA", perspectiva "Estable" a los Valores de Titularización Hencorp Valores LaGeo 01.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del originador, respaldado por el buen desempeño de su gestión, lo que le permite cumplir con sus obligaciones en todo momento, esto como resultado de una mayor incidencia en el mercado del sector eléctrico. Además según la estructura de la emisión, el originador debe cumplir con los resguardos financieros establecidos y con los respaldos legales para minimizar el riesgo de impago.

### Perspectiva

Estable.

### Resumen Ejecutivo

La acción realizada con respecto al otorgamiento del rating se ha llevado a cabo en función de los siguientes fundamentos:

- **Desempeño favorable con un crecimiento constante.** LaGeo mantiene un constante crecimiento en sus activos y sus ingresos, creciendo un 1.93% y 11.79% respectivamente en comparación al periodo pasado, lo cual le permite mejorar en sus niveles de utilidad y sus indicadores financieros, volviéndolo una institución con una alta capacidad de pago para cumplir con sus obligaciones.
- **Participación en el Mercado Mayorista de Energía y cobertura sobre los ingresos recibidos.** A diciembre de 2018, LaGeo es la única generadora de energía geotérmica en el país, inyectando 1,437 GWh a la matriz energética doméstica y continúa con una importante participación en la demanda de energía con el 23.5%. En conjunto el aumento en el precio de venta en 9.54% influenció el aumento de los ingresos totales en 1.93% respecto a diciembre de 2017. Los cuales, ayudaron a cubrir las cesiones del fondo de titularización en 5.82 veces.

- **Los resguardos legales de la emisión:** La emisión cuenta con dos principales resguardos: la Cuenta Restringida, que acumula un saldo mínimo de una cuota mensual de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores y las Instrucciones Irrevocables de Descuento que será ejecutada directamente por quienes hagan la función de colecturía de los ingresos que LaGeo, la cual será ejecutada por la Unidad de Transacciones, S.A de C.V.
- **Existencia de resguardos financieros:** Durante la vigencia de la emisión, la Generadora se encuentra sujeta a cumplir con los ratios financieros establecidos en el contrato de cesión de no cumplir con los límites respectivos por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento. Al 31 de diciembre LaGeo cumple con las condiciones establecidas en cada uno de los resguardos financieros.

## Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de deuda titulizada, vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 09 de abril 2018. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

## Resumen de la Estructura de Titularización

DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN.	
CONCEPTO	DETALLE
Originador	: LaGeo, S.A. de C.V. (en adelante también referido como el "LaGeo").
Emisor	: HENCORP VALORES, SOCIEDAD ANÓNIMA, TITULARIZADORA, en carácter de administradora del FTHVGEO 01 y con cargo a dicho Fondo.
Sociedad de Titularización	: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora
Clase de Valor	: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de titularización Hencorp Valores LaGeo 01, representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Monto de la Emisión	: US\$287,620,000.00 dólares norteamericanos.
Valor Mínimo de Anotaciones Electrónicas:	: CIENTO DÓLARES de los Estados Unidos de América (US\$ 100.00) y múltiplos de CIENTO DÓLARES de los Estados Unidos de América (US\$ 100.00).
Plazo de la Emisión	: La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de hasta 180 meses.
Respaldo de la Emisión	: El pago de los Valores de Titularización - Títulos de Deuda, se encuentra únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVGEO 01, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador. El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta emisión, sirviéndose de los derechos adquiridos sobre los flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos mensuales percibidos por LaGeo, S.A. de C.V.
Custodia y Depósito:	: La emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, está depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V., para lo cual será necesario presentarle el Contrato de Titularización de la emisión correspondiente y la certificación del asiento registral que emita la Superintendencia, a la que se refiere el inciso final del Artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.
Negociabilidad	: 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.
Mecanismos de Cobertura	: (i) Cuenta Restringida: se cuenta acumulado un saldo mínimo de una cuota de cesión de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores. (ii) Instrucción Irrevocable de Descuento: por medio de un contrato se compromete a que al agente colector (de igual manera al de respaldo) a transferir los flujos al Fondo de Titularización.
Destino de los Fondos de la Emisión	: Los fondos que LaGeo, recibió en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVGEO 01, serán invertidos por LaGeo para realizar operaciones determinadas como parte de la finalidad de la sociedad.
Caducidad del Fondo	: 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 LaGeo, S.A. de C.V. y la Titularizadora, dicha empresa 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 Cuatrocientos Ochenta Millones Setecientos Ochenta Mil Dólares de Los Estados Unidos de América, en concepto del valor total que como contraprestación.

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

## Instrumentos Clasificados

Características de los instrumentos calificados

DETALLE DE LA EMISIÓN	
CONCEPTO	DETALLE
Monto emitido	US\$287,620,000
Tasa Interés	5.8%
Plazo	180 meses

<b>Periodicidad Pago Intereses</b>	Mensual
<b>Monto por la Entidad Mensual</b>	US\$2,671,000 mensuales (mes 1-180)
<b>Saldo de la emisión a la fecha</b>	US\$236,136,524.00
<b>Destino de los Fondos</b>	Para realizar operaciones determinadas como parte de la finalidad de la sociedad.

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

#### DETALLE DE TRAMO EMITIDO

Tramo	Monto Emisión (US\$)	Plazo (Meses)	Cantidad de Valores	Fecha de colocación	Fecha de Vencimiento	Valor Nominal Unitario (US\$)
Tramo 1	287,620,000	180	2,876,200	11 / 12 / 2014	11 / 12 / 2029	100

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

El monto de la emisión fue US \$287,620,000 millones, con un plazo de ciento ochenta (180) meses; la cual fue representada por un solo tramo. La negociación de la emisión fue de oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa. El capital es amortizado mensual al igual que los intereses. Tanto capital como intereses pagaderos a través del procedimiento establecido por CEDEVAL, S.A. DE C.V.

Los ingresos recibidos por la colocación de los Valores de Titularización por el Fondo de Titularización (FTHVGEO 01) son invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos de cada mes de LaGeo como producto de: a) Ingresos por venta de energía; b) Ingresos financieros; y c) Otros ingresos.

#### Destino de los fondos

Los fondos que LaGeo, en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVGEO 01, son invertidos por LaGeo para realizar operaciones determinadas como parte de la finalidad de la sociedad.

#### Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros

Mediante Escritura Pública de Cesión LaGeo, S.A., cede, a título oneroso a Hencorp Valores S.A., como administradora del Fondo de Titularización - Hencorp Valores – LaGeo - FTHVGEO 01, todos los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros de ingresos mencionados anteriormente, a partir del día uno de cada mes, hasta completar el monto de cada una de las ciento ochenta mensualidades cedidas. La suma máxima del total de las ciento ochenta cuotas cedidas será hasta un máximo de US\$480,780,000.00

#### Descripción de los Flujos Futuros

La cesión de los Flujos Futuros se compone en 180 pagos mensuales; hasta un máximo de US\$480,780,000. Los flujos futuros cedidos de ingresos libres de impuestos se conforman por ingresos percibidos por: a) Ingresos por venta de energía; b) Ingresos financieros; y c) Otros ingresos. Los montos establecidos son libres de cualquier impuesto presente o que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo a LaGeo, el pago 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.

Los flujos financieros futuros recibidos por Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores LaGeo 01 son utilizados para abonar únicamente cuando esto haga falta en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida (creada en el primer mes de emisión) hasta acumular un saldo mínimo de fondos equivalente al próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros, que servirán para el pago de capital, intereses, comisiones y emolumentos; obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; las comisiones a la Sociedad Titularizadora; el saldo de costos y gastos adeudados a terceros. Cualquier remanente que existiere después de cumplir con las obligaciones antes mencionadas se devolverá al Originador.

#### Operatividad de la Estructura de Titularización

Todo pago se ha realizado por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo Titularización través de una cuenta de depósito bancario, abierta en un Banco debidamente autorizado por la SSF y esta será denominada: Cuenta Discrecional. El Fondo cuenta con las siguientes cuentas bancarias para el traslado de fondos y operatividad del Fondo de Titularización:

- **La Cuenta Discrecional:** es la cuenta operativa donde se depositarán los ingresos provenientes de las cesiones de flujos del Originador.
- **La Cuenta Restringida:** se constituyó a través de una provisión que es del monto de una cuota de cesión, incluyendo capital e intereses de las mismas, y dicha cuenta se mantendrá fija por el resto de la emisión. Destinando el 50% a Citibank El Salvador, S.A. y el 50% a Davivienda El Salvador, S.A.
- **Instrucción Irrevocable de Descuento:** Como respaldo operativo de la emisión, LaGeo, por medio del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros se compromete a transferir los montos de cesión mensual a través de girar la o las Instrucciones Irrevocables de Descuento, que mantenidas válidas y vigentes, mientras no se haya liquidado la totalidad de capital e intereses de la emisión del FTHVGEO CERO UNO, y que es

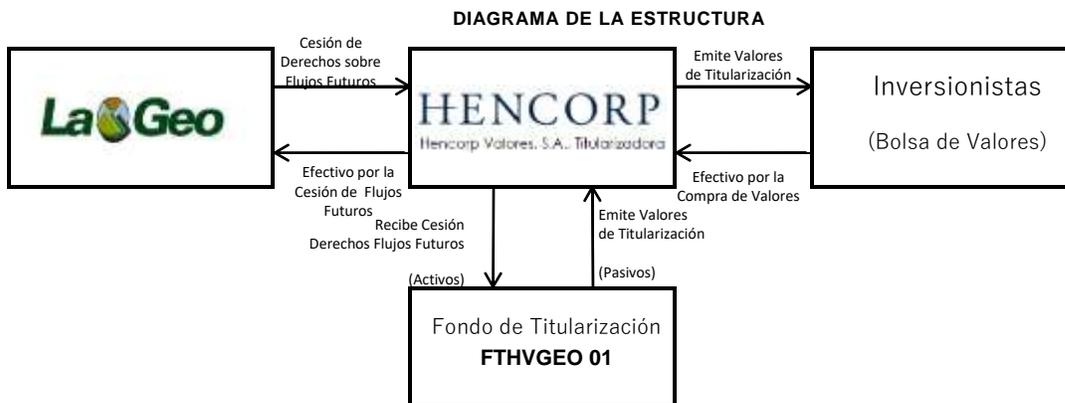
ejecutada directamente por quienes hagan la función de colectoría de los ingresos que LaGeo está facultada a percibir, la cual es ejecutada inicialmente por la Unidad de Transacciones, S.A de C.V.

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

A través de la Instrucción Irrevocable de Descuento establecida al colector autorizado independiente, se obliga al traslado de dichos fondos a la Cuenta Discrecional establecida por el Fondo y luego de haber cubierto la cesión de flujos futuros se trasladarán los sobrantes de fondos al originador. Adicionalmente, la Cuenta Restringida mantiene como saldo mínimo de una cuota mensual de capital e intereses como reserva para el Fondo de Titularización.

Los ingresos por flujos futuros son recibidos por la Cuenta Discrecional, y estos mantendrán los siguientes destinos en el siguiente orden de prelación, según lo establecido por el contrato de cesión de flujos futuros:

- i. Abono a Cuenta Restringida con el objetivo de constituir dicha cuenta la cual tendrá como mínimo el monto de una cuota incluyendo intereses y principal, y luego esta únicamente se abonará cuando esto sea necesario.
- ii. Pago de obligaciones a favor de Tenedores de Valores.
- iii. Pago de comisiones a la Sociedad Titularizadora.
- iv. Pago de saldo de costos y gastos adeudados a terceros.
- v. Cualquier remanente se devolverá al Originador.



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

### 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 la Superintendencia del Sistema Financiero.

### Resguardos Financieros

LaGeo, se encuentra sujeta a cumplir con los siguientes ratios financieros:

- **Deuda Total dividido entre Patrimonio Total:** Este ratio no podrá ser mayor a UNO. A la fecha de análisis el indicador se encuentra por debajo de lo establecido resultando en 0.54 veces, cumpliendo con lo establecido.
- **EBITDA dividido entre Servicio de Deuda:** Este ratio no podrá ser menor a UNO punto TRES. A la fecha de análisis el indicador sobrepasa lo establecido resultando en 3.52 veces, cumpliendo con lo establecido.
- **Total de Activos Circulantes dividido entre Total de Pasivos Circulantes:** Este ratio no podrá ser menor a UNO. A la fecha de análisis, el indicador fue de 1.24 veces. Vale la pena mencionar que los Activos Circulantes a tomar en cuenta para el cálculo de dicho indicador no incluyen las cuentas por cobrar relacionadas, condición establecida por el estructurador.

- **Activos Productivos dividido entre el Saldo vigente de los Valores de Titularización con cargo al FTHVGEO 01:** Este ratio no podrá ser menor a UNO punto NUEVE. A la fecha de análisis cumple con lo establecido resultando un indicador en 2.69 veces.

Si alguno de los ratios descritos anteriormente no cumple su límite respectivo por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento sobre dichos indicadores financieros. En caso se dé un incumplimiento a este ratio financiero, la Titularizadora deberá informarlo dentro de las veinticuatro horas siguientes a la determinación del incumplimiento, a la Superintendencia y al Representante de Tenedores de Valores.

### **Causales de caducidad**

---

LaGeo deberá enterar al Cesionario, como Administrador del Fondo el saldo que a esa fecha se encuentren pendientes he enterar hasta completar la cantidad de U\$ 480,780,000.00, en los casos siguientes:

- Si LaGeo, utilice los fondos obtenidos de la venta de los derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de sus ingresos en fines distintos a los establecidos en el contrato de cesión;
- Si sobre los ingresos percibidos por LaGeo, libres de impuestos, recayere embargo u otra medida cautelar impuesta por acciones de terceros sobre los mismos;
- Si en cualquier momento, la Junta General de Accionistas, la Junta Directiva vigente o la autoridad legalmente competente, resolviera modificar cualquiera de las condiciones consignadas en el contrato de cesión, en el contrato de administración de flujos financieros futuros otorgado entre LaGeo, y la Titularizadora, actuando esta como administradora del FTHVGEO 01, o en cualquiera de los acuerdos que sustentan el otorgamiento de los mismos, o bien, si se adoptaren medidas administrativas o legales que representen un cambio material adverso sobre los flujos que ha adquirido el Fondo incluyendo que no mantenga vigente y validas la o las Instrucciones Irrevocables de Descuento que se detallan en el Romano II, literal B), numeral 7) del contrato de cesión;
- En el caso que LaGeo, incumpliera con los ratios financieros establecidos y en el periodo de tres meses posterior al incumplimiento no haya podido solventar su situación de incumplimiento;
- Si el evento de mora a cargo de LaGeo, no fuere solventado en los términos que constan en el presente instrumento;
- Cuando los valores emitidos con cargo al FTHVGEO 01, no puedan colocarse en el mercado bursátil de conformidad con el Artículo setenta y seis de la Ley de Titularización de Activos;
- Si por cualquier motivo la OIP no fuera suscrita por las partes otorgantes de misma
- En general, por cualquier incumplimiento de las obligaciones que el contrato de cesión le correspondan a LaGeo.

En caso de darse cualquiera de estos casos será la Sociedad Titularizadora la responsable de invocar la caducidad e interponer las acciones correspondientes.

### **Mecanismo de redención anticipada**

---

#### **Redención de los Valores**

Al cumplirse seis meses después de su colocación, los Valores de Titularización - Títulos de Deuda podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. La redención se efectuará al valor del principal a redimir, según aparezca anotado electrónicamente en los registros de CEDEVAL, S.A. de C.V. En caso de redención anticipada, el Fondo de Titularización por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia, a la Bolsa de Valores y a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. con quince días de anticipación. La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, debiendo realizarse por medio de transacciones en la Bolsa de Valores.

#### **Procedimiento de Redención Anticipada de los Valores**

El monto de capital redimido, dejará de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago. En la fecha de redención de los valores, la Titularizadora, actuando en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, hará efectivo el pago según los términos y condiciones de los valores emitidos, debiendo realizarse por medio de transacciones en la Bolsa de Valores. En caso de realizarse la redención anticipada de los valores los Tenedores de Valores recibirán el saldo insoluto parcial o totalmente de capital de los valores emitidos y los intereses acumulados a la fecha fijada para el pago. Transcurrido este plazo y si hubiese valores redimidos no pagados, la Titularizadora mantendrá, por ciento ochenta días más el monto pendiente de pago de los valores redimidos, el cual estará depositado en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida. Vencido dicho plazo, lo pondrá a disposición de los Tenedores de Valores mediante depósito judicial a favor de la persona que acredite titularidad legítima mediante certificación emitida por CEDEVAL, S.A. de C.V.

## **Análisis de la Estructura**

---

Los factores cuantitativos y cualitativos de los derechos sobre los flujos futuros a titularizar, el nivel crediticio del Originador (LaGeo), la estructura de titularización propuesta, el operador de las cuentas del Fondo de Titularización, el monto, el Tratamiento y Prevención de Desvío de Fondos. Finalmente los aspectos legales involucrados en toda la transacción hacen que el fondo de titularización cuente con la cobertura necesaria para pagar a los inversionistas e incluso generar excedentes para la devolución al originador.

Al tratarse de una titularización de derechos sobre flujos futuros, cobra mayor importancia la capacidad de la entidad originadora (LaGeo), de crear dichos flujos que respalden la Emisión. En efecto, si la entidad cesa la capacidad de generarlos (flujos futuros), los inversionistas sufrirán pérdidas si los mecanismos de seguridad no son suficientes para cubrir el posible déficit. Es esta posibilidad de deterioro en la generación de nuevos activos la que determina que, en una titularización de derechos sobre flujos futuros, la clasificación de riesgo de la transacción esté fuertemente ligada al desempeño de la entidad que origina los flujos.

## **Factores de Riesgo**

---

A continuación se presentan los factores de riesgo asociados a la cesión derechos de flujos financieros futuros de LaGeo, S.A. de C.V.:

### **Riesgos del Fondo de Titularización**

**Riesgo de Mora:** Este riesgo está asociado a una posible disminución en la generación de la energía eléctrica. Este riesgo se refiere a cualquier evento que redunde en una disminución en los ingresos de la empresa.

**Riesgo Regulatorio:** La empresa se rige por las leyes de El Salvador. Cambios regulatorios podrían ocasionar un impacto en la generación o transferencia de los flujos financieros futuros desde la empresa hacia el Fondo de Titularización, afectando así la liquidez y solvencia del Fondo de Titularización.

**Riesgo Estratégico:** La empresa podría en cualquier momento tomar decisiones que repercutan en un cambio material adverso sobre los flujos de ingresos generados por la Institución.

### **Riesgos de la Emisión**

**Riesgo de Liquidez:** El riesgo de liquidez de un inversionista en la presente emisión está relacionado con la incertidumbre en la venta de los valores en que ha invertido en el mercado secundario, o en la incertidumbre en la obtención de liquidez sobre su inversión a través de otros mecanismos del mercado de capitales.

**Riesgo de Mercado:** El riesgo de mercado se refiere a las posibles pérdidas en que pueden incurrir los inversionistas debido a cambios en los precios de los Valores de Titularización ocasionados por variables exógenas que atienden al mecanismo de libre mercado.

## **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 primera Sociedad Titularizadora de El Salvador, la cual se denominaba Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora.

Es importante mencionar, el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero en sesión No. CD-47/2016, de fecha 29 de diciembre de 2016, autorizó la modificación del Pacto Social de la Sociedad Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, por transformación de la naturaleza jurídica de Sociedad Anónima a Sociedad de Responsabilidad Limitada, denominándose Hencorp Valores, Limitada, Titularizadora.

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, es el brindarles 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 Participantes Sociales y Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora:

Participantes Sociales	
Participantes Sociales	Participantes Sociales
Hencorp, Inc.	82.50%
Eduardo Alfaro Barillas	11.20%
FHH Corp.	6.30%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Concejo de Gerentes	
Cargo	Nombre
Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
Gerente Suplente	Felipe Holguín
Gerente Suplente	Roberto Arturo Valdivieso
Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
Gerente Suplente	Víctor Guillermo Quijano

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.

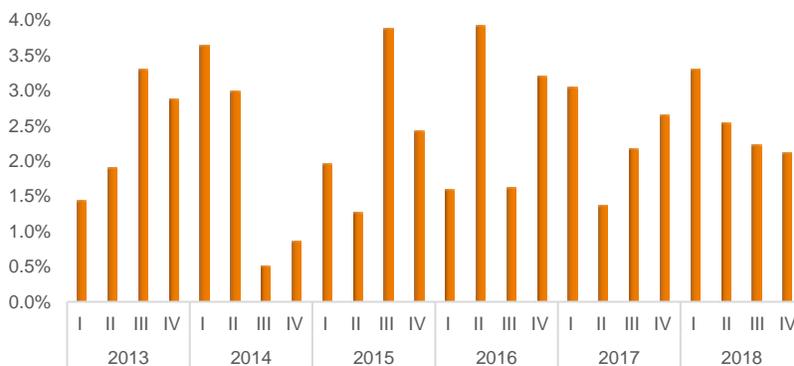
Además, es importante mencionar que los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales.

## Entorno Económico<sup>1</sup>

En el cuarto trimestre de 2018 la economía salvadoreña tuvo un crecimiento de 2.1%, el cual al ser comparado con el cuarto trimestre de 2017 muestra una reducción de 0.5 p.p, sin embargo, el crecimiento acumulado anual para el país demuestra un crecimiento económico de 2.5%, es decir, 0.2 p.p mayor al crecimiento de 2017, con ello el país concluye el año con un crecimiento por encima del crecimiento potencial, resultado del aumento en el consumo privado (+3.9%) y la formación bruta de capital (10.5%). Respecto al comercio internacional, las exportaciones crecieron en 4.5%, siendo en menor proporción al compararse con las importaciones que crecieron un 11.7%, el saldo neto del comercio internacional, merma el crecimiento económico levemente.

En términos corrientes, el PIB salvadoreño asciende a US\$26,056.9 millones, un aumento de US\$1,128.9 millones, debido al dinamismo de la demanda interna por el consumo de los hogares que gracias a las remesas presentan un mejor crecimiento, asimismo, la inversión extranjera directa en el sector industrial dinamizó la formación bruta de capital total. A nivel de sectores económicos, para el cierre del año 2018, los sectores de la economía con un mejor desempeño comparado a 2017 fueron la producciones en minas y canteras (+6.8%), construcción (+6.6%), alojamiento (+4.2%), y comercio (+3%).

### VARIACIONES ANUALES DEL PIB AL CUARTO TRIMESTRE 2018 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

## Análisis del Sector Energético

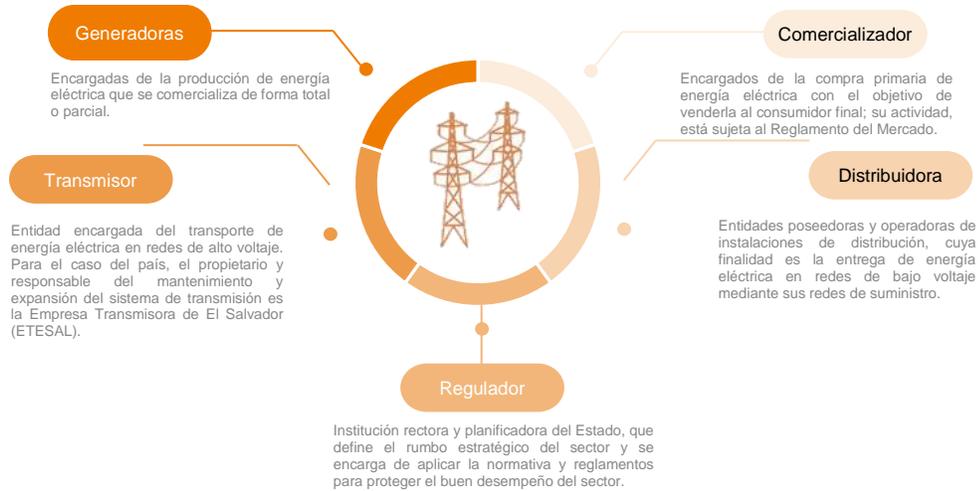
### Reseña

A diciembre de 2018, como resultado de los importantes cambios estructurales en el sistema económico aplicados en la década de los noventa en los países de América Latina, se definió que el sector energético del país fuera regulado

<sup>1</sup> Con fuente de información suministrada por el BCR con Base de Datos Económica al 31 de diciembre de 2018.

por la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET)<sup>2</sup>, y principalmente por la “Ley General de Electricidad” y su reglamento, así como por sus posteriores reformas y adiciones. Asimismo, el rol normativo del sector lo ejerce el Consejo Nacional de Energía (CNE), que tiene la misión de elaborar, proponer, coordinar y ejecutar las políticas, programas, proyectos y acciones que promuevan un funcionamiento eficiente de las actividades de generación, transporte y distribución de la energía eléctrica.

En este sentido, el sector eléctrico del país se compone de diversos agentes estatales y privados, que en conjunto integran el Mercado Mayorista de Energía Eléctrica del país:



Fuente: CEL, ETESAL y CNE / Elaboración: PCR

Las interacciones de estos agentes se encuentran descritas en el Plan indicativo de la Expansión de la Generación Eléctrica de El Salvador 2012 – 2026 y en la Política Energética Nacional (Política Estratégica 2010 – 2024). En ellas se contemplan la planificación energética, proyección de la demanda de electricidad, proyección de precio del combustible, evaluación de proyectos de inversión, las líneas estratégicas y actividades relacionadas.

Asimismo, se promueve la inversión de energía renovable por medio de incentivos fiscales descritos en la Ley de Incentivos Fiscales para Fomentar la Energía Renovable en la Generación de Electricidad, donde se menciona diez años de exención del pago de los Derechos Arancelarios de importación de máquinas, equipos, materiales e insumos, excepciones de impuesto sobre la renta por la comercialización de energía y el pago de todo tipo de impuesto sobre los ingresos de la venta de las Reducciones Certificadas de Emisiones a los proyectos que se encuentren registrados y certificados del Mecanismo para un Desarrollo Limpio (MDL).

### Hechos Relevantes

- En febrero de 2019, El Ministerio de Economía (MINEC) realizó la firma del primer contrato de estabilidad jurídica para las inversiones, entre el Gobierno de El Salvador y la sociedad Ventus S.A de C.V, que desarrollará el Parque Eólico Ventus, en el país. Este proyecto tendrá capacidad para proveer de energía eléctrica a unos 80 mil hogares, contará con una capacidad instalada de generación de 54 megavatios (MW) y tendrá una inversión de \$73,230,000. La construcción del proyecto iniciará este año y estará ubicado en el cantón La Joya, municipio de Metapán, en la zona noroccidental de El Salvador.
- A mayo de 2017, se inauguró la planta de energía Providencia Solar y corresponde a la primera central fotovoltaica financiada por el BID y NEOEN (empresa de capital francés) por un monto de US\$ 151 millones que ofrecerá energía solar a escala de servicio público. Diseñada con una capacidad de 101 MW de potencia. Parte de la capacidad por 76 MW fue otorgada a través de las licitaciones que en el 2014 fue impulsada por las Distribuidoras de energía DELSUR y el Gobierno Central. El resto se realizó por medio de negociaciones privadas.

<sup>2</sup> Institución autónoma de servicio público sin fines de lucro, creada por Decreto Legislativo N.º 802 de fecha 12 de septiembre de 1996; con atribuciones para aplicar las normas contenidas en tratados internacionales sobre electricidad y telecomunicaciones vigentes en El Salvador, así como las leyes y reglamentos que rigen los sectores de Electricidad y de Telecomunicaciones.

- El 8 de febrero de 2017, el Gobierno de El Salvador, aprobó cambios a la forma y montos en los que aplica el subsidio a la energía eléctrica. Lo anterior, resultó para hogares con consumos de hasta 60 KWh al mes, el subsidio aplicará en la factura un máximo de \$3, y para los hogares con consumos hasta 99 KWh, el monto será de un máximo de \$4, lo anterior será aplicada a usuarios residenciales de bajos ingresos. Esta medida sustituye a la presentada en abril de 2015 cuando entró en vigencia la reducción del subsidio a la energía eléctrica excluyendo a los clientes residenciales con consumo entre los 100 kWh y 200 kWh al mes, dicho beneficio se aplicó para aquellos hogares con un consumo entre 1 kWh y 99kWh al mes.

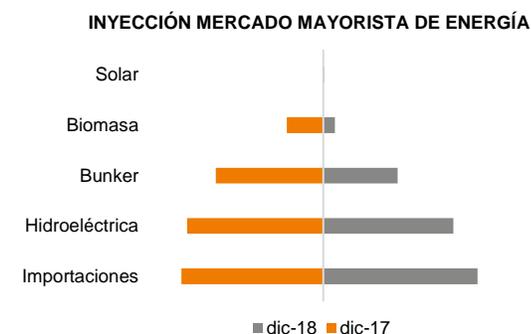
## Composición del Sector Eléctrico de El Salvador

### Matriz energética

En el país, la matriz energética está distribuida en hidroeléctrica, geotérmica, térmica, importaciones y fotovoltaica. La hidroeléctrica, geotérmica y fotovoltaica consideradas fuentes renovables, obtienen en conjunto al cierre del 2018 una representación del 49.3% de la energía suministrada a la demanda del Mercado Mayorista de Energía (MME), en cambio, la térmica representó el 21.7% y las importaciones el 29%.

Excluyendo las importaciones, las fuentes hidroeléctricas mantienen la mayor participación dentro de la matriz energética con el 24.5% a diciembre de 2018, pero reflejaron una disminución interanual de 4.4%; como producto de las condiciones climáticas que tuvieron pronósticos de lluvia por debajo de lo normal y por el fenómeno del polvo del Sahara que trajeron escasez de lluvia por varias semanas.

En cambio, las fuentes derivadas del petróleo presentaron una importante disminución en la participación dentro de la matriz energética al pasar de 26% en diciembre de 2017 a 21.7% en diciembre de 2018. Asimismo, mostraron una disminución interanual de 19.7% en la demanda acumulada, derivado de los incentivos fiscales otorgados por el gobierno para la diversificación de la matriz energética, específicamente al estímulo dado a los proyectos relacionados con energías renovables.



**INYECCIÓN DE ENERGÍA A LA DEMANDA %**

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
<b>Hidroeléctrica</b>	<b>28.2%</b>	<b>21.4%</b>	<b>19.8%</b>	<b>25.5%</b>	<b>25.2%</b>
<b>Geotérmica</b>	<b>23.8%</b>	<b>22.7%</b>	<b>23.1%</b>	<b>23.0%</b>	<b>23.5%</b>
<b>Térmica</b>	<b>43.5%</b>	<b>43.4%</b>	<b>43.3%</b>	<b>26.9%</b>	<b>22.4%</b>
<i>Diésel</i>	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%
<i>Bunker</i>	39.6%	38.0%	37.1%	20.1%	14.4%
<i>Biomasa</i>	0.0%	5.5%	6.2%	6.8%	2.2%
<b>Importaciones</b>	<b>9.7%</b>	<b>18.9%</b>	<b>19.7%</b>	<b>26.5%</b>	<b>29.9%</b>
<b>Total inyecciones MME</b>	<b>105.2%</b>	<b>106.4%</b>	<b>105.8%</b>	<b>103.4%</b>	<b>103.1%</b>
Exportaciones	3.4%	4.5%	4.0%	1.5%	1.2%
Pérdida de transmisión	1.8%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%
<b>Demanda MME</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: CNE y UT, S.A. / Elaboración: PCR

En cuanto a las importaciones, reflejaron un aumento interanual de 8.8%, derivado de las compras al extranjero que generaban mejores rendimientos financieros, es decir, que resultaba más barato comprar energía que generarla en el país.

Al observar la demanda acumulada en el MME, se visualiza que al periodo de estudio cerró con 6,313.2 GWh, registrando una disminución interanual de 248 GWh (3.8%), como producto de las disminuciones en las fuentes térmicas e hidroeléctricas que fueron parcialmente contrarrestadas por el aumento de las importaciones.

El sector eléctrico de El Salvador se caracteriza por contar con un Mercado Mayorista Energético (MME), que dispone de una Unidad de Transacciones encargada de administrar y asegurar la calidad del suministro. Asimismo, el sector generador se integra por catorce empresas, mayormente representados por la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL), institución estatal que administra la planta hidroeléctrica y las cuatro centrales que se encuentran en ella: Guajoyo, 5 de noviembre, 15 de septiembre y Cerrón Grande. Asimismo, a partir del 12 de diciembre de 2014, luego del acuerdo entre la empresa Enel Green Power S.P.A y la Estatal Salvadoreña, las acciones de la LaGeo se encuentran en manos de Inversiones Energéticas (INE) empresa subsidiaria de la CEL; de esta forma, a diciembre de 2018, el sector estatal inyectó el 62.60% al Mercado Mayorista de Energía.

En relación con el parque generador doméstico, la CEL se ubica como la principal institución que inyecta energía al MME con una participación de 32.4% seguido por la LaGeo con el 30.2% y Orazul Energy con 13.2%. Sobre esta composición, a diciembre de 2018 las fuentes hídricas aumentan su participación en el mercado salvadoreño.

**INYECCIONES DE ENERGÍA ELÉCTRICA POR PARTICIPANTE (GWH)**

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
CEL	1,713.00	1,349.00	1,257.60	1,614.90	1,543.70
LAGEO	1,444.10	1,432.40	1,467.20	1,460.00	1,437.20

NEJAPA POWER	376.50	440.33	387.30	22.80	69.00
ORAZUL ENERGY	806.00	851.40	1,002.50	692.00	629.20
INE	560.30	490.92	439.90	237.00	213.20
TERMOPUERTO	473.60	492.80	463.00	293.40	233.10
TEXTUFIL	171.30	99.50	58.50	19.00	154.30
BOREALIS	4.90	7.30	4.10	-	46.50
GECSA	6.80	13.05	6.30	0.90	2.80
HICALSA	4.30	-	0.34	0.16	0.50
CASSA	131.00	122.25	100.00	77.80	85.70
ING. EL ANGEL	78.50	70.50	130.80	134.30	133.20
ING. LA CABAÑA	17.50	11.86	41.20	53.30	60.40
CHAPARRASTIQUE	5.10	140.35	122.80	167.60	155.90
<b>Total</b>	<b>5,792.90</b>	<b>5,521.66</b>	<b>5,481.54</b>	<b>4,773.16</b>	<b>4,764.70</b>

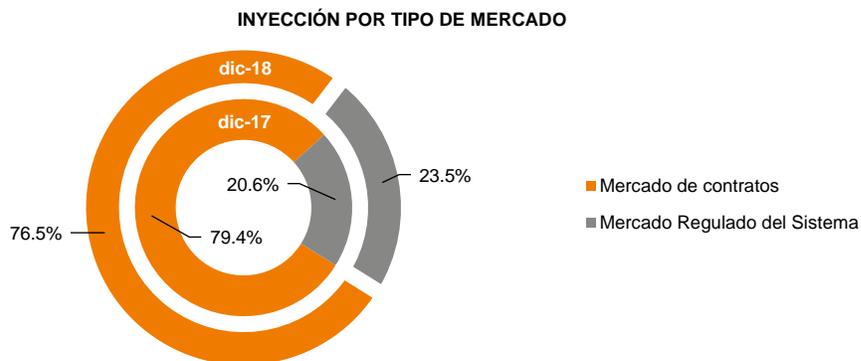
Fuente: CNE / Elaboración: PCR

En diciembre 2017, se incorporó al mercado eléctrico la primera planta de energía de fuente fotovoltaica nombrada Providencia Solar, la cual inyectará 60 MW adicional a la capacidad instalada doméstica. Con lo anterior, la capacidad instalada en el sector energético de El Salvador resultó aproximadamente de 1846 MW.

El mercado de energía eléctrica salvadoreño está basado en la remuneración a los participantes generadores, en base a sus costos de producción y por contratos financieros, de acuerdo con el Reglamento de Operación del Sistema de Transmisión y del Mercado Mayorista Basado en Costos de Producción (ROBCP). Además, opera bajo dos modalidades, por medio del mercado de contratos y el mercado regulador del sistema.

El mercado de contratos se estableció en el artículo 86-A del Reglamento de la Ley General de Electricidad, donde se describe que las distribuidoras se encuentran obligadas a seguir suscribiendo contratos, al menos hasta cubrir el 80% de la demanda máxima, incluyendo convenios entre operadores de manera independiente (bilateral). En cambio, el mercado regulador del sistema, opera por medio de contratos a corto plazo, y de acuerdo con el reglamento de la Ley General de Electricidad en el artículo 69, los precios y condiciones de los contratos de suministro de energía entre operadores estarán limitados únicamente por la voluntad de las partes y por la Ley y para su perfeccionamiento no será necesaria la intervención de terceros.

De acuerdo con cifras de la UT el mercado de contratos totalizó 4,964 GWh a diciembre 2018, representando el 76.5% del total de la energía consumida; lo que garantiza a los generadores la compra de su energía por un período de tiempo en el largo plazo, además de estabilizar el precio de la energía.

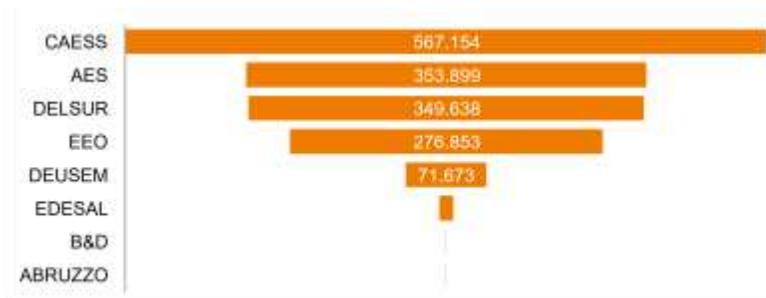


Fuente: UT, S.A. / Elaboración: PCR

### **Distribuidores**

A junio de 2018, última información disponible a la fecha del análisis, se encontraron operando siete compañías principales distribuidoras eléctricas de capital privado. Cada una opera en un marco geográfico no concesionado, aunque delimitado por zonas. En este sentido, la Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador S.A. de C.V. (CAESS) representa el 35.07% del total de clientes del país concentradas en las zonas de Chalatenango, Cuscatlán, Cabañas y la Zona Norte de San Salvador, seguida por Distribuidora de AES CLESA & Cía. S. en C. de C.V. con el 21.68% y Electricidad del Sur S.A. de C.V. con el 21.42%, juntas representan el 77.83% de los clientes del país.

### **PARTICIPACIÓN EN CLIENTES DE DISTRIBUIDORAS**



Fuente: SIGET / Elaboración: PCR

### Precios

Para mantener control sobre el precio de la energía, el Gobierno de El Salvador estableció un pliego tarifario, el cual se valida cada tres meses con relación al costo de energía y cada cinco años con relación al costo de comercialización y distribución. A partir de diciembre de 2011, el precio de la energía ha ido disminuyendo de acuerdo con la implementación del nuevo modelo basado en costos de producción y los contratos de largo plazo, lo que permitió ubicarse por debajo de los US\$ 100 MWh.

No obstante, dicha tendencia se ha visto afectada en los últimos dos años, evidenciando un aumento interanual en diciembre de 2017 y 2018. En esta línea, el precio promedio en el MRS se ubicó en US\$ 112.9 MWh, reflejando una variación del 23.4% respecto con diciembre de 2017 (US\$ 91.5 MWh). Los precios de la energía fueron severamente afectados por períodos de sequía y variaciones en los precios del combustible. Sin embargo, para mitigar variaciones extremas, las distribuidoras compran la energía por medio de contratos a largo plazo, lo que garantiza una estabilización en los precios.

#### EVOLUCIÓN DEL PRECIO PROMEDIO DE LA ENERGÍA EN US\$/MWH

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Precio Promedio interanual - MRS MWh	164.67	105.03	81.80	91.47	112.88

Fuente: UT, S.A. / Elaboración: PCR

### Pliego Tarifario

De acuerdo con la Ley General de Energía en el Artículo 67, los cargos por uso de la red de distribución son calculados usando una metodología establecida por SIGET que toma en cuenta los costos promedios de inversión, operación y mantenimiento de la red de distribución. El cargo promedio por uso de la red de distribución expresado en US\$/kW mes se calcula con base en la capacidad requerida a cada nivel de tensión, sin tomar en cuenta la energía suministrada.

Por su parte, el precio de la energía eléctrica resulta de los cargos de comercialización, cargos de energía y cargos de distribución con base a los datos del MRS proporcionados por la Unidad de Transacciones y los precios de los Contratos de Largo Plazo Trasladables a Tarifas. En este sentido, los precios se diferencian por tipo de demandante, clasificados en demandas pequeñas, medianas y grandes demandas.

Se consideran demandantes pequeños a los usuarios que consumen entre cero y diez kW/mes, en particular, este tipo de demandante recibe del Gobierno de la República un subsidio por el consumo de energía, comúnmente son clientes residenciales cuyo consumo es menor o igual a 200 kWh mensuales; sin embargo, a partir del nuevo pliego tarifario al 15 de abril de 2015 el subsidio únicamente aplica para hogares con un consumo entre 1 kWh y 100 kWh. El rango entre los 10 kW hasta 50 kW corresponde a las medianas demandas y el requerimiento mayor de 50 kW pertenece a las grandes demandas.

### Proyección de Generación Eléctrica

De acuerdo con las cifras proyectadas del Consejo Nacional de Energía, se estima que el crecimiento de la demanda de energía pase del año 2019 de 7,418.44 GWh a 8.853.36 GWh en el año 2024; un crecimiento para cada año del 4%. En relación con lo anterior, se describen los proyectos de generación de energía y sus proyecciones:

#### DETALLE DE ENERGÍA PROYECTADA

Nombre	Tipo	MW	Año probable
5 de noviembre	Hidroeléctrica	80.00	2018
Berlín U6	Geotérmica	4.85	2018
Energía del Pacífico	Gas natural	355.00	2020
Cimarrón	Hidroeléctrica	261.00	2022
<b>Total</b>		<b>748.10</b>	

Fuente: CNE / Elaboración: PCR

Además, el Plan indicativo de la Expansión de la Generación Eléctrica de El Salvador 2014 – 2024, contempla la Política Energética, para dar respuesta a la demanda de energía prevista, la cual incluye instalar mayor capacidad, a través de proyectos renovables, geotérmicos, térmicos o mediante intercambios con los sistemas eléctricos vecinos.

Dichas acciones encaminarán a aprovechar los recursos hidroeléctricos y geotérmicos del país. Adoptando una estrategia mediante la fuente del gas natural que permitirá un margen de tiempo necesario para realizar las inversiones en tecnologías e infraestructuras necesarias para potenciar la generación hidroeléctrica y geotérmica fundamentada con proyectos amigables con el medio ambiente.

Asimismo, se espera que el parque eólico siga aumentando la generación de energía limpia y beneficie a más de ochenta mil hogares. Por lo que se espera que la matriz energética continúe su transformación en beneficio del medio ambiente y de los habitantes del país.

## **Análisis del Originador**

LaGeo, es una empresa generadora de energía eléctrica a base de recursos geotérmicos, que surge en el año de 1999 como parte del proceso de modernización del Estado salvadoreño.

Actualmente, cuenta con dos campos y centrales en operación, la central geotérmica Ahuachapán y la central geotérmica Berlín en Alegría, departamento de Usulután, desde las cuales aporta una cuarta parte de la energía eléctrica que se produce en el país, convirtiendo a El Salvador en uno de los países que hace más uso de la geotermia en su matriz energética en el mundo.

También tiene los derechos de concesión de los campos geotérmicos de San Vicente y de Chinameca, que actualmente se encuentran en la fase de exploración y evaluación del recurso para su potencial desarrollo en ambos campos. Adicionalmente, trabaja en desarrollar nuevos proyectos energéticos, con el fin de contribuir a satisfacer la creciente demanda de energía eléctrica del país. A la fecha de análisis la capacidad instalada se mantiene en 204.4 MW.

## **Gobierno Corporativo del Originador**

LaGeo S.A. de C.V. es Subsidiaria de Inversiones Energéticas, S.A. de C.V., compañía descentralizada del Gobierno de El Salvador y Subsidiaria de la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL). La compañía fue constituida el 31 de julio de 1998 bajo la denominación de Geotermica Salvadoreña, S.A. de C.V., conforme a las Leyes de la República de El Salvador como una Sociedad Anónima de Capital Variable e inició operaciones el 1 de noviembre de 1999. Con fecha 5 de junio de 2003, se acordó mediante escritura pública de modificación de sociedades, cambiar la denominación social de la Compañía por el nombre de LaGeo S.A. de C.V.

Luego del acuerdo entre la empresa Enel Green Power S.p.A y la Estatal salvadoreña el 12 de diciembre de 2014, las acciones de la LaGeo se encuentran a manos de Inversiones Energéticas (INE) empresa subsidiaria de la CEL.

La actividad principal es la generación y comercialización de energía eléctrica a partir de los recursos geotérmicos. Actualmente la compañía opera las centrales geotérmicas de Ahuachapán y Berlín, ubicadas en los Departamentos de Ahuachapán y Usulután, respectivamente.

## **Accionistas**

En el siguiente cuadro se detallan los principales accionistas de LaGeo S.A. de C.V., según el Libro de Registro de Accionistas compuesto por 37,039 miles números de acciones con valor nominal de US\$ 10 cada una.

### **ACCIONISTAS DE LAGEO S.A. DE C.V.**

<b>Accionista</b>	<b>Participación Accionaria</b>
Inversiones Energéticas S.A. de C.V.	99.99%
Compañía de Luz Eléctrica de Ahuachapán, S.A.	0.01%
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>

*Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR*

## **Junta Directiva**

En el siguiente cuadro se detalla la Junta Directiva de LaGeo, S.A. de C.V.

### **JUNTA DIRECTIVA DE LAGEO, S.A. DE C.V.**

<b>Director</b>	<b>Cargo</b>
Ing. Daniel Ernesto Rodríguez Mena	Director Presidente
Lic. Luis Mario Soriano García	Director Secretario
Arq. David Antonio López Villafuerte	Primer Director
Dr. Alberto Antonio Imberton Iraheta	Segundo Director
Lic. William Emigdio López Cardoza	Primer Director Suplente
Dra. Veronica Alicia Quinteros de Rodríguez	Segundo Director Suplente
Lic. Romeo Aurora Giammattei	Tercer Director Suplente
Lic. Guillermo Mauricio Barreto Perea	Cuarto Director Suplente

*Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR*

## Plana Gerencial

LaGeo S.A. de C.V., tiene una oficina central para la mayoría de sus operaciones, así como cuenta con gerencias independientes para cada una de las centrales que administra. En opinión de PCR la Plana Gerencial cuenta con experiencia en el sector energético y se encuentra compuesta por:

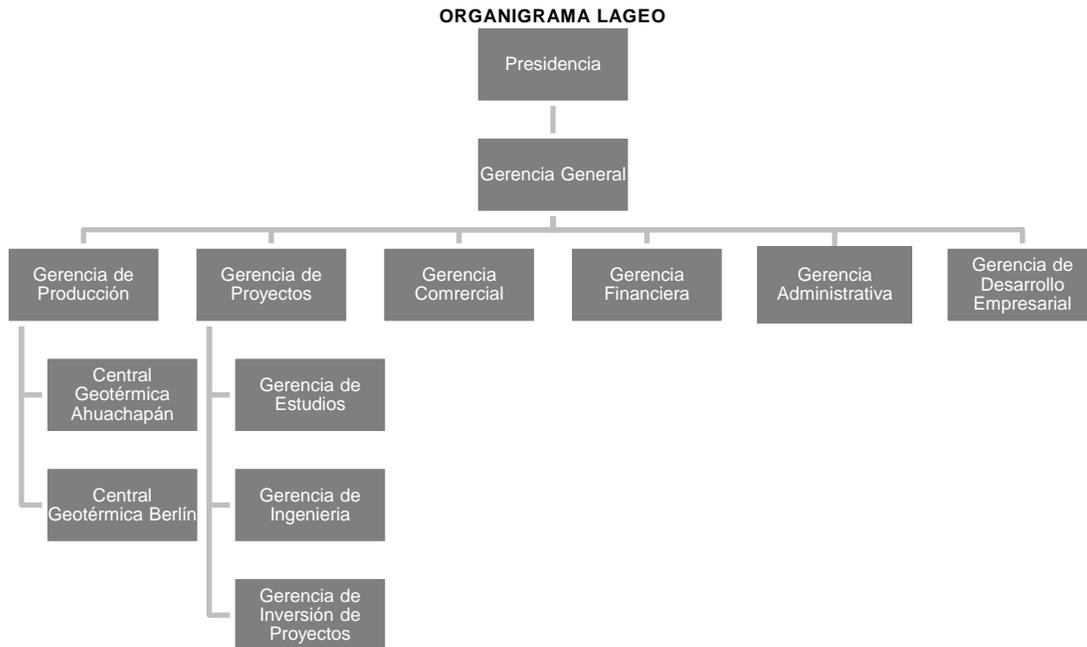
**PLANA GERENCIAL DE LAGEO, S.A. DE C.V.**

Funcionario	Cargo
Tomas Antonio Campos Villafuerte	Gerente General
José Roberto Estévez Salas	Gerente Comercial
Rosa Noemy Escobar Ayala	Gerente de Ingeniería
Carmen Isabel Iraheta Melgar	Gerente Administrativa Financiera
Evelyn Emilia Soriano Vaquerano	Gerente de Recursos Humanos
Julio Alberto Guidos Pineda	Gerente de Estudios y Evaluación
Jorge Alberto Castillo Noyola	Gerente de Proyectos
Mario Ernesto Ávila Sandoval	Gerente de Producción
Hugo Renato Jacobo Castaneda	Gerente de Desarrollo Empresarial y Sistemas
Roberto Armando Montes Rivera	Gerente Central Berlín
Angel Roberto Menjivar Calderon	Gerente Central Ahuachapán

**Fuente:** LaGeo S.A. de C.V. / **Elaboración:** PCR

## Organigrama Administrativo de LaGeo S.A. de C.V

LaGeo ha adoptado la estructura de gestión de riesgos siguiente:



*Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR*

## Hechos Relevantes

- En julio de 2018 recibe el premio a la excelencia, por su programa geotérmico gubernamental, entregado en el quinto congreso de geotermia en América Latina.
- Durante el primer trimestre del 2017, el precio de la tarifa de energía experimentó una disminución del 15.9%, factores que interviene para el ajuste se encuentran la adecuada administración de los embalses para la generación eléctrica, incremento en la producción por biomasa, las importaciones y la generación térmica, adicionalmente ha contribuido los procesos de licitación de contratos a largo plazo en sintonía a los cambios regulatorios establecidos.
- A partir del 12 de diciembre de 2014, luego del acuerdo entre la empresa Enel Green Power S.p.A y la Estatal salvadoreña, las acciones de la LaGeo se encuentran a manos de Inversiones Energéticas (INE) empresa subsidiaria de la CEL; de esta forma es el sector estatal quien inyecta el 41.43% al Mercado Mayorista.
- El 11 de diciembre de 2014, LaGeo, a través de Hencorp Titularizadora, coloca en el mercado de valores de El Salvador, la emisión de Valores de Titularización, VTHVGE01, por un total de US\$287.62 millones.
- La Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones inició procedimiento administrativo contra LaGeo, S.A. de C.V., por supuestos incumplimientos en los términos de la contratación, para la explotación del recurso geotérmico del Campo Geotérmico de Berlín, LaGeo mediante escrito con fecha 15 de octubre de 2012 solicitó el cierre del expediente iniciado por SIGET mediante el acuerdo ya relacionado por no poseer las facultades constitucionales para seguir conociendo en el tema de concesiones, de acuerdo a sentencia de inconstitucionalidad.
- La Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones inició procedimiento administrativo contra LaGeo, S.A. de C.V., por supuestos incumplimientos en los términos de la contrata, para la explotación del recurso geotérmico del Campo Geotérmico de Ahuachapán. Considero que el mismo será afectado por la sentencia de inconstitucionalidad que se detalla a continuación.

## Análisis Financiero

El análisis financiero se ha realizado con base en los Estados Financieros Auditados 2015 – 2017 y no auditados a diciembre de 2018; preparados en conformidad a los Principios de Contabilidad Gubernamental, Dependencia del Ministerio de Hacienda de El salvador, las cuales son una base contable distinta a las Normas Internacionales de Información Financiera, (NIIF)

## Análisis del Balance General

### Activos

Al 31 de diciembre de 2018, los activos de LaGeo ascienden a US\$800.35 millones, superior en US\$15.17 millones (+1.93%) en comparación a diciembre de 2017. Los activos no corrientes han impulsado el aumento en US\$61.06 millones, consecuencia de poseer un monto mayor de cuentas por cobrar de largo plazo, así como de incrementar el valor de sus inversiones y la adquirió de nueva maquinaria para las dos plantas geotérmicas. Sin embargo, durante el periodo también se registraron disminuciones, mismas que se encuentran en su totalidad en los activos corrientes, como las cuentas por cobrar a empresas del mismo sector de corto plazo, y las inversiones disponibles para la venta, ambas cuentas disminuyeron los activos del periodo en US\$52.94 millones.

#### ESTRUCTURA DE LOS ACTIVOS (US\$ MILLONES)

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Total de Activos Corrientes	162.56	91.39	86.82	133.16	87.27
Total de Activos no Corrientes	642.89	667.71	670.40	652.02	713.08
<b>Activos Totales</b>	<b>805.45</b>	<b>759.10</b>	<b>757.22</b>	<b>785.18</b>	<b>800.35</b>

Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR

### Pasivos

Los pasivos de la institución presentan un incremento de US\$18.35 millones (+6.16%), caso contrario a los activos, son los pasivos corrientes los que impulsaron el aumento de las obligaciones de la institución; siendo la emisión de nuevos tramos de papel bursátil y cuentas por pagar de corto plazo quienes aumentan los pasivos corrientes en US\$26.86 millones, soportado por la reducción de los pasivos de largo plazo, en específico el pago de la deudas crediticias y del fondo de titularización.

#### ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS (US\$ MILLONES)

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Total Pasivo Corriente	72.48	89.46	86.37	50.83	78.76
Total Pasivo no Corriente	285.38	272.95	292.24	246.84	237.26
<b>Pasivos Totales</b>	<b>357.86</b>	<b>362.41</b>	<b>378.61</b>	<b>297.67</b>	<b>316.02</b>

Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR

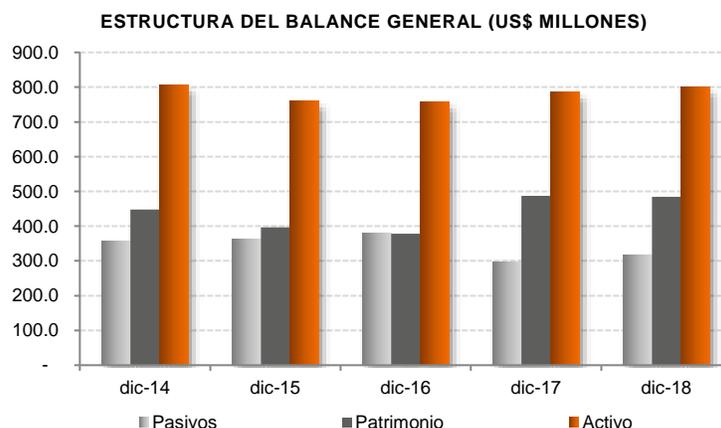
### Patrimonio

El patrimonio total de LaGeo S.A. de C.V., al 31 de diciembre de 2018 fue de US\$484.33 millones, mostrando una disminución interanual de US\$3.18 millones (-0.65%). El capital social representa el 76.48% del patrimonio total al periodo de análisis. Por su parte la reserva legal presenta un aumento de US\$5.41 millones (+8.60%), el efecto negativo en el patrimonio viene dado por la disminución en el resultado de ejercicios acumulados que se redujo en US\$8.58 millones. Cabe señalar, luego del acuerdo entre la empresa Enel Green Power S.p.A y la estatal salvadoreña, las acciones de la LaGeo se encuentran con el 99.99% a nombre de Inversiones Energéticas (INE) empresa subsidiaria de la CEL.

#### ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO(US\$ MILLONES)

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Capital Social	292.89	292.89	292.89	370.39	370.39
Reserva Legal	58.58	58.58	58.58	62.86	68.26
Resultados del Ejercicio	96.11	-	-	-	-
Resultados Acumulados	-	45.22	27.14	54.25	45.67
<b>Patrimonio Total</b>	<b>447.58</b>	<b>396.69</b>	<b>378.61</b>	<b>487.50</b>	<b>484.33</b>

Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR



*Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR*

## Análisis de Resultados

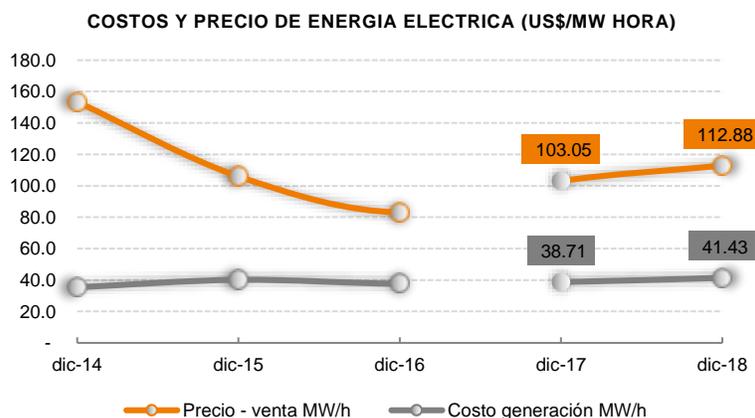
### Ingresos

Los ingresos obtenidos por LaGeo ascienden a US\$186.55 millones, obteniendo US\$19.67 millones (+11.79%) más de los obtenidos en diciembre de 2017, esto debido a que el precio de venta de la energía eléctrica subió interanualmente en US\$9.83 MW/h, además el aumento de las inversiones le permite a la institución obtener mayores ingresos financieros por el cobro oportuno de los intereses devengados.

**ESTRUCTURA DE LOS INGRESOS (US\$ MILLONES)**

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Venta de energía y otros ingresos	221.51	151.85	121.98	150.45	165.12
Ingresos por intereses	3.78	17.80	16.40	16.43	21.43
Otros ingresos	1.28	(1.16)	(1.96)	0	0
<b>Total Ingresos</b>	<b>226.57</b>	<b>168.49</b>	<b>136.43</b>	<b>166.87</b>	<b>186.55</b>

*Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR*



*Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR*

### Costos y Gastos

Por su parte los costos y gastos del periodo ascienden a US\$135.47 millones, aumentando la salida de efectivo en US\$6.05 millones (+4.67%), el cual fue influenciado por el aumento en los costos de producción de la energía eléctrica, de igual manera, los gastos administrativos pasaron de US\$21.95 millones en diciembre de 2017 a US\$27.88 a la fecha de análisis, cabe destacar que el aumento en el resultado del ejercicio influyó en el aumento de pago de impuestos y contribuciones.

**ESTRUCTURA DE LOS COSTOS Y GASTOS (US\$ MILLONES)**

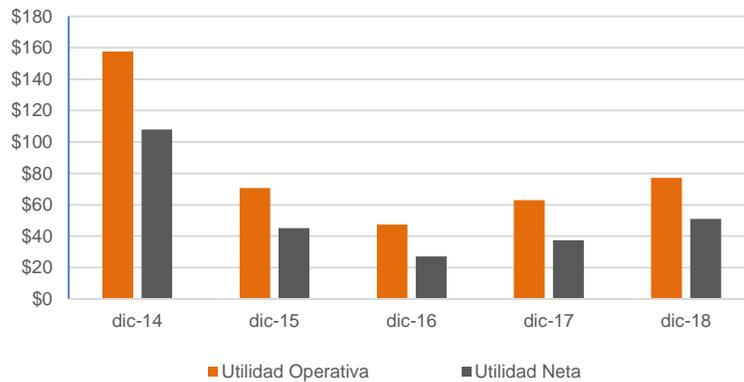
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Costo de producción de energía y otros	51.10	57.55	55.23	56.52	59.54
Gastos de administración	12.39	23.23	18.99	21.95	27.88
Gastos de venta	0.50	0.45	0.48	0.54	0.55
Gastos de investigación y desarrollo	0	0	0	8.53	0

Otros gastos	-1.28	1.16	1.96	0.36	4.66
Gastos financieros	1.52	20.05	19.53	17.85	16.63
Impuesto sobre la renta	48.07	21.75	13.39	20.77	23.44
Contribución especial	0	0.24	1.66	2.88	2.76
<b>Costo y Gastos totales</b>	<b>112.30</b>	<b>124.43</b>	<b>111.25</b>	<b>129.42</b>	<b>135.47</b>

Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR

El nivel de utilidad de LaGeo presentan una mejoría al ser comparados interanualmente, consecuencia de que se generaron mayores ingresos (principalmente operativos), en comparación de los costos y gastos. A nivel operativo la institución obtuvo una utilidad de US\$77.15 millones en ganancia, superior a los US\$62.90 millones de diciembre de 2017. Tras descontar los impuestos y contribuciones del periodo, la utilidad neta fue de US\$51.08 millones, es decir, se obtuvo un aumento de US\$13.62 millones (+36.37%).

#### UTILIDAD OPERACIONAL Y NETA (US\$ MILLONES)



Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR

#### Análisis de Rentabilidad

En retrospectiva, la variación en los precios que autoriza la SIGET se encuentra estrechamente ligada al nivel de ingresos de LaGeo, en este sentido el incremento de la utilidad neta reportada en diciembre de 2018 resultó por un mejor precio de venta. La condición mencionada anteriormente implicó también el incremento de los márgenes bruto, operativo y neto (1.51, 4.91, 6.004 puntos porcentuales respectivamente)

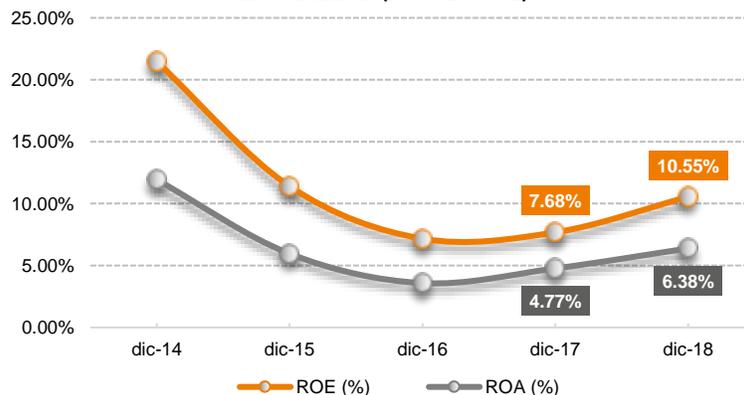
#### RESUMEN DE MÁRGENES BRUTO OPERATIVO Y NETO (PORCENTAJE)

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Margen Bruto	76.93%	62.10%	54.72%	62.43%	63.94%
Margen Operativo	71.11%	46.51%	38.76%	41.81%	46.72%
Margen Neto	43.39%	29.78%	22.25%	24.90%	30.93%

Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR

A diciembre de 2018, los niveles de utilidad se vieron mejorados, el retorno sobre activos alcanzo un valor de 6.38%, superior al registrado a diciembre del año anterior (4.77%). Por su parte la rentabilidad patrimonial fue de 10.55% (7.68% a diciembre 2017), las variaciones antes descritas fueron reflejo del aumento de la utilidad neta vinculado a mayores ingresos.

#### RENTABILIDAD (PORCENTAJE)



Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR

## Liquidez

Los indicadores de liquidez se vieron afectados por el aumento de los pasivos corrientes (+54.94%) en comparación de la disminución que presentaron los activos corrientes (-34.46%), resultando a la fecha de análisis, en una disminución del índice de liquidez general, en 1.51 veces, casi en igual medida se redujo el indicador de prueba ácida, el cual al omitir el volumen del inventario, se obtuvo una cobertura de los activos corrientes respecto a los pasivos de 0.79 veces. Por su parte el efectivo disponible para hacer frente a cualquier obligación necesaria de forma inmediata es de US\$8.51 millones.

LIQUIDEZ (VECES/ US\$ MILLONES)					
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Liquidez General	2.24	1.02	1.01	2.62	1.11
Prueba Ácida	1.83	0.87	0.74	2.14	0.79
Capital de Trabajo (US\$ Millones)	90.08	1.94	0.45	82.33	8.51

Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR

## Endeudamiento y Solvencia

AL 31 de diciembre los niveles de endeudamiento y solvencia se vieron afectados por el incremento de los pasivos corrientes, así por ejemplo el endeudamiento patrimonial fue de 0.65 veces, mayor en 0.04 veces que en el periodo pasado, es decir que los pasivos están menos resguardados por el capital propio, asimismo el ratio de activos entre pasivos, presenta una disminución de 0.09 veces, teniendo un menor nivel de cobertura respecto al periodo pasado.

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA (VECES)					
Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Pasivo/Patrimonio	0.80	0.91	1.00	0.61	0.65
Activo/Pasivo	2.25	2.09	2.00	2.64	2.53

Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR

## Proyecciones y cobertura de la emisión

La titularización de LaGeo sobre los primeros ingresos futuros de la venta de energía, ingresos por intereses y otros ingresos, con base en las siguientes variables presentadas por el estructurador:

- Se estima en el precio promedio del petróleo.
- La capacidad de generación energética se mantiene constantes.
- Crecimiento de los gastos operativos.
- En las cuentas principales del balance se estima un crecimiento del 3%.

A continuación, se presentan las proyecciones elaboradas por el estructurador con el propósito exclusivo de evaluar la capacidad de pago del Originador con cifras estresadas para la duración de la titularización:

PROYECCIÓN DE INGRESOS LAGEO (US\$ MILLONES)												
Componente	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Venta de Energía y otros ingresos	176.97	169.90	163.10	156.58	150.31	144.30	138.53	132.99	127.67	122.56	117.66	112.95
Costo de Prod. de Energía y otros	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>125.82</b>	<b>118.74</b>	<b>111.94</b>	<b>105.42</b>	<b>99.16</b>	<b>93.14</b>	<b>87.37</b>	<b>81.83</b>	<b>76.51</b>	<b>71.40</b>	<b>66.50</b>	<b>61.80</b>
Gastos de Administración	12.33	12.70	13.08	13.47	13.87	14.29	14.72	15.16	15.62	16.08	16.57	17.06
Gastos de Venta	0.64	0.68	0.71	0.75	0.79	0.83	0.88	0.92	0.97	1.03	1.08	1.14
Gastos de Investigación y Desarrollo	0.38	0.39	0.41	0.42	0.43	0.45	0.47	0.48	0.50	0.51	0.53	0.55
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>112.47</b>	<b>104.97</b>	<b>97.74</b>	<b>90.78</b>	<b>84.06</b>	<b>77.57</b>	<b>71.31</b>	<b>65.26</b>	<b>59.42</b>	<b>53.78</b>	<b>48.32</b>	<b>43.04</b>
Ingresos por Intereses	2.82	2.77	2.71	2.64	2.54	2.42	2.27	2.03	1.70	1.26	0.74	0.76
Otros ingresos	2.05	2.11	2.17	2.24	2.31	2.38	2.45	2.52	2.60	2.67	2.75	2.84
Donaciones	1.24	1.28	1.32	1.36	1.40	1.44	1.48	1.53	1.58	1.62	1.67	1.72
<b>Util. antes de Intereses e imp.</b>	<b>116.10</b>	<b>108.57</b>	<b>101.31</b>	<b>94.29</b>	<b>87.50</b>	<b>80.92</b>	<b>74.54</b>	<b>68.29</b>	<b>62.14</b>	<b>56.09</b>	<b>50.14</b>	<b>44.92</b>
Gasto Titularización	18.68	17.64	16.52	15.31	14.01	12.61	11.10	9.48	7.73	5.84	3.80	1.57
Gastos Financieros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Util. antes de imp. y res. legal</b>	<b>97.42</b>	<b>90.92</b>	<b>84.79</b>	<b>78.98</b>	<b>73.49</b>	<b>68.31</b>	<b>63.44</b>	<b>58.81</b>	<b>54.41</b>	<b>50.26</b>	<b>46.34</b>	<b>43.36</b>
Impuesto sobre la Renta	27.18	25.37	23.66	22.04	20.50	19.06	17.70	16.41	15.18	14.02	12.93	12.10
Reserva Legal	6.82	6.36	5.94	5.53	5.14	4.78	4.44	4.12	3.81	3.52	3.24	3.03
<b>Utilidad Neta</b>	<b>63.42</b>	<b>59.19</b>	<b>55.20</b>	<b>51.42</b>	<b>47.84</b>	<b>44.47</b>	<b>41.30</b>	<b>38.28</b>	<b>35.42</b>	<b>32.72</b>	<b>30.17</b>	<b>28.22</b>

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

El fondo de titularización requiere que la institución cumpla cuatro resguardos financieros, a fin de garantizar el buen desempeño de la institución.

1. El monto de la deuda total dividido entre el patrimonio no puede ser superior a la unidad (1): A la fecha de análisis el indicador fue de 0.49 veces
2. El valor del EBITDA dividido entre el servicio de la deuda no puede ser menor a uno punto treinta veces (1.30): a la fecha de análisis el indicador fue de 3.04
3. El ratio de los activos circulantes contra los pasivos circulantes no puede ser menor a la unidad (1): En el periodo actual el indicador fue de 1.10 veces
4. Los activos productivos entre el saldo vigente de los valores del fondo de titularización no deben ser menor a uno punto noventa veces (1.90): al 31 de diciembre el valor del ratio fue de 2.77 veces

#### CUMPLIMIENTO DE COVENANTS (US\$ MILLONES)

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Deuda Total/Patrimonio Total	0.64	0.74	0.74	0.51	0.49
EBITDA/Servicio de Deuda	11.31	5.56	4.50	5.64	3.04
Total de Activos Circulantes/Total de Pasivos Circulantes	2.09	1.01	1.00	2.52	1.10
Activos Productivos/Saldo vigente de los Valores de Titularización	2.09	2.30	2.42	2.52	2.77

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

Tomando en cuenta el modelo del estructurador estableció una cesión a partir del año 2014, planteando una cuota mensual de US\$2.67 millones, equivalentes a US\$32.1 millones anuales, durante la vigencia de la emisión.

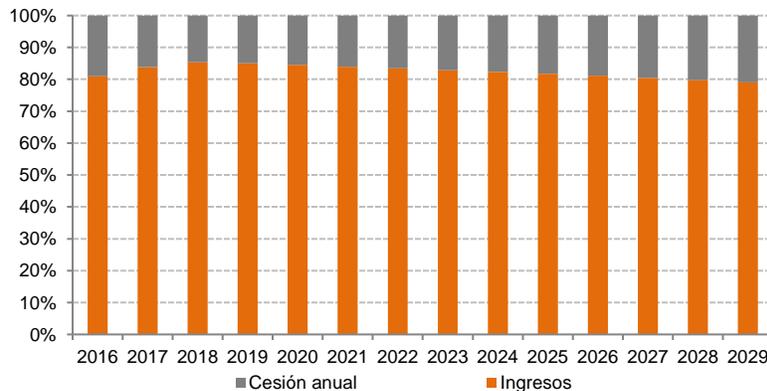
#### CESIÓN ANUAL (MILLONES US\$)

Componente	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos	136.4	166.9	186.5	181.8	174.8	168.0	161.5	155.2	149.1	143.2	137.5	132.0	126.5	121.1
Cesión anual	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1

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

El máximo de cesión, según el modelo establecido, ocurre en 2029, cuando se cede el 26.46% de los ingresos totales, mostrando un indicador promedio durante la vigencia de la emisión de 20.05%. Al 31 de diciembre de 2018 el porcentaje de los ingresos cedidos respecto al monto de cesión anual fue de 17.18%.

#### CESIÓN DE INGRESOS



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

La cobertura de la cesión tiene un mínimo de 3.78 veces sobre los ingresos totales, con un promedio durante la vida de la emisión de 5.17 veces, cabe mencionar que es holgada para la cesión de flujos. Se observa que se cumple con todos los parámetros establecidos en los contratos. La cobertura de cesión a diciembre de 2018 resultó de 5.82 veces

#### COBERTURA DE LA CESIÓN ANUAL (VECES)

Componente	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Cobertura	6.31	5.94	5.67	5.45	5.24	5.04	4.84	4.65	4.47	4.29	4.12	3.95	3.78

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

**CESIONES MENSUALES DE CAPITAL E INTERESES (US\$)**

Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión
1	2,671,000	46	2,671,000	91	2,671,000	136	2,671,000
2	2,671,000	47	2,671,000	92	2,671,000	137	2,671,000
3	2,671,000	48	2,671,000	93	2,671,000	138	2,671,000
4	2,671,000	49	2,671,000	94	2,671,000	139	2,671,000
5	2,671,000	50	2,671,000	95	2,671,000	140	2,671,000
6	2,671,000	51	2,671,000	96	2,671,000	141	2,671,000
7	2,671,000	52	2,671,000	97	2,671,000	142	2,671,000
8	2,671,000	53	2,671,000	98	2,671,000	143	2,671,000
9	2,671,000	54	2,671,000	99	2,671,000	144	2,671,000
10	2,671,000	55	2,671,000	100	2,671,000	145	2,671,000
11	2,671,000	56	2,671,000	101	2,671,000	146	2,671,000
12	2,671,000	57	2,671,000	102	2,671,000	147	2,671,000
13	2,671,000	58	2,671,000	103	2,671,000	148	2,671,000
14	2,671,000	59	2,671,000	104	2,671,000	149	2,671,000
15	2,671,000	60	2,671,000	105	2,671,000	150	2,671,000
16	2,671,000	61	2,671,000	106	2,671,000	151	2,671,000
17	2,671,000	62	2,671,000	107	2,671,000	152	2,671,000
18	2,671,000	63	2,671,000	108	2,671,000	153	2,671,000
19	2,671,000	64	2,671,000	109	2,671,000	154	2,671,000
20	2,671,000	65	2,671,000	110	2,671,000	155	2,671,000
21	2,671,000	66	2,671,000	111	2,671,000	156	2,671,000
22	2,671,000	67	2,671,000	112	2,671,000	157	2,671,000
23	2,671,000	68	2,671,000	113	2,671,000	158	2,671,000
24	2,671,000	69	2,671,000	114	2,671,000	159	2,671,000
25	2,671,000	70	2,671,000	115	2,671,000	160	2,671,000
26	2,671,000	71	2,671,000	116	2,671,000	161	2,671,000
27	2,671,000	72	2,671,000	117	2,671,000	162	2,671,000
28	2,671,000	73	2,671,000	118	2,671,000	163	2,671,000
29	2,671,000	74	2,671,000	119	2,671,000	164	2,671,000
30	2,671,000	75	2,671,000	120	2,671,000	165	2,671,000
31	2,671,000	76	2,671,000	121	2,671,000	166	2,671,000
32	2,671,000	77	2,671,000	122	2,671,000	167	2,671,000
33	2,671,000	78	2,671,000	123	2,671,000	168	2,671,000
34	2,671,000	79	2,671,000	124	2,671,000	169	2,671,000
35	2,671,000	80	2,671,000	125	2,671,000	170	2,671,000
36	2,671,000	81	2,671,000	126	2,671,000	171	2,671,000
37	2,671,000	82	2,671,000	127	2,671,000	172	2,671,000
38	2,671,000	83	2,671,000	128	2,671,000	173	2,671,000
39	2,671,000	84	2,671,000	129	2,671,000	174	2,671,000
40	2,671,000	85	2,671,000	130	2,671,000	175	2,671,000
41	2,671,000	86	2,671,000	131	2,671,000	176	2,671,000
42	2,671,000	87	2,671,000	132	2,671,000	177	2,671,000
43	2,671,000	88	2,671,000	133	2,671,000	178	2,671,000
44	2,671,000	89	2,671,000	134	2,671,000	179	2,671,000
45	2,671,000	90	2,671,000	135	2,671,000	180	2,671,000
							<b>Total: US\$ 480,780,000</b>

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

**Estados Financieros de LaGeo, S.A. de C.V.**

<b>BALANCE GENERAL (US\$ MILLONES)</b>					
<b>Componentes</b>	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
<b>ACTIVOS</b>					
Efectivo y Equivalentes	46.13	3.68	8.07	17.02	21.25
Cuentas por cobrar netas	29.66	13.93	22.91	24.15	25.24
Cuentas por cobrar relacionadas	11.05	1.01	0.65	5.09	0.59
Vencimiento corriente de préstamo por cobrar a relacionadas	12.06	56.36	32.05	23.11	23.37
Inversiones disponibles para la venta	52.00	2.25	2.15	52.59	4.15
Vencimiento corriente de inventario de repuesto	9.39	11.17	19.03	9.51	10.87
Gastos pagados por anticipado	2.27	3.00	1.95	1.70	1.80
<b>Total de Activos Corrientes</b>	<b>162.56</b>	<b>91.39</b>	<b>86.82</b>	<b>133.16</b>	<b>87.27</b>
Cuentas por cobrar relacionadas LP	86.22	137.64	157.46	-	-
Préstamo por cobrar a relacionadas menos vencimiento corriente	267.94	229.04	240.82	386.65	399.84
Inventarios de repuestos netos	9.12	11.27	1.18	10.67	11.64
Inversiones	17.33	17.18	17.03	28.88	56.83
PPE	592.25	626.73	631.85	627.11	239.21
Depreciación Acumulada	(334.10)	(358.38)	(382.18)	(405.93)	-
Otros Activos	4.12	4.22	4.25	4.64	5.56
<b>Total de Activos no Corrientes</b>	<b>642.89</b>	<b>667.71</b>	<b>670.40</b>	<b>652.02</b>	<b>713.08</b>
<b>Activos Totales</b>	<b>805.45</b>	<b>759.10</b>	<b>757.22</b>	<b>785.18</b>	<b>800.35</b>
<b>PASIVOS</b>					
Proveedores	5.36	3.32	4.43	1.54	2.61
Deuda Bancaria CP	4.75	19.45	17.20	-	-
Deuda emisión CP	10.30	11.52	12.08	13.05	26.47
Gastos acumulados, impuestos y otros por pagar	52.07	55.17	52.66	36.24	49.68
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>72.48</b>	<b>89.46</b>	<b>86.37</b>	<b>50.83</b>	<b>78.76</b>
Impuestos Diferidos	9.47	7.92	7.09	7.36	8.03
Obligaciones por beneficio por retiro	2.29	2.40	2.86	3.32	6.12
Cuentas por pagar relacionadas	0.56	1.08	1.82	-	-
Impuesto sobre la renta por pagar	-	-	21.26	-	-
Deuda Bancaria CP	-	-	-	-	-
Deuda emisión LP	273.06	261.55	249.21	236.16	223.11
Pago de dividendos	-	-	10.00	-	-
Obligaciones bursátiles	-	-	-	-	-
<b>Total Pasivo no Corriente</b>	<b>285.38</b>	<b>272.95</b>	<b>292.24</b>	<b>246.84</b>	<b>237.26</b>
<b>Pasivos Totales</b>	<b>357.86</b>	<b>362.41</b>	<b>378.61</b>	<b>297.67</b>	<b>316.02</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
Capital Social	292.89	292.89	292.89	370.39	370.39
Reserva Legal	58.58	58.58	58.58	62.86	68.26
Resultados del Ejercicio	96.11	-	-	-	-
Resultados Acumulados	-	45.22	27.14	54.25	45.67
<b>Patrimonio Total</b>	<b>447.58</b>	<b>396.69</b>	<b>378.61</b>	<b>487.50</b>	<b>484.33</b>
<b>TOTAL PASIVO MAS CAPITAL</b>	<b>805.45</b>	<b>759.10</b>	<b>757.22</b>	<b>785.18</b>	<b>800.35</b>

*Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR*

**ESTADO DE RESULTADO (US\$ MILLONES)**

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Venta de Energía y otros ingresos	221.51	151.85	121.98	150.45	165.12
Costo de Producción de Energía y otros	51.10	57.55	55.23	56.52	59.54
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>170.41</b>	<b>94.30</b>	<b>66.75</b>	<b>93.93</b>	<b>105.58</b>
Gastos de Administración	12.39	23.23	18.99	21.95	27.88
Gastos de Venta	0.50	0.45	0.48	0.54	0.55
Gastos de Investigación y Desarrollo	-	-	-	8.54	-
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>157.52</b>	<b>70.63</b>	<b>47.28</b>	<b>62.90</b>	<b>77.15</b>
Ingresos por Intereses	3.78	17.80	16.40	16.43	21.43
Otros ingresos	1.28	(1.16)	(1.96)	(0.36)	(4.66)
Donaciones	3.02	-	-	-	-
<b>Utilidad antes de Intereses e impuestos</b>	<b>159.56</b>	<b>87.27</b>	<b>61.72</b>	<b>78.97</b>	<b>93.92</b>
Gastos Financieros	1.52	20.05	19.53	17.85	16.63
<b>Utilidad antes de impuestos y reserva legal</b>	<b>158.04</b>	<b>67.22</b>	<b>42.20</b>	<b>61.11</b>	<b>77.29</b>
Impuesto sobre la Renta	48.07	21.75	13.40	20.78	23.45
Contribución Especial	-	0.25	1.66	2.88	2.77
Reserva Legal	2.12	-	-	-	-
<b>Utilidad Neta</b>	<b>107.85</b>	<b>45.22</b>	<b>27.14</b>	<b>37.45</b>	<b>51.08</b>

*Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR*

**HISTORIAL DE CLASIFICACIONES**

Con información financiera correspondiente a:	Clasificación otorgada	Perspectiva
<b>Del 30 de septiembre de 2014 al 30 de junio de 2018</b>		
Único tramo	AAA	Estable

*Fuente y 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.