

LAGEO, S.A. DE C.V.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 28 de octubre de 2019

Clasificación	Categoría (*)		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Emisor	EAA.sv	EAA.sv	Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto.
PBLAGEO1 Largo Plazo	AA.sv	AA.sv	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.
PBLAGEO1 Corto Plazo	N-1.sv	N-1.sv	Corresponde a aquellos instrumentos cuyos 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.
Perspectiva	Estable	Estable	

“La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituye 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”

----- MM US\$ al 30.06.19 -----			
ROAA: 5.5%	Activos: 783.2	Ingresos: 72.3	
ROAE: 9.2%	Patrimonio: 462.9	Utilidad: 24.2	

Historia: Emisor EAA (06.010.17), PBLAGEO1 Largo Plazo AA (06.10.17), PBLAGEO1 Corto Plazo N-1 (06.10.17)

La información financiera utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros no consolidados auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018; estados financieros intermedios al 30 de junio de 2018 y 2019, así como información adicional proporcionada por la Compañía.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings. S.A de C.V Clasificadora de Riesgo dictaminó mantener la calificación de emisor EAA.sv a LaGeo, S.A. de C.V. con base en la evaluación efectuada al 30 de junio de 2019 e información subsecuente a esa fecha. De igual manera, determinó mantener la categoría AA.sv al Programa de Papel Bursátil PBLAGEO1 por US\$40 millones (largo plazo con garantía y sin garantía) y N-1.sv (para los tramos de corto plazo). En el caso de la emisión, la garantía presentada no aporta mayor protección a la estructura de deuda a emitir, debido a que el riesgo de los instrumentos otorgados para dicha garantía (opinión emitida por un tercero) es mayor que el riesgo del Emisor. En la calificación del Emisor y sus instrumentos se ha ponderado favorablemente la destacada posición competitiva de la Compañía en el mercado eléctrico, la buena capacidad en la generación de flujos operativos, la adecuada cobertura de flujos sobre el costo financiero y servicio de la deuda, el nivel actual de capitalización que favorece la flexibilidad financiera y soporte patrimonial de la Entidad, así como la continua generación de utilidades. En contraposición, las calificaciones se ven limitadas por la importancia de las transacciones (cuentas por cobrar y préstamos) a relacionadas respecto al capital y patrimonio

de la Compañía, el impacto ante una posible injerencia del Gobierno en la entidad según la política energética, así como el grado de sensibilización que sobre los ingresos y resultados ejerce la tendencia de los precios de la energía y otras variables del mercado. La perspectiva de la calificación es estable, reflejando la expectativa de que LaGeo mantendría su desempeño financiero y operativo en el corto plazo.

Alto Porcentaje de Transacciones Relacionadas: las transacciones con partes relacionadas reflejan una exposición relevante, ya que éstas representan el 87.3% del patrimonio de LaGeo al 30 de junio de 2019. Estas transacciones corresponden principalmente a préstamos otorgados a su casa matriz, una subsidiaria y a cuentas por cobrar a empleados, así como entre subsidiarias. Al comparar con las mejores prácticas internacionales de gobierno corporativo, este nivel de transacciones relacionadas es alto y supone un riesgo de crédito ante eventos de estrés sistémico.

Impacto ante Cualquier Cambio en la Visión Estratégica que Comprometa la Capacidad de Pago de la Entidad: LaGeo forma parte de un grupo, cuyo accionista último pertenece al Estado. Además, posee el monopolio de la generación de electricidad geotérmica en el país. En

consecuencia, está expuesta a riesgos derivados de la posible injerencia del Gobierno en LaGeo según la política energética. Asimismo, contingencias relacionadas con el grupo al cual pertenece podrían derivar en presiones sobre los flujos de LaGeo.

Posición Competitiva Destacada en el Mercado: LaGeo es la única empresa en el mercado salvadoreño dedicada a la generación de energía geotérmica. Históricamente, ha generado el 22% de la energía del país, produciendo 1,463 GWh en promedio de los últimos 10 años y vendiendo la totalidad de su producción, al tener prioridad de colocación en el mercado local.

Buen Desempeño Financiero, aunque Sensible ante la Tendencia de los Precios de la Energía y otras Variables: Históricamente, el desempeño financiero de LaGeo ha estado directamente relacionado con la variación en el precio del petróleo, principal variable del precio de la energía eléctrica. En este sentido, la generación de ingresos por venta de energía y de las utilidades operativas, de los ejercicios 2015 y 2016 fueron bajas, pero se recuperaron durante el período de 2017-2018 en línea con las variaciones de los precios del petróleo observados en el mercado mundial durante dichos períodos. En este sentido, LaGeo continúa mostrando una rentabilidad adecuada y con tendencia estable para el cierre de 2019. Adicionalmente, al 30 de junio de 2019, pese a que los indicadores de rentabilidad se mantienen estables en el interanual, los ingresos operativos por venta de energía se contrajeron 4.7%, consecuencia de una menor generación de energía de la Unidad 3 de la planta de Berlín, debido a la prolongación en el período de mantenimiento mayor de la unidad, y en menor medida, a las variaciones en el precio del petróleo al comparar junio 2019 con un año atrás. Lo anterior sumado a un mayor nivel de gastos operativos y menor generación de ingresos no operativos derivó en una contracción de la utilidad neta de 26.9%. Aun así, la rentabilidad patrimonial se mantiene en 9.2% entre junio 2018 y junio 2019; mientras que el ROAA se ubica en 5.5% para ambos períodos. Ambos indicadores comparan por debajo de sus promedios históricos (Promedios 2013-

2018: ROAE: 13.9%; ROAA: 9.3%). Por su parte, el indicador de eficiencia incrementó hasta 20.2% desde 15.0% en el lapso de doce meses. El deterioro en el indicador obedece a que en 2019 la Entidad está soportando gastos correspondientes a los proyectos de San Vicente y Chinameca, hasta definir la estructura de financiamiento de los proyectos para sus siguientes etapas. Zumma considera que los indicadores de rentabilidad se mantendrán para el cierre de 2019, considerando el nivel de generación de ingresos esperado para el cierre del año (ligeramente inferior al de 2018) y el nivel de eficiencia de la Compañía.

Generación de Flujos y Coberturas Adecuadas con respecto a su nivel de deuda: Al 30 de junio de 2019, el EBITDA de los últimos 12 meses de LaGeo es adecuado, US\$84.8 millones, aunque por debajo del registrado en el interanual, que se ubicó en US\$87.9 millones. Los niveles de cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se sitúan en 5.2 veces, similar a la observada en junio 2018 (5.1 veces). Sin embargo, éstos comparan desfavorablemente respecto al histórico antes de diciembre 2014, pero se resalta que anterior a dicha fecha, la Compañía no mostraba deuda financiera, lo que favorecía los indicadores de cobertura. Zumma considera que, a partir de la adquisición de deuda, LaGeo ha mostrado indicadores de cobertura adecuados, no obstante, pudieran verse sensibilizados en la medida que el endeudamiento incrementa, tomando en cuenta el desarrollo de un tercer campo geotérmico.

Nivel de Capitalización Fuerte: La posición patrimonial de LaGeo es fuerte, reflejando a junio de 2019 una relación patrimonio / activos de 59.1%, mostrándose relativamente estable en los últimos doce meses. La última inyección de capital la realizó INE en 2017 por US\$77.5 millones. Durante 2019, se decretaron dividendos por \$31.4 millones de las utilidades de 2018. Zumma estima que el nivel de capitalización continuará fuerte, favorecido por la constante generación de utilidades prevista para el cierre 2019.

Fortalezas

1. Prioridad en el despacho de energía en el mercado local.
2. Experiencia en el desarrollo de proyectos geotérmicos.
3. Destacada posición competitiva en el mercado eléctrico.

Debilidades

1. Alto porcentaje de transacciones relacionadas.

Oportunidades

1. Inyección por parte de las nuevas plantas (San Vicente y Chinameca) en un plazo menor al estimado y el Proyecto Ciclo Binario II de la Central Geotérmica Berlín.
2. Tendencia de incremento en los precios internacionales del petróleo y sus derivados.

Amenazas

1. Cambios regulatorios en el sector eléctrico.
2. Posible injerencia gubernamental dependiendo la política energética estatal.
3. Contingencias relacionadas con las empresas del Grupo al que pertenece.

ENTORNO ECONÓMICO

De acuerdo con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), las proyecciones de crecimiento real para 2019 de la economía salvadoreña son de 2.3% y 2.4%, respectivamente, tasas inferiores en relación con los demás países centroamericanos, a excepción de Nicaragua, y similar al crecimiento real en 2018 (2.5%). Entre los factores positivos que podrían mejorar la perspectiva de crecimiento de El Salvador se encuentran el impulso a los proyectos asociados a FOMILENIO y socios públicos-privados, la reducción esperada en los precios del petróleo, así como un flujo de remesas sostenido que compense parcialmente el déficit en la balanza comercial. En contrapartida, las altas tasas de criminalidad e inseguridad, el endurecimiento de la política migratoria y la desaceleración de la economía estadounidense, se posicionan como eventos adversos para la economía local.

Las exportaciones totales han incrementado en un 0.6% en agosto 2019, en relación con agosto 2018, correspondiendo a productos de la industria manufacturera como principal componente, mostrando un ligero aumento respecto al año anterior. Por otro lado, las importaciones reflejaron un crecimiento interanual del 3.8%, afectado principalmente por los bienes de consumo no duraderos. Diversos sectores incrementaron su volumen de importaciones interanualmente, mientras que la factura petrolera se ha reducido en 4.7%. Lo anterior, ha provocado un déficit de la balanza comercial interanual de \$3,991 millones, que representa un alza del 7.3% en comparación con agosto 2018.

Al 31 de agosto de 2019, las remesas han manifestado un crecimiento interanual de 4.1%, no obstante, debido a la política antinmigrante de Estados Unidos podría afectar la dinámica de las remesas familiares, por lo que el Banco Central de Reserva supone reducciones en el ritmo de crecimiento de esta variable. Dichos flujos se convierten en una oportunidad de captación de recursos para la banca local. El crecimiento de la economía doméstica será un factor que determine las perspectivas de negocio y rentabilidad del sector financiero.

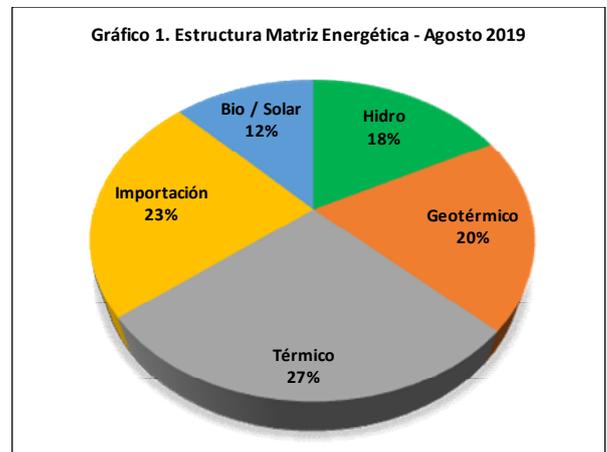
Los índices de endeudamiento que presenta el Gobierno de El Salvador son elevados y con una tendencia al alza en los últimos años, explicada por las recurrentes necesidades de financiamiento para cubrir la brecha negativa entre ingresos y gastos. Con base a la reciente misión del FMI, se recomienda un ajuste fiscal de aproximadamente el 2% del PIB a lo largo de 2019 y 2020, para garantizar el cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) y reducir la deuda. En ese contexto, la calificación de riesgo a escala global del país se ubica en B- y B3 para las agencias de calificación S&P y Moody's, respectivamente, con perspectiva estable; reflejando las fragilidades en el perfil crediticio de El Salvador.

Frente a la coyuntura económica actual, el fortalecimiento de la seguridad ciudadana, el desarrollo económico, el cumplimiento a la LRF, así como las iniciativas y desempeño de la nueva administración de gobierno son claves para mejorar las perspectivas económicas y de riesgo del país.

MERCADO ELÉCTRICO

La Ley General de Electricidad vigente a partir de 1996 sentó las bases para la realización de una reestructuración del sector eléctrico con el objeto de generar competencia y permitir la participación del sector privado. Con esta nueva estructura de mercado se creó la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET), que es la entidad reguladora encargada de vigilar el cumplimiento de las disposiciones establecidas en la Ley, así como de aprobar las tarifas eléctricas vigentes en el país.

Posteriormente, en 1998 se privatizó la distribución de electricidad, se separaron las principales actividades de CEL formándose las empresas LaGeo, S.A. de C.V. (Geotérmica Salvadoreña, 1999) y ETESAL (Empresa Transmisora Salvadoreña, 1999); además se creó la Unidad de Transacciones (UT).



Fuente: Unidad de Transacciones S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

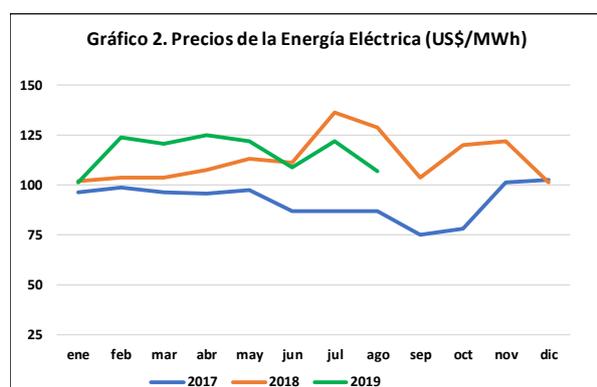
Al 31 de agosto de 2019, la inyección por recurso (acumulada anual) es según se muestra en el Gráfico 1, predominando la generación térmica, mercado de importaciones, geotérmica e hidroeléctrica. El total inyectado hasta agosto 2019 es de 4,492.4 GWh (4,447.1 GWh en similar período de 2018).

En relación con los procesos de la industria, una vez generada la energía, ésta pasa por una red de transmisión que sirve para trasladar electricidad desde las plantas de generación hasta los puntos de distribución del sistema, donde es tomada por las empresas distribuidoras para luego llevarlas hasta las instalaciones de los usuarios finales (clientes residenciales, comerciales e industriales).

El mercado eléctrico de El Salvador opera mediante Contratos (Bilaterales y de Libre Concurrencia) y un Mercado Regulado por el Sistema (MRS o mercado SPOT), el cual es administrado por la Unidad de Transacciones. En el primer caso, cada participante del mercado decide las condiciones y precios, ya sea pactando libremente entre las partes o a través de procesos de licitación aprobados por la Superintendencia General de Electricidad y Comunicaciones (SIGET). Mientras que, en el MRS, concurren demandantes y oferentes de energía, materializándose bajo este mercado la formación de precios, siendo despaçados con base al orden de mérito económico.

Por otra parte, las tarifas eléctricas que cobran las distribuidoras y calidad de servicio que éstas brindan hacia los usuarios finales se encuentran reguladas, siendo la SIGET el organismo gubernamental encargado de velar por su cumplimiento. Los tienen una vigencia de cinco años, con cargos de distribución y comercialización revisiones anuales, previa autorización de la SIGET.

El efecto de prolongados períodos de sequía junto a los costos del petróleo, son las variables principales que determinan el precio de la energía. De esta manera, el precio en agosto de 2019 se ubicó en 107.44 US\$/MWh (128.75 US\$/MWh en similar período de 2018) según se observa en Gráfico 2 Precios de la Energía Eléctrica (US\$/MWh). Mientras que el precio promedio de los últimos doce meses al cierre de agosto de 2019 fue de 114.83 US\$/MWh (105.45 US\$/MWh en agosto de 2018).



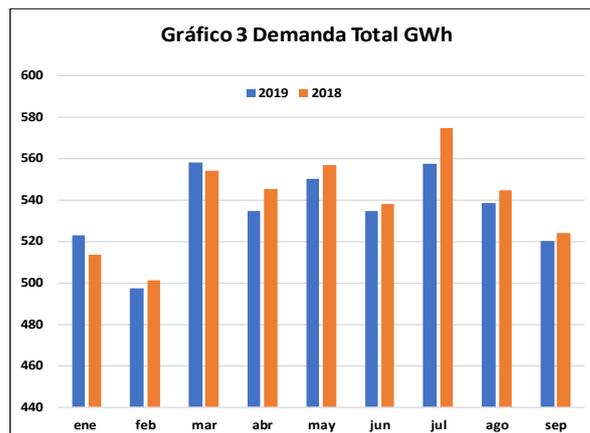
Fuente: Unidad de Transacciones, S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

Actualmente el ajuste tarifario es fijado trimestralmente por la SIGET, destacando que se cuenta con un sistema marginal de costos, en virtud de la aplicación del Reglamento de Operación Basado en Costos de Producción (ROBCP). El Estado salvadoreño ha planteado una serie de metas tomando como base la Política Energética Nacional de El Salvador, haciendo notar que dichos objetivos se resumen en: i) garantizar el abastecimiento de energía de manera oportuna y a precios eficientes; ii) fortalecer el papel del Estado en el sector energético; y iii) reducir la dependencia energética del petróleo, fomentando las fuentes de energía renovables a fin de minimizar los efectos del cambio climático. Derivado de lo anterior, el Gobierno ha anunciado una serie de inversiones en el sector para producir electricidad a través de fuentes que causen menos impacto ambiental (solar, gas natural, eólica, entre otras).

En términos de demanda de energía, a partir de abril de 2019, la demanda mensual ha sido menor respecto de la observada en similares meses de 2018 según se observa en el Gráfico 3 Demanda Total GWh.

Finalmente, entre los hechos relevantes del sector en los últimos meses se señala:

- De conformidad al Acuerdo No. 355-E-2019, de fecha 4 de octubre de 2019, emitido por la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET) se acordó la licitación "Suministro de 189.3 MW de Potencia y su Energía asociada a efectuarse a partir del 1 de enero de 2020".



Fuente: Unidad de Transacciones, S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

ASPECTOS GENERALES DE LA COMPAÑÍA

LaGeo, S.A. de C.V., fue constituida el 31 de julio de 1998, como una sociedad anónima de capital variable, como consecuencia del proceso de descentralización de la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL), e inició operaciones en noviembre de 1999. El principal accionista de la Compañía es Inversiones Energéticas, S.A. de C.V. (INE), quien es 100% propiedad de CEL.

Composición accionaria:

Accionista	Participación
Inversiones Energéticas, S.A. de C.V.	99.99%
Compañía de Luz Eléctrica de Ahuachapán, S.A.	0.01%
Total	100%

Fuente: LaGeo S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

LaGeo es propietaria de Perforadora Santa Bárbara, una empresa salvadoreña dedicada a la perforación de pozos geotérmicos; LaGeo Nicaragua y San Vicente 7 Inc; además, es accionista de Compañía Eléctrica Cucumacayán.

La actividad principal de la Compañía 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 (Usulután) y está en etapa de desarrollo los campos geotérmicos de San Vicente y Chinameca.

La capacidad instalada actual de LaGeo es 204.6 MW. La conclusión de las plantas en San Vicente, Chinameca y del Proyecto Ciclo Binario II de la Central Berlín inyectarán 87.4 MW adicionales. La distribución actual por unidad es la siguiente:

Unidad	Capacidad (MW)
AHUA-U1	30
AHUA-U2	30
AHUA-U3	35
BERL-U1	28
BERL-U2	28
BERL-U3	44
BERL-U4	9

Fuente: LaGeo S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

La Junta Directiva está compuesta por 4 directores propietarios y sus suplentes. Los miembros de la Junta Directiva son elegidos para 3 años, por la casa matriz. Se destaca que el presidente de CEL es miembro de la Junta Directiva de LaGeo. Como hecho relevante se señala el cambio interno en la estructura de LaGeo, en la que se separó la Gerencia General en dos gerencias: Gerencia Administrativa y Gerencia Técnica.

Es importante destacar que las transacciones con partes relacionadas representan una exposición relevante, ya que el monto de éstas representa el 87.3% del patrimonio y 109.1% del capital de LaGeo al cierre del primer semestre de 2019.

Los estados financieros han sido preparados conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Al 31 de diciembre de 2018, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros auditados de la Compañía.

GESTION DE RIESGOS

Las políticas y procedimientos de gestión de riesgos se revisan regularmente a fin de que reflejen los cambios en las condiciones de mercado y en las actividades de la Compañía. La Junta Directiva tiene la responsabilidad de elaborar y monitorear las políticas de administración de riesgos y supervisa cómo la administración cumple con las políticas y procedimientos establecidos, así como la revisión de la idoneidad de la política de gestión de riesgos con relación a los riesgos a los que se enfrenta la Compañía. A continuación, se señalan los riesgos que gestiona la Compañía.

Riesgo de crédito.

Por su favorable y particular condición de “generación base” debido a su naturaleza geotérmica, única en el mercado eléctrico salvadoreño, LaGeo, S.A. de C.V. vende la totalidad de su energía eléctrica generada, la cual no se ve influenciada por externalidades tales como las condiciones climáticas o los costos relacionados a la importación de combustibles en el mercado internacional. La compañía realiza la venta bajo las modalidades ya existentes, en proporciones que varían según las condiciones que se presentan en el mercado de energía: un 69.1% de las ventas de energía generada por la Compañía durante el primer semestre de 2019 se realizó bajo la modalidad de contratos (promedio de 12 clientes), y el 30.9% restante fue vendida en el mercado mayorista de energía eléctrica.

Debido a la relevancia de las cuentas por cobrar y préstamos por cobrar con compañías relacionadas, se considera que existe un moderado riesgo de crédito ante un evento de impago por parte de su subsidiaria o de su casa matriz, que representan el 55.2% de dichas cuentas por cobrar con relacionadas y estas a su vez representan un 51.6% del total de activos.

Riesgo de liquidez.

Es el riesgo de que la Compañía enfrente dificultades en obtener financiamiento para cumplir sus compromisos relacionadas a instrumentos financieros.

Se pondera la tendencia positiva de fortalecimiento gradual de liquidez que ha mostrado la compañía desde el año 2015, medido por las disponibilidades. Sin embargo, se considera que LaGeo presenta una modesta liquidez para cubrir sus necesidades de corto plazo, lo cual se analiza en la sección *Capital de trabajo y liquidez*.

Riesgo de mercado.

El objetivo de la gestión del riesgo de mercado es administrar y controlar las exposiciones de la Compañía a los cambios en los precios de mercado (tipos de cambio de moneda extranjera, tasas de interés o suministros y precios de instrumentos de patrimonio). Para ello, se han diseñado herramientas adicionales para el monitoreo y apoyo a una mejor gestión de los riesgos de mercado, lo que permite cumplir a cabalidad los mismos. Los riesgos de mercado se detallan a continuación:

Riesgo de tipo de cambio.

Como resultado de las operaciones que realiza la Compañía en monedas extranjeras, está expuesta al riesgo por tipo de cambio, el cual consiste en el reconocimiento de diferencias cambiarias en los ingresos y gastos de la Entidad, resultantes de variaciones en los tipos de cambio entre las monedas funcionales en los países y la respectiva moneda extranjera. Al 30 de junio de 2019, la compañía no presenta una exposición importante al riesgo de tipo de cambio.

Riesgo de tipo de tasa de interés.

La Compañía está expuesta a los efectos de los cambios en las tasas de interés prevalecientes en el mercado, conllevando al riesgo de fluctuación del valor de los instrumentos financieros, pudiendo afectar así su situación financiera y flujos de efectivo; por tal razón LaGeo analiza las condiciones imperantes en las tasas de mercado para realizar un adecuado seguimiento. En la última evaluación se estima que los resultados de la Compañía no se verían afectados por cambios en las tasas de interés de mercado, debido a que los instrumentos financieros pactados a tasas de interés variables son instrumentos de corto plazo, mientras que los instrumentos financieros pactados a largo plazo son a tasas de interés fijas.

Administración de capital.

La Compañía mantiene capital con la finalidad de respaldar la confianza de los clientes, inversionistas, acreedores para los años futuros del negocio. La Compañía por medio de su Junta Directiva supervisa el rendimiento de la inversión. La Compañía no está sujeta a rendimientos externos de capital. A la fecha, no ha habido cambios en el enfoque de administración de capital.

DESEMPEÑO FINANCIERO

En relación con sus operaciones, durante los últimos 10 años, LaGeo ha mantenido una producción constante, 1,463.4 GWh en promedio. Sin embargo, es importante destacar que, a pesar de esta producción estable, el desempeño financiero de la Compañía se ha visto afectado por el precio del petróleo, dada la relación directa que existe entre éste y el precio de la energía. Particularmente, durante el 2019, el desempeño se ha visto afectado por

una menor generación de energía de la Unidad 3 de la planta de Berlín, debido a la prolongación en el período de mantenimiento mayor de la unidad.

Estructura de Activos

El principal activo está representado por transacciones a compañías relacionadas, las cuales concentran 51.6% del total de activos al 30 de junio de 2019, y 87.3% del patrimonio a la misma fecha.

Este activo se conforma principalmente por 2 préstamos otorgados a: a) su casa matriz, INE (el saldo representa 55.2% del total de préstamos a relacionadas) para la adquisición de las acciones que pertenecían a un antiguo accionista (ENEL Green Power), pagadero anualmente; y b) a su subsidiaria, San Vicente 7 Inc. (43.3% del total de préstamos a relacionadas), para financiar la etapa de desarrollo y exploratoria de perforación de los pozos geotérmicos en Chinameca y San Vicente. Es importante destacar que, a la fecha, el pago de dividendos decretado por LaGeo ha constituido, de forma operativa, la fuente de repago del préstamo otorgado a INE. En un evento de estrés extremo, que comprometa la generación de utilidades y flujos de LaGeo, INE deberá responder con sus flujos para el pago de la obligación con LaGeo.

Por otra parte, las cuentas por cobrar comerciales (distribuidoras y generadoras de energía entre otras) representan 2.6% del total de activos. La mayor proporción de cuentas por cobrar corresponde a la Unidad de Transacciones.

El segundo activo con mayor relevancia es la propiedad, planta y equipo, cuyo saldo neto concentra el 30.3% del total al 30 de junio de 2019. Se integra principalmente por maquinaria y equipo para la generación de energía, edificios, pozos que generan energía geotermal, así como proyectos en ejecución por la exploración de campos geotérmicos.

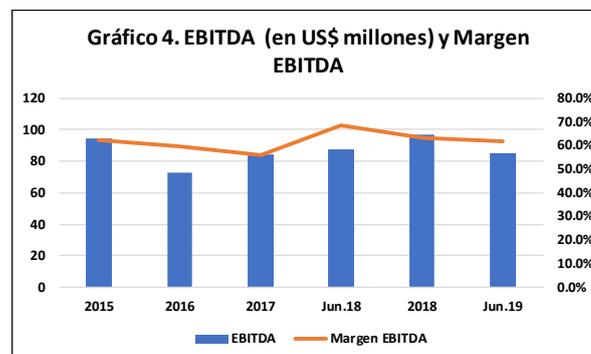
Las inversiones representan el 7.8% de los activos totales, integradas principalmente por valores con cargo al fondo de titularización FTHVAND 01, cuyo originador es la Administración de Acueductos y Alcantarillados (ANDA), seguido por las participaciones accionarias de LaGeo en sus subsidiarias (71% y 23% del total de inversiones, respectivamente). Los valores con cargo al FTHVAND 01 poseen vencimiento en diciembre de 2030 y devengan una tasa del 7.25% anual, los cuales se encuentran comprometidos como garantía para el papel bursátil PBLAGEO1.

EBITDA, Cobertura y Flujos

LaGeo cuenta con una generación de flujos adecuada con respecto a su nivel de deuda. La capacidad de generación de flujos continúa mostrando mejoras desde 2017, luego que durante 2015 y 2016 se viera afectada por las variaciones del petróleo en este período.

Al 30 de junio de 2019, el EBITDA de los últimos 12 meses se situó en US\$84.8 millones, por debajo del registrado en el interanual, que se ubicó en US\$87.9 millones. De igual forma, el indicador margen EBITDA se contrae hasta 61.7% desde 68.3%. El *Gráfico 4. EBITDA y mar-*

gen EBITDA ilustra la evolución del indicador en los últimos 4 ejercicios. La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros al cierre del primer semestre de 2019 se sitúa en 5.2 veces, similar a la observada en junio de 2018 (5.1 veces). Anterior a diciembre 2014 LaGeo no mostraba deuda financiera. En ese contexto, la ampliación y sostenibilidad de los flujos operativos se convierte en factor clave en la contribución al desarrollo de los potenciales planes de inversión y fortalecimiento patrimonial de la Compañía.



Fuente: LaGeo S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

Zumma considera que los flujos cubren adecuadamente sus obligaciones financieras, no obstante, la cobertura puede verse sensibilizada en la medida que el endeudamiento incrementa.

Pasivos y Endeudamiento

LaGeo ha mantenido un nivel de endeudamiento adecuado respecto de su capacidad de generación interna de flujos. El indicador de endeudamiento financiero con respecto a su patrimonio a junio de 2019 se refleja en 0.50 veces, ligeramente inferior al observado en junio de 2018, cuando se registró en 0.52 veces.

La relación deuda financiera/EBITDA se ubica en 2.71 veces, inferior a la observada 12 meses antes (2.77). Se considera que dicho indicador podría incrementar, al tomar en cuenta el financiamiento necesario para el desarrollo del campo geotérmico en San Vicente y Chinameca, que podría compensarse parcialmente en la medida que el desempeño financiero de la Compañía mejore, a través de una mayor generación de utilidades operativas.

	2016	2017	Jun.18	2018	Jun.19
Endeudamiento financiero (veces)	0.75	0.53	0.52	0.49	0.50
Deuda Financiera / EBITDA	3.91	2.95	2.77	2.44	2.71

Fuente: LaGeo S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

Como ya se mencionó anteriormente, LaGeo no mostraba deuda financiera hasta el cierre del 2014. En dicho año, la Compañía emitió US\$287.6 millones correspondientes a una titularización, que constituye su principal pasivo (75% del total de pasivos al 30 de junio de 2019). Los fondos de dicha emisión fueron destinados para otorgar el préstamo a su casa matriz (INE), que utilizó para la compra de las acciones de LaGeo pertenecientes a ENEL.

Zumma destaca el descalce de plazos derivado de dicha obligación, dado que la periodicidad del pago de los valores de titularización es mensual y la fuente de repago del préstamo con INE es anual. A la fecha, la Compañía no

refleja deuda bancaria. Las características principales de la titularización se muestran a continuación:

Valores de Titularización con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores LaGeo 01 (FTHVGE01)	
Monto Emitido	US\$287,620,000
Tramos	Tramo único
Fecha colocación	11 de diciembre de 2014
Fecha colocación	11 de diciembre de 2029
Plazo	15 años (180 meses)
Tasa	5.80% fija
Pago de capital	Mensual
Pago de intereses	Mensual
Monto cesión mensual	US\$2,671
Emisor	Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora.
Calificación	AA(slv) por Fitch Ratings

Fuente: Bolsa de Valores de El Salvador. Elaboración: Zumma Ratings, S.A. de C.V.

En otro aspecto, las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar comprenden cantidades pendientes de pago principalmente originadas por la compra de insumos y gastos acumulados de las operaciones del negocio.

Como parte de su estrategia de diversificación de las fuentes de financiamiento, LaGeo tiene autorizada una emisión de papel bursátil por un total de US\$40 millones. Al cierre del primer semestre de 2019, LaGeo ha emitido US\$15.5 millones con vencimientos entre 365 a 549 días y colocados a una tasa promedio de 5.9%. Para el cierre del año, la Entidad continuará fondeándose con la emisión de papel bursátil para sus necesidades de capital de trabajo.

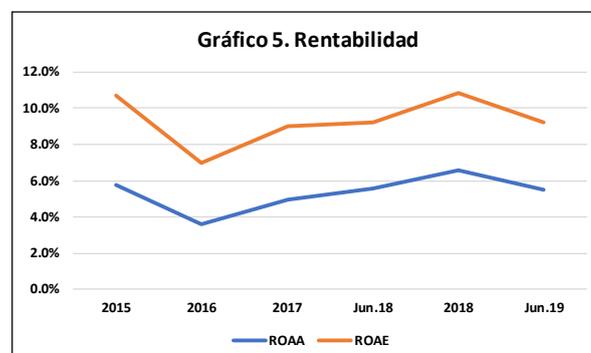
Solvencia

La posición patrimonial de LaGeo es fuerte, reflejando a junio de 2019 una relación patrimonio / activos de 59.1%, mostrándose relativamente estable en los últimos doce meses. La última inyección de capital la realizó INE en 2017 por US\$77.5 millones. Durante 2019, se decretaron dividendos por \$31.4 millones de las utilidades de 2018. Zumma estima que el nivel de capitalización continuará fuerte, favorecido por la constante generación de utilidades prevista para el cierre 2019.

Rentabilidad

LaGeo muestra una rentabilidad adecuada y con tendencia estable (Ver *Gráfico 5. Rentabilidad*). Al cierre del primer semestre de 2019, pese a que los indicadores de rentabilidad se mantienen estables en el interanual, los ingresos operativos por venta de energía se contrajeron 4.7%, consecuencia de una menor generación de energía de la Unidad 3 de la planta de Berlín, debido a la prolongación en el período de mantenimiento mayor de la unidad y, en menor medida, a las variaciones en el precio del petróleo al comparar junio 2019 con un año atrás. Lo anterior sumado a un mayor nivel de gastos operativos y menor generación de ingresos no operativos derivó en

una contracción de la utilidad neta de 26.9%. La rentabilidad patrimonial se mantiene en 9.2% entre junio 2018 y junio 2019; mientras que el ROAA se ubica en 5.5% para ambos períodos. Ambos indicadores comparan por debajo de sus promedios históricos (Promedios 2013-2018: ROAE: 13.9%; ROAA: 9.3%).



Fuente: LaGeo S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

En relación con la eficiencia operativa, LaGeo compara desfavorablemente con respecto a junio de 2018. El indicador de gastos de operación/utilidad bruta incrementó hasta 20.2% desde 15.0% en el lapso de doce meses. El deterioro en el indicador obedece a que en 2019 la Entidad está soportando gastos correspondientes a los proyectos de San Vicente y Chinameca, hasta definir la estructura de financiamiento de los proyectos para sus siguientes etapas. Zumma considera que los indicadores de rentabilidad se mantendrán para el cierre de 2019, considerando el nivel de generación de ingresos esperado para el cierre del año (ligeramente inferior al de 2018) y el nivel de eficiencia de la Compañía.

Capital de Trabajo y Liquidez

Al 30 de junio de 2019, LaGeo refleja un capital de trabajo neto de obligaciones corrientes positivo, favorecido por el vencimiento corriente de las cuentas por cobrar a terceros, y es superior al observado a junio 2018, debido al traslado a largo plazo de los dividendos por pagar a su casa matriz.

La entidad muestra un modesto nivel de liquidez, que se ubica en 1.4 veces a junio 2019 (1.2 veces en junio 2018). En términos de liquidez, el saldo de efectivo al cierre del período evaluado cubre de manera modesta el nivel de compromisos de corto plazo.

En relación con los índices de actividad, el ciclo de efectivo de LaGeo es débil, afectado por el ciclo de las transacciones relacionadas, y muestra un deterioro con respecto de junio 2018. Este indicador subió a 974 días desde 819 días en el lapso de doce meses. Si se elimina el efecto de las transacciones relacionadas, este indicador mejora sustancialmente hasta -9 días al cierre del primer semestre de 2019.

LaGeo S.A. de C.V.
Balance General
(En miles de dólares)

	Dic.15	%	Dic.16	%	Dic.17	%	Jun.18	%	Dic.18	%	Jun.19	%
ACTIVOS												
Activo Corriente												
Efectivo y equivalentes de efectivo	3,683	0.5%	8,075	1.1%	17,015	2.2%	22,009	2.8%	21,248	2.7%	25,649	3.3%
Inversiones disponibles para la venta	2,248	0.3%	2,155	0.3%	9,532	1.2%	4,273	0.6%	4,262	0.5%	4,204	0.5%
Cuentas por cobrar - netas	13,933	1.8%	22,913	3.0%	24,147	3.1%	22,081	2.8%	24,483	3.1%	20,659	2.6%
Cuentas por cobrar a cías relacionadas	1,005	0.1%	649	0.1%	5,090	0.7%	325	0.0%	1,348	0.2%	1,520	0.2%
Venc. corriente de ptmos por cobrar a cías relac. a L.P.	56,358	7.4%	32,045	4.2%	23,108	3.0%	8,365	1.1%	23,372	2.9%	8,780	1.1%
Inventarios de repuestos - netos	11,171	1.5%	19,033	2.5%	9,506	1.2%	11,258	1.5%	10,876	1.4%	12,055	1.5%
Gastos pagados por anticipado	2,996	0.4%	1,951	0.3%	1,704	0.2%	4,322	0.6%	1,804	0.2%	3,590	0.5%
Total Activo Corriente	91,394	12.0%	86,820	11.5%	90,103	11.6%	72,632	9.4%	87,394	10.9%	76,457	9.8%
Préstamos a Relacionadas a L.P. menos venc. corriente	366,683	48.3%	398,272	52.6%	386,650	49.8%	387,880	50.0%	399,845	50.0%	393,770	50.3%
Cuentas por cobrar a cías relacionadas	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Efectivo restringido	2,975	0.4%	2,975	0.4%	2,975	0.4%	2,975	0.4%	2,975	0.4%	2,975	0.4%
Inventarios de repuestos - netos	11,275	1.5%	1,180	0.2%	10,666	1.4%	10,666	1.4%	11,631	1.5%	11,631	1.5%
Inversiones accionarias	17,180	2.3%	17,031	2.2%	20,749	2.7%	13,924	1.8%	13,775	1.7%	13,776	1.8%
Inmuebles, maquinaria y equipo - neto	268,349	35.4%	249,669	33.0%	221,182	28.5%	241,573	31.1%	239,207	29.9%	237,258	30.3%
Plusvalía comprada	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Activo por impuesto sobre la renta diferido	1,245	0.2%	1,271	0.2%	1,664	0.2%	3,464	0.4%	2,587	0.3%	4,263	0.5%
Inversiones Restringidas	-	0.0%	-	0.0%	43,055	5.5%	43,055	5.5%	43,055	5.4%	43,055	5.5%
Otros activos	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Total Activo no Corriente	667,707	88.0%	670,397	88.5%	686,941	88.4%	703,537	90.6%	713,074	89.1%	706,727	90.2%
TOTAL ACTIVOS	759,101	100.0%	757,218	100.0%	777,044	100.0%	776,169	100.0%	800,468	100.0%	783,184	100.0%
PASIVOS												
Proveedores	2,100	0.3%	4,429	0.6%	1,545	0.2%	1,690	0.2%	2,608	0.3%	973	0.1%
Préstamos bancarios	19,450	2.6%	17,200	2.3%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Vcmto. corriente de préstamos bancarios a L.P.	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Vcmto. corriente de obligaciones por titularizaciones a L.P.	11,518	1.5%	12,077	1.6%	13,051	1.7%	7,387	1.0%	14,095	1.8%	7,970	1.0%
Impuesto sobre la renta por pagar	35,423	4.7%	17,744	2.3%	17,564	2.3%	13,237	1.7%	19,503	2.4%	17,972	2.3%
Cuentas por pagar a cías. relacionadas	3,557	0.5%	8,384	1.1%	2,175	0.3%	4,853	0.6%	3,290	0.4%	2,060	0.3%
Obligaciones Bursátiles	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	4,623	0.6%	10,125	1.3%	12,574	1.6%
Dividendos por pagar	12,000	1.6%	15,524	2.1%	21,090	2.7%	23,456	3.0%	21,350	2.7%	8,632	1.1%
Otras cuentas por pagar y gastos acumulados	5,114	0.7%	11,010	1.5%	7,687	1.0%	3,186	0.4%	8,296	1.0%	4,498	0.6%
Total Pasivo Corriente	89,162	11.7%	86,367	11.4%	63,112	8.1%	58,431	7.5%	79,268	9.9%	54,679	7.0%
Obligaciones por beneficios de retiro	2,404	0.3%	2,855	0.4%	3,321	0.4%	3,861	0.5%	6,122	0.8%	4,674	0.6%
Obligaciones por titularización a L.P. menos vcmto corriente	261,545	34.5%	249,214	32.9%	236,164	30.4%	236,164	30.4%	222,069	27.7%	222,069	28.4%
Préstamos bancarios	7,919	1.0%	7,093	0.9%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Obligaciones Bursátiles	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	3,565	0.5%	-	0.0%	2,931	0.4%
Pasivo por impuesto diferido	-	0.0%	-	0.0%	7,358	0.9%	7,741	1.0%	8,031	1.0%	8,276	1.1%
Impuesto sobre la renta por pagar	-	0.0%	21,262	2.8%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Dividendos por pagar	-	0.0%	10,000	1.3%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	27,707	3.5%
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	1,379	0.2%	1,816	0.2%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Total Pasivo No Corriente	273,247	36.0%	292,241	38.6%	246,843	31.8%	251,330	32.4%	236,221	29.5%	265,656	33.9%
TOTAL PASIVO	362,408	47.7%	378,608	50.0%	309,955	39.9%	309,761	39.9%	315,488	39.4%	320,335	40.9%
PATRIMONIO												
Capital social	292,895	38.6%	292,895	38.7%	370,395	47.7%	370,395	47.7%	370,395	46.3%	370,395	47.3%
Reserva legal	58,579	7.7%	58,579	7.7%	62,857	8.1%	66,113	8.5%	68,213	8.5%	70,590	9.0%
Resultado acumulado	45,219	6.0%	27,136	3.6%	33,837	4.4%	29,900	3.9%	46,372	5.8%	21,864	2.8%
TOTAL PATRIMONIO NETO	396,693	52.3%	378,610	50.0%	467,089	60.1%	466,408	60.1%	484,980	60.6%	462,850	59.1%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	759,101	100.0%	757,218	100.0%	777,044	100.0%	776,169	100.0%	800,468	100.0%	783,184	100.0%

LaGeo S.A. de C.V.
Estado de Resultados
(En miles de dólares)

	Dic.15	%	Dic.16	%	Dic.17	%	Jun.18	%	Dic.18	%	Jun.19	%
INGRESOS												
Venta de energía y otros servicios	151,851	100.0%	121,979	100.0%	150,447	100.0%	75,836	100.0%	152,141	100.0%	72,292	100.0%
Ingresos totales	151,851	100.0%	121,979	100.0%	150,447	100.0%	75,836	100.0%	152,141	100.0%	72,292	100.0%
Costo de producción de energía y otros servicios	(33,802)	-22.3%	(29,389)	-24.1%	(34,961)	-23.2%	(10,525)	-13.9%	(28,346)	-18.6%	(16,307)	-22.6%
Utilidad Bruta	118,049	77.7%	92,590	75.9%	115,486	76.8%	65,311	86.1%	123,795	81.4%	55,985	77.4%
GASTOS												
Gastos de administración y proyectos	(23,225)	-15.3%	(18,989)	-15.6%	(30,487)	-20.3%	(9,576)	-12.6%	(26,638)	-17.5%	(11,114)	-15.4%
Gastos de venta	(449)	-0.3%	(485)	-0.4%	(539)	-0.4%	(222)	-0.3%	(550)	-0.4%	(222)	-0.3%
Gastos de investigación y desarrollo	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Depreciación y amortización	(23,747)	-15.6%	(25,840)	-21.2%	(21,557)	-14.3%	(9,996)	-13.2%	(21,055)	-13.8%	(8,767)	-12.1%
Utilidad de Operación	70,628	46.5%	47,276	38.8%	62,903	41.8%	45,517	60.0%	75,553	49.7%	35,882	49.6%
OTROS INGRESOS Y EGRESOS												
Ingresos por intereses y otros ingresos	17,800	11.7%	16,405	13.4%	18,387	12.2%	10,621	14.0%	21,427	14.1%	8,177	11.3%
Gastos financieros	(20,049)	-13.2%	(19,527)	-16.0%	(17,855)	-11.9%	(7,556)	-10.0%	(16,626)	-10.9%	(7,193)	-9.9%
Otros gastos - neto	(1,158)	-0.8%	(1,956)	-1.6%	(2,321)	-1.5%	(777)	-1.0%	(2,942)	-1.9%	(1,672)	-2.3%
Resultado antes de ISR	67,221	44.3%	42,198	34.6%	61,113	40.6%	47,806	63.0%	77,412	50.9%	35,194	48.7%
Impuesto a la renta	(21,755)	-14.3%	(13,399)	-11.0%	(20,582)	-13.7%	(13,361)	-17.6%	(22,881)	-15.0%	(9,721)	-13.4%
Contribución especial	(247)	-0.2%	(1,663)	-1.4%	(2,416)	-1.6%	(1,289)	-1.7%	(2,803)	-1.8%	(1,232)	-1.7%
RESULTADO NETO	45,219	29.8%	27,136	22.2%	38,115	25.3%	33,156	43.7%	51,728	34.0%	24,242	33.5%

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Jun.18	Dic.18	Jun.19
Rentabilidad						
ROAA	5.8%	3.6%	5.0%	5.5%	6.6%	5.5%
ROAE	10.7%	7.0%	9.0%	9.2%	10.9%	9.2%
Utilidad de Operación / Ingresos	46.5%	38.8%	41.8%	60.0%	49.7%	49.6%
Utilidad Neta / Ingresos	29.8%	22.2%	25.3%	43.7%	34.0%	33.5%
Costo Financiero Promedio	6.7%	6.8%	7.2%	7.1%	7.0%	7.1%
Gastos de Operación / Utilidad bruta	20.1%	21.0%	26.9%	15.0%	22.0%	20.2%
Rentabilidad del Activo Fijo Promedio	17.2%	10.5%	16.2%	18.1%	22.5%	17.9%
Liquidez						
Activo corriente / Pasivo Corriente (veces)	1.0	1.0	1.4	1.2	1.1	1.4
Liquidez general sin relacionadas (veces)	0.4	0.7	1.0	1.2	0.8	1.3
Liquidez inmediata (veces)	0.2	0.4	0.8	0.9	0.7	1.0
Capital de Trabajo	\$2,232	\$453	\$26,990	\$14,202	\$8,126	\$21,779
EBITDA y Flujos						
Efectivo neto de las actividades de operación	\$62,265	\$39,696	\$49,742	\$29,886	\$63,463	\$21,048
Gasto Financiero neto de impuestos	\$14,034	\$13,669	\$12,498	\$5,289	\$11,638	\$5,035
Flujo de caja operativo (FCO)	\$76,299	\$53,364	\$62,241	\$35,175	\$75,102	\$26,083
Capex	\$27,987	\$5,160	\$2,086	\$243	\$14,482	\$1,983
Flujo libre de caja (FLC) sin restar dividendos	\$48,312	\$48,204	\$60,155	\$34,932	\$60,619	\$24,100
Dividendos	\$84,108	\$0	\$0	\$0	\$2,105	\$0
Flujo libre de caja (FLC) restando dividendos	-\$35,797	\$48,204	\$60,155	\$34,932	\$58,514	\$24,100
EBIT (período)	\$70,628	\$47,276	\$62,903	\$45,517	\$75,553	\$35,882
EBITDA (período)	\$94,375	\$72,968	\$84,459	\$56,374	\$96,608	\$44,614
EBITDA (12 meses)	\$94,375	\$72,968	\$84,459	\$87,897	\$96,608	\$84,848
Gasto Financiero (período)	\$20,049	\$19,527	\$17,855	\$7,556	\$16,626	\$7,193
Gasto Financiero (12 meses)	\$20,049	\$19,527	\$17,855	\$17,245	\$16,626	\$16,263
Margen EBITDA	62.1%	59.8%	56.1%	74.3%	63.5%	61.7%
Coberturas de Gasto Financiero del Período						
FCO / gastos financieros (12 meses)	3.8	2.7	3.5	2.0	4.5	1.6
FLC / gastos financieros (12 meses)	2.4	2.5	3.4	2.0	3.6	1.5
EBITDA / Flujo de actividades de operación	1.5	1.8	1.7	1.9	1.5	2.1
EBITDA/ gastos financieros (12 meses)	4.7	3.7	4.7	5.1	5.8	5.2
EBITDA/ gastos financieros (período)	4.7	3.7	4.7	7.5	5.8	6.2
Coberturas de Servicio de Deuda						
EBITDA / (Intereses + PCLP + Deuda bancaria corto plazo)	1.8	1.5	2.7	3.6	3.1	3.5
EBITDA / (Deuda bancaria corto plazo + PCLP + Deuda de LP neto de PCLP + Pasivo por operaciones de arrendamiento)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Estructura Financiera						
Pasivo / Patrimonio (veces)	0.91	1.00	0.66	0.66	0.65	0.69
Endeudamiento de C.P. / Patrimonio (veces)	0.22	0.23	0.14	0.13	0.16	0.12
Endeudamiento financiero (veces)	0.76	0.75	0.53	0.52	0.49	0.50
Deuda Financiera / EBITDA	3.18	3.91	2.95	2.77	2.44	2.71
Patrimonio / Activos	52.3%	50.0%	60.1%	60.1%	60.6%	59.1%
Depreciación y amortización	\$23,747	\$25,692	\$21,557	\$9,996	\$21,055	\$8,767
Exceso (deficit) de depreciación	(\$4,240)	\$20,531	\$19,471	\$9,753	\$6,573	\$8,767
Gestión Administrativa						
Ciclo de efectivo	909	1025	933	827	882	974
Ciclo de efectivo (no incluye relacionadas)	-44	-121	-37	-31	-81	-9
Rotación de Inventarios	119	233	98	193	138	133
Rotación de cobranzas comerciales	33	68	58	52	58	51
Rotación de cobranzas global (incluye relacionadas)	1038	1340	1050	994	1063	1058
Rotación de cobranzas relacionadas	1005	1272	993	941	1005	1006
Rotación de cuentas por pagar comerciales	77	189	95	83	138	60
Rotación de cuentas por pagar comerciales (incluye relacionadas)	129	314	117	166	180	83

MONTO DE LA EMISIÓN VIGENTE AL 30 DE JUNIO DE 2019

DENOMINACIÓN	MONTO AUTORIZADO	SALDO	TRAMO	FECHA DE COLOCACIÓN	FECHA DE VENCIMIENTO	TASA	GARANTÍA
PBLAGE001	40,000,000	15,505,000	2	9/3/2018	5/9/2019	6.00%	Inversiones restringidas que corresponden a diez tramos de títulos valores negociables en el Mercado de Valores de El Salvador, a una tasa de interés de 7.25% provenientes del "Fondo de Titularización VTHVAND01 (Valores de Titularización Hencorp Valores - Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados Cero Uno)
			4	16/3/2018	12/9/2019	6.00%	
			5	20/3/2018	17/9/2019	6.00%	
			6	11/4/2018	8/10/2019	6.00%	
			7	26/5/2018	21/11/2019	6.00%	
			8	6/7/2018	12/12/2019	6.00%	
			9	28/9/2018	3/10/2019	6.00%	
			10	10/10/2018	10/10/2019	6.00%	
			11	15/2/2019	13/8/2019	6.00%	
			12	15/2/2019	14/2/2020	6.00%	
			13	15/2/2019	14/2/2020	6.00%	
			14	11/4/2019	24/8/2020	6.00%	
			15	8/3/2019	6/3/2020	6.00%	
			16	13/3/2019	14/9/2020	6.25%	
			17	14/5/2019	9/11/2020	6.00%	
			18	8/6/2019	18/11/2020	6.00%	

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

Las clasificaciones públicas, criterios, Código de Conducta y metodologías de Zumma Ratings Clasificadora de Riesgo S.A. (Zumma Ratings) están disponibles en todo momento en nuestro sitio web www.zummaratings.com.

Las clasificaciones crediticias emitidas por Zumma Ratings constituyen las opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de investigación publicadas por Zumma Ratings (las "publicaciones de Zumma Ratings") que pueden incluir opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda. Zumma Ratings define riesgo crediticio como el riesgo de que una entidad no pueda cumplir con sus obligaciones contractuales, financieras una vez que dichas obligaciones se vuelven exigibles, y cualquier pérdida financiera estimada en caso de incumplimiento. Las clasificaciones crediticias no toman en cuenta cualquier otro riesgo, incluyen sin limitación: riesgo de liquidez, riesgo legal, riesgo de valor de mercado o volatilidad de precio. Las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendación o asesoría financiera o de inversión, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendaciones para comprar, vender o mantener valores determinados; todas las decisiones son exclusiva responsabilidad del inversionista.

Derechos de autor por Zumma Ratings. La reproducción o distribución total o parcial de los contenidos producidos por Zumma Ratings, se entenderán protegidos por las leyes relativas a la propiedad intelectual desde el momento de su creación; por lo tanto, estará prohibida su reproducción, salvo con autorización previa y por escrito de forma electrónica. Todos los derechos reservados. Toda la información aquí contenida se encuentra protegida por Ley de Propiedad Intelectual, y ninguna de dicha información podrá ser copiada, reproducida, reformulada, transmitida, transferida, difundida, redistribuida o revendida de cualquier manera, o archivada para uso posterior en cualquiera de los propósitos antes referidos, en su totalidad o en parte, en cualquier forma o manera o por cualquier medio, por cualquier persona sin el consentimiento previo por escrito de Zumma Ratings.

Toda la información aquí contenida es obtenida por Zumma Ratings de fuentes consideradas precisas y confiables. Zumma Ratings lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se base de acuerdo con sus propias metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Zumma Ratings lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Zumma Ratings deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Zumma Ratings se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Zumma Ratings y al mercado en los documentos de oferta y otros informes.

Zumma Ratings es una entidad supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero y además sujeta al cumplimiento de la Ley contra el Lavado de Dinero y Activos; en tal sentido, Zumma Ratings podrá solicitar en cualquier momento información para el cumplimiento de las leyes y normativas aplicables, como políticas de conozca a su cliente para la realización de una debida Diligencia.

Confidencialidad. Referente a la información recibida para la evaluación y clasificación Zumma Ratings ha accedido y accederá a información que será tratada como CONFIDENCIAL, la cual es y será compartida por el emisor cumpliendo con todas las disposiciones legales en materia de reserva bancaria, protección de datos de carácter personal, debiendo este garantizar que posee autorización de los titulares de los datos para compartir información. Ninguna información será compartida cedida o transmitida por Zumma Ratings sino dentro del contexto de la Legislación aplicable. No se considerará información confidencial aquella que sea de dominio público o que haya sido obtenida por Zumma Ratings por otros medios dentro del contexto del respeto a la autodeterminación informativa y será utilizada exclusivamente para la finalidad de los servicios de clasificación.