

Valores de Titularización Hencorp Valores LAGEO 01 Valores de Titularización VTHVGE01

| | | | | | | |
|--|-----------|---|---|-----------------|-----------|------------|
| Comité No. 121/2019 | | Fecha de comité: 28 de octubre de 2019 | | | | |
| Informe con EEFF No Auditados al 30 de junio de 2019 | | | | | | |
| Periodicidad de actualización: Semestral | | | Originador perteneciente al sector eléctrico San Salvador, El Salvador | | | |
| Equipo de Análisis | | | | | | |
| Fernando Vásquez fvasquez@ratingspcr.com | | Isaura Merino imerino@ratingspcr.com | | (503) 2266-9471 | | |
| HISTORIAL DE CLASIFICACIONES | | | | | | |
| Fecha de información | Dic-14 | Dic-15 | Dic-16 | Dic-17 | Dic-18 | Jun-19 |
| Fecha de comité | 29/4/2015 | 22/4/2016 | 26/4/2017 | 16/4/2018 | 30/4/2019 | 28/10/2019 |
| Valores de Titularización Hencorp Valores LAGEO01 | | | | | | |
| Tramo 1 | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA |
| Perspectivas | Estable | 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 el desempeño favorable de LaGeo, ya que mantiene estabilidad en sus ingresos, pese a la disminución en las inyecciones de energía eléctrica, como consecuencia del mantenimiento de categoría mayor. Por otra parte, la compañía mantiene un buen manejo de los costos, logrando una disminución de estos a pesar del aumento del costo de energía eléctrica del sector, que le ha favorecido al momento de mantener sus márgenes de utilidad y un nivel de cesión holgado. Además, según la estructura de la emisión el originador debe cumplir con los resguardos financieros establecidos y con 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:

- **Indicadores de liquidez positivos.** A junio de 2019, LaGeo contó con indicadores de liquidez saludables, con la capacidad de responder a sus obligaciones inmediatas, viéndose favorecida por el buen manejo de sus pasivos corrientes, los cuales van en disminución, trasladando de manera efectiva su deuda a largo plazo. Esto le da oportunidad de crear inversiones financieras que puedan favorecer a aumentar los ingresos por intereses cobrados.
- **Desempeño favorable pese a la disminución en la utilidad.** LaGeo mantiene un constante crecimiento en sus activos, creciendo un 0.90% en comparación al periodo pasado; sin embargo, la utilidad sufrió una leve disminución con respecto al periodo pasado y al proyectado, esto debido al aumento del costo de generación de energía eléctrica, que no fue compensado con la pequeña alza de los precios de la energía eléctrica para dicho periodo, disminuyendo así los ingresos.

- **Participación en el Mercado Mayorista de Energía y cobertura sobre los ingresos recibidos.** A junio de 2019 LaGeo es la única generadora de energía geotérmica en el país, inyectando 624.6 GWh a la matriz energética doméstica y continúa con una importante participación en la demanda de energía con el 25.1%. En conjunto el aumento en el precio de venta en 0.99% no fue suficiente para que se diera un aumento en los ingresos totales, por el contrario, se reportó una disminución del -13.63% respecto a junio 2018. Los cuales ayudaron a cubrir las cesiones del fondo de titularización en 4.92 veces.
- **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 Ordenes Irrevocables de Descuento que serán ejecutadas directamente por quienes hagan la función de colectoría de los ingresos de 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 30 de junio 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 (PCR-SV-MET-P-057), 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 |
| Periodicidad Pago Intereses | Mensual |
| Monto por la Entidad Mensual | US\$2,671,000 mensuales (mes 1-180) |
| Saldo de la emisión a la fecha | US\$236,136,524.00 |
| Destino de los Fondos | 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; el cual fue representado 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 de manera 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 de la Titularización serán utilizados por LaGeo para para realizar operaciones determinadas relacionadas con el giro de la compañía.

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 los ingresos mencionados con anterioridad 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 apliquen.

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 a 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:

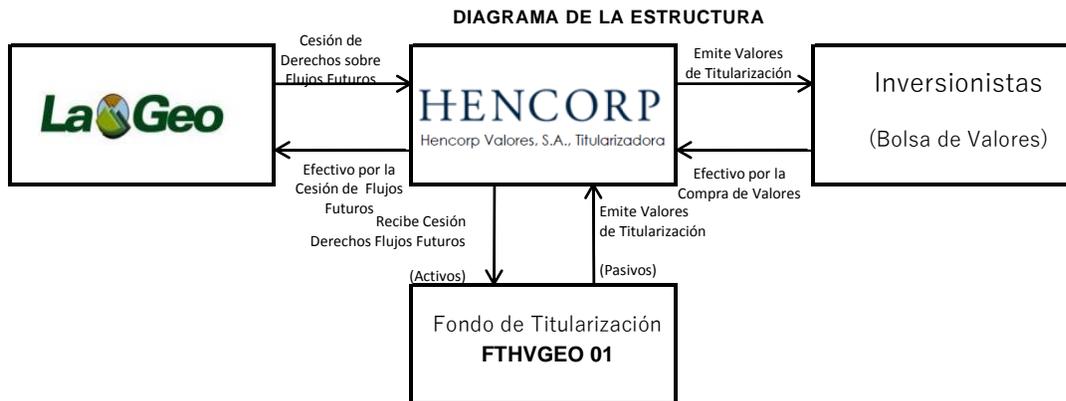
- **La Cuenta Discrecional:** es la cuenta operativa donde se depositarán los ingresos provenientes de las cesiones de flujos del Originador.
- **La Cuenta Restringida:** se constituyó a través de una provisión que es del monto de una cuota de cesión, incluyendo capital e intereses de las mismas, y dicha 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.
- **Orden 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 colecturía 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 Orden 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:

- 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.
- Pago de obligaciones a favor de Tenedores de Valores.
- Pago de comisiones a la Sociedad Titularizadora.
- Pago de saldo de costos y gastos adeudados a terceros.
- 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:** Este ratio no podrá ser mayor a uno. A la fecha de análisis el indicador se encuentra por debajo de lo establecido resultando en 0.50 veces, cumpliendo con lo establecido en el prospecto.

- **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 2.83 veces cumpliendo con lo establecido en el prospecto.
- **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 1.37 veces. Es importante resaltar 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 en el prospecto resultando un indicador en 2.92 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 veinticuatro horas siguientes a la determinación del incumplimiento, a la Superintendencia y al Representante de Tenedores de Valores.

Causales de caducidad

De acuerdo a lo establecido en el prospecto del Fondo, para los siguientes casos LaGeo deberá pagar al Cesionario como Administrador del Fondo, el saldo que a esa fecha se encuentre pendiente hasta completar la cantidad de US\$ 480,780,000.00:

- Si LaGeo, utiliza 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, 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 Ordenes 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

Al tratarse de una titularización de derechos sobre flujos futuros, cobra mayor importancia la capacidad del Originador (LaGeo), de crear los flujos suficientes que respalden el correcto desempeño de la Emisión, dado que si la entidad cesa la capacidad de generarlos, los tenedores de valores tendrán un impacto directo negativo. En ese sentido, PCR considera que los factores cuantitativos y cualitativos aplicados sobre los derechos de los flujos futuros a titularizar, el nivel crediticio del Originador, el administrador de las cuentas del Fondo de Titularización, y los resguardos legales y operativos del Fondo, son adecuados para garantizar la cobertura necesaria para el pago oportuno de las obligaciones del Fondo.

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.

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.

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 brindar liquidez a los 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 | | Concejo de Gerentes | |
|-------------------------------|-------------------------------|------------------------|---------------------------------|
| Participantes Sociales | Participantes Sociales | Cargo | Nombre |
| Hencorp V Holding, S. de R.L. | 99.98% | Gerente Presidente | Raúl Henríquez Marroquín |
| Eduardo Alfaro Barillas | 00.02% | Gerente Secretario | Eduardo Arturo Alfaro Barillas |
| Total | 100% | 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 | Gerardo Mauricio Recinos Avilés |

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

Experiencia

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, es una empresa autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero, 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.

Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales.

Entorno Económico¹

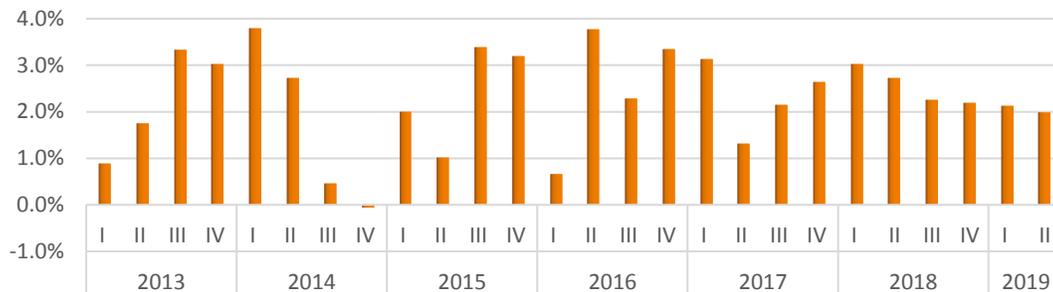
Al segundo trimestre de 2019, las cifras publicadas por el Banco Central de Reserva (BCR) muestran que la economía salvadoreña registró una tasa de crecimiento de 1.98%, menor al crecimiento de 2.72% registrado en el mismo periodo del año anterior. En este sentido, desde el enfoque de la demanda, el consumo privado reportó una contribución al crecimiento de 1.42%, menor al 3.15% reflejado en junio 2018, asimismo, la inversión tuvo un aporte del 0.08% (junio 2018: 1.65%). Cabe destacar que, durante los primeros meses del año 2019, El Salvador estuvo bajo un contexto de elecciones presidenciales, dejando como resultado un cambio en la estructuración política que había estado funcionando por diez años de gobierno del partido FMLN, por lo que la incertidumbre ante una nueva administración pudo haber influido en las decisiones de inversión del sector privado. Por otra parte, la contribución al crecimiento de las exportaciones fue de 2.02% (junio 2018: 0.85%). Asimismo, las importaciones contrarrestaron el crecimiento con 1.42% (junio 2018: 3.37%).

Por el lado de la oferta, los sectores que observaron un mayor aporte al crecimiento fueron: la Construcción (0.4%), Servicios financieros (0.33%), alojamiento y comidas (0.15%), agua y evacuación de aguas residuales (0.03%), electricidad (0.13%) y servicios de administración y apoyo (0.13%). En cuanto al sector construcción, el comportamiento positivo estaría relacionado a la ejecución de proyectos de infraestructura (residencial, comercial y corporativo), así como obras de ingeniería civil. Por su parte, el sector de servicios financiero se ha visto estimulado por el crecimiento en la cartera crediticia y depósitos, así como, el incremento de las primas de seguros. No obstante, la Industria Manufacturera reflejó un aporte al crecimiento de 0.31%, levemente menor al 0.33% de junio 2018.

De acuerdo con las proyecciones del BCR, el crecimiento de la economía salvadoreña se ubicará en 2.3% al cierre del año 2019, mientras que, para el año 2020, la entidad estima que la economía crezca un 2.6%, fundamentada en mayores expectativas de inversión pública y privada.

¹ Con fuente de información suministrada por el BCR con Base de Datos Económica al 30 de junio de 2019.

VARIACIONES ANUALES DEL PIB AL SEGUNDO TRIMESTRE 2019 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



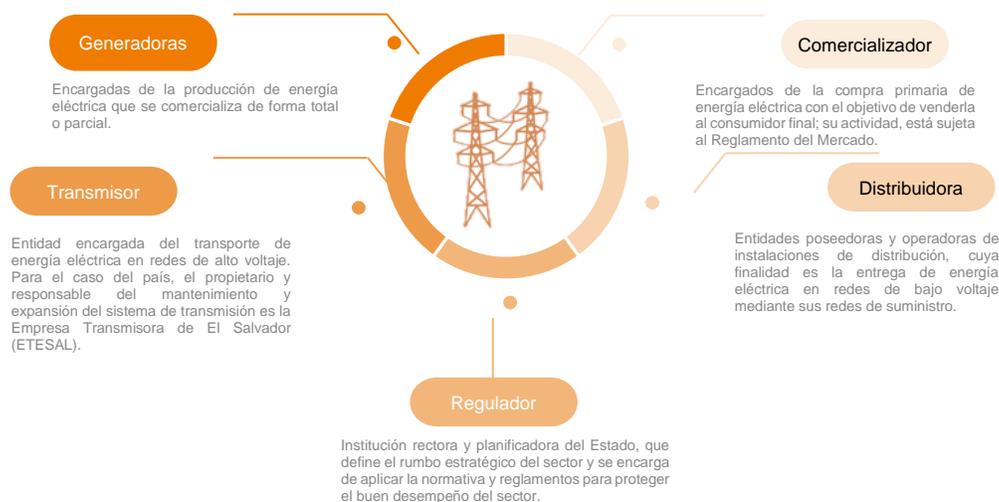
Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

Análisis del Sector Energético

Reseña

A junio 2019 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 por la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET)², 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).

² 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.

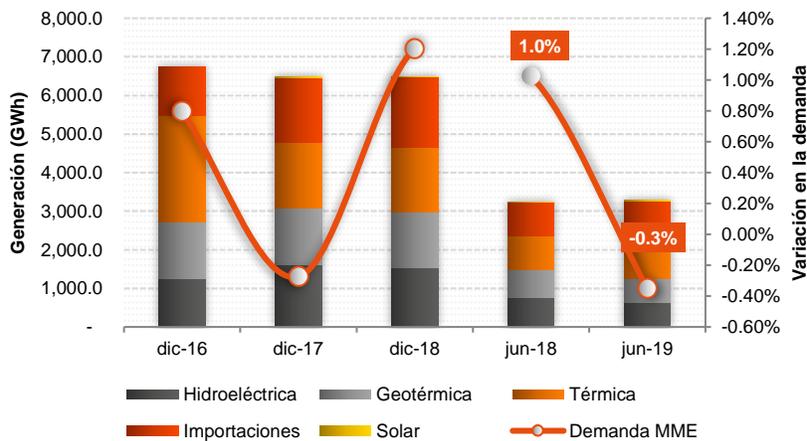
Composición del Sector Eléctrico de El Salvador

Matriz Energética

En El Salvador la matriz energética está distribuida en: hidroeléctrica, geotermia, térmica, importaciones y una pequeña porción de fuente fotovoltaicas. La hidroeléctrica y geotermia, ambas consideradas fuentes renovables, obtienen en conjunto a junio de 2019 una representación del 39.96% de la energía inyectada a la demanda del Mercado Mayorista de Energía (MME), la térmica 36.79%, las importaciones el 23.29%, y las fotovoltaicas con el 2.96%.

La generación de energía térmica se ubicó con la mayor participación dentro de la matriz energética, pasando de 26.81% en junio 2018 a 36.79% en junio 2019, seguido de las importaciones, geotérmica e hidroeléctrica, las cuales cedieron participación. Cabe destacar que, en cuanto a la generación de energía hidroeléctrica, su disminución estaría relacionada a la falta de lluvias registradas en el último trimestre.

Inyección Mercado Mayorista de Energía



Fuente: UT, S.A. / Elaboración: PCR

La demanda acumulada en el MME de 3,198.3 GWh, representó una disminución para el periodo de estudio de 11.21 GWh (0.3%), vinculado a la disminución de la energía Hidroeléctrica, Geotérmica e Importaciones.

Demanda acumulada en el Mercado Mayorista Energético (GWh)

| | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Hidroeléctrica | 1,257.5 | 1,615.0 | 1,543.7 | 758.5 | 622.5 |
| Geotérmica | 1,467.2 | 1,459.9 | 1,437.2 | 738.4 | 624.6 |
| Térmica | 2,756.8 | 1,709.0 | 1,668.4 | 863.2 | 1,241.6 |
| Solar | - | 11.5 | 11.3 | 9.5 | 17.3 |
| Importaciones | 1,250.7 | 1,682.5 | 1,830.0 | 870.2 | 786.0 |
| Total Inyecciones MME | 6,732.2 | 6,561.3 | 6,609.6 | 3,296.6 | 3,374.5 |
| Exportaciones | 256.8 | 98.3 | 71.4 | 30.4 | 120.5 |
| Pérdida de transmisión | 114.5 | 119.5 | 118.4 | 56.7 | 55.7 |
| Demanda MME | 6,360.9 | 6,343.5 | 6,419.7 | 3,209.5 | 3,198.3 |

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

El sector eléctrico de El Salvador se caracteriza por contar con un Mercado Mayorista Energético (MME) y es la Unidad de Transacciones la encargada de administrar y asegurar la calidad del suministro. El sector generador se encuentra compuesto por 14 empresas, principalmente por la CEL, institución estatal quien administra la planta hidroeléctrica compuesta por cuatro centrales existentes en El Salvador que son: Guajoyo, 5 de noviembre, 15 de septiembre y Cerrón Grande. 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 60.2% al Mercado Mayorista a junio 2019.

En relación con el parque generador doméstico, la Geo se ubica como la principal institución que inyecta energía al MME con una participación de 25.1% seguido por la CEL con el 25.0%. Por otra parte, las variaciones interanuales de inyección de energía eléctrica reportadas a junio de 2019 coinciden con el comportamiento de la generación, ya que la CEL reportó un decrecimiento de 17.94%, mientras que LaGeo se contrajo 15.41%, no obstante, una de las principales plantas generadoras de energía térmica como Nejapa Power, registró un incremento interanual de 695.9%.

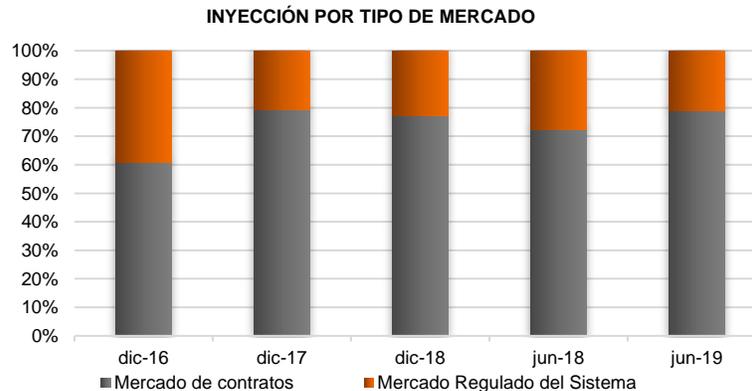
Inyecciones de Energía Eléctrica por participante (GWh)

| | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| CEL | 1,257.60 | 1,614.90 | 1,543.70 | 758.50 | 622.40 |
| LAGEO | 1,467.20 | 1,460.00 | 1,437.20 | 738.40 | 624.60 |
| NEJAPA POWER | 387.30 | 22.80 | 69.00 | 7.30 | 58.10 |
| DUKE ENERGY | 1,002.50 | 692.00 | 629.20 | 308.90 | 378.30 |
| INE | 439.90 | 237.00 | 213.20 | 68.50 | 209.00 |
| TERMOPUERTO | 463.00 | 293.40 | 233.10 | 114.80 | 165.40 |
| TEXTUFIL | 58.50 | 19.00 | 164.70 | 79.40 | 76.10 |
| BOREALIS | 4.10 | - | 46.50 | 20.20 | 4.10 |
| GECSA | 6.30 | 0.90 | 2.80 | 0.60 | - |
| HICALSA | 0.34 | 0.16 | 0.53 | 0.03 | - |
| CASSA | 100.00 | 77.80 | 85.70 | 61.00 | 53.90 |
| ING. EL ANGEL | 130.80 | 134.30 | 133.20 | 87.80 | 104.60 |
| ING. LA CABAÑA | 41.20 | 53.30 | 60.40 | 43.50 | 40.00 |
| CHAPARRASTIQUE | 122.80 | 167.60 | 155.90 | 123.50 | 149.00 |
| Total | 5,481.54 | 4,773.16 | 4,775.13 | 2,412.43 | 2,485.50 |

Fuente: Consejo Nacional de Energía / Elaboración: PCR

El mercado de energía eléctrica en El Salvador está basado en la remuneración a los participantes del mercado generadores en base a sus costos de producción y por contratos financieros, esto 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 establecido en el artículo 86-A del Reglamento de la Ley General de Electricidad, las distribuidoras se encuentran obligadas a seguir suscribiendo contratos, al menos hasta cubrir el 80% de la demanda máxima incluyendo convenios entre operadores en forma independiente (bilateral). El remanente se comercializa en el Mercado Regulador del Sistema 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 los 2,523.9 GWh a junio de 2019, obteniendo una representación del 78.9% del total de la energía consumida, superior a lo observado en junio 2018, cuando representaron el 72.3%; 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

Para mantener un control sobre el precio de energía, el Gobierno de El Salvador establece un pliego tarifario del cual se revisa cada 3 meses el costo de energía y cada 5 años el costo de comercialización y distribución.

A junio de 2019, el precio promedio del MWh en el Mercado Regulador del Sistema se ubicó en \$117.86, superior en 20.4% al reportado en junio 2018. Cabe mencionar que los precios de la energía se ven afectados principalmente por períodos de sequía y variaciones en los precios del combustible. Para mitigar estas fluctuaciones, las distribuidoras compran la energía por medio de contratos a largo plazo, lo que permiten una relativa estabilidad en los precios para el consumidor final.

Evolución del precio promedio de la energía en US\$/MWh

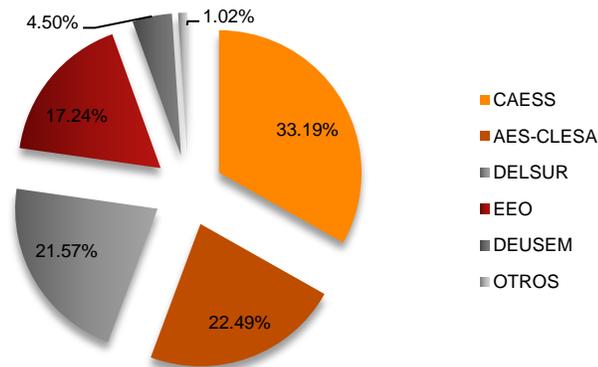
| | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Precio Promedio interanual - MRS MWh | 81.80 | 91.47 | 112.88 | 97.57 | 117.86 |

Fuente: UT, S.A. / Elaboración: PCR

Distribuidores

De acuerdo con la información publicada por la SIGET, se encuentran operando principalmente siete compañías distribuidoras eléctricas de capital privado. Cada una opera en un marco geográfico no concesionado, aunque delimitado por zonas. La Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador S.A. de C.V. (CAESS) representa el 33.2% del total de clientes del país, concentradas en las zonas de Chalatenango, Cuscatlán, Cabañas y la Zona Norte de San Salvador cómo se muestran en el siguiente gráfico, seguido por Distribuidora de AES CLESA & Cía. S. en C. de C.V. con el 22.49% y Electricidad del Sur S.A. de C.V. con el 21.57%, juntas representan el 77.25% de los clientes del país.

Participación en clientes de distribuidoras



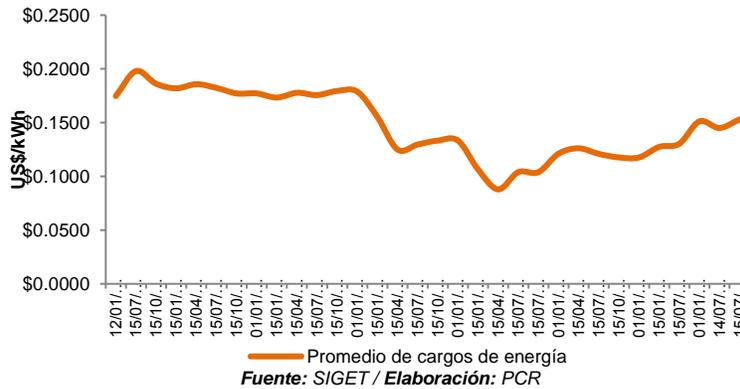
Fuente: SIGET / Elaboración: PCR

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 promedio 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.

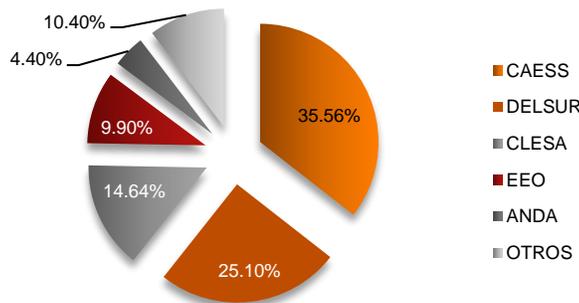
El precio de energía eléctrica se encuentra compuesto por los cargos de comercialización, cargos de energía y cargos de distribución con base a los datos del MRS proporcionados por la Unidad de Transacciones y los precios de los Contratos de Largo Plazo Trasladales a Tarifas. Se consideran demandas pequeñas los que consumen entre cero y diez kW/mes, donde cabe mencionar que el gobierno de El Salvador subsidia el consumo de energía a clientes residenciales cuyo consumo se encuentre entre 1 kWh y 105 kWh. Por su parte, el rango de requerimiento entre los 10 kW hasta 50 kW corresponde a las medianas demandas, y el requerimiento mayor de 50 kW pertenece a las grandes demandas. Es importante mencionar que, dichos pliegos tarifarios están directamente relacionados con las variaciones internacionales del petróleo, por lo que a la fecha de análisis debido al aumento de los precios del petróleo en el mercado internacional, los cargos por energía (trasladar los costos de potencia y energía a los usuarios finales) experimentó un aumento.

Promedio de Cargos Variable de Energía



Los datos a junio 2019 posicionan a CAESS con el 35.56% de la demanda total de energía (incluyendo Contratos y MRS), acorde al mayor número de usuarios que posee la distribuidora en relación con el sector, seguido por DELSUR con el 25.10%, CLESA con el 14.64% y EEO con el 9.9%, juntas representaron el 85.2% de la demanda total de energía.

Distribuidoras de energía



Proyección de Generación Eléctrica

De acuerdo con las cifras proyectadas por el Consejo Nacional de Energía³, tomando en cuenta el escenario base de la Demanda Energética del país en el año 2018 (6,538 GWh), se estima que ésta crezca a una tasa de crecimiento promedio de 1.3% cada año durante el periodo de 2018-2028. De tal forma que al finalizar el año 2028, la demanda de energía se ubicaría en 7,403 GWh. Para dar cumplimiento a dicha demanda se muestra a continuación una lista de proyectos seleccionados por el CNE, los cuales permitirán asegurar la cobertura de la Demanda Energética futura.

PROYECTOS SELECCIONADOS

| Nombre | Tipo | MW | Inversión (\$/Kw) | Año probable |
|----------------------|----------------|--------------|-------------------|--------------|
| Trinidad (46 KV) | Fotovoltaica | 34.0 | 2,800 | 2019 |
| Trinidad (34.5 KV) | Fotovoltaica | 6.0 | 2,800 | 2019 |
| Trinidad (115 KV) | Fotovoltaica | 20.0 | 1,900 | 2019 |
| Capella Solar | Fotovoltaica | 100.0 | 1,500 | 2020 |
| EcoSolar | Fotovoltaica | 9.9 | 1,515 | 2020 |
| Sonsonate Energía | Fotovoltaica | 10.0 | 1,500 | 2020 |
| Ventus | Eólica | 50.0 | 2,283 | 2020 |
| Chaparral | Hidroeléctrica | 65.7 | 2,200 | 2021 |
| Energía del Pacífico | Gas Natural | 380.0 | 2,116 | 2021 |
| Total | | 675.6 | | |

Fuente: CNE / Elaboración: PCR

³ CNE, Actualización del Plan Indicativo de la Expansión de la Generación Eléctrica 2019-2028. Sitio web oficial: www.cne.gov.sv

Para el año 2028 se prevé que exista una potencia de 295.6 MWh, proveniente de nuevos proyectos energéticos que tienen como fuente recursos renovables como: la energía solar, hidroeléctrica y eólica. Por otra parte, se destaca la creación de la planta de gas natural, la cual generaría aproximadamente 380 MWh en el año 2021. Dichas acciones encaminaran a diversificar la matriz energética del país, aprovechando de las diferentes fuentes de generación y disminuyendo la dependencia de combustible fósil. Asimismo, la inversión aproximada de estos proyectos asciende a los \$1,392.8 millones

Cabe destacar que los proyectos del grupo "Trinidad" ya han finalizado y se encuentran operando desde inicios de este año. De la misma forma la planta de Gas Natural desarrollada por Energía del Pacífico, está en proceso de construcción luego de haber obtenido todos los permisos necesarios. Los demás proyectos están en proceso de trámites ambientales y permisos de construcción, por lo que se espera que algunos comiencen sus operaciones desde el año 2020.

Conforme a las proyecciones del CNE y tomando en cuenta el escenario base del año 2018, indica que no habrá condiciones de déficit de generación durante el horizonte de tiempo 2019-2028. Asimismo, la generación de energía por recurso para el año 2028, estaría distribuida de la siguiente manera: Hidroeléctrica (27.0%), Importaciones Netas (19.8%), Gas Natural Licuado (12.6%), Geotérmica (19.3%), Solar (12.2%), Biomasa (7.0%), Eólico (2.0%) y Bunker (0.1%).

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 Geotérmica 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 en 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 acciones con valor nominal de US\$ 10 cada una.

| ACCIONISTAS DE LAGEO S.A. DE C.V. | |
|---|---------------------------------|
| Accionista | Participación Accionaria |
| Inversiones Energéticas S.A. de C.V. | 99.99% |
| Compañía de Luz Eléctrica de Ahuachapán, S.A. | 0.01% |
| Total | 100.00% |

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.

| Director | Cargo |
|---|---------------------------|
| 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, asimismo 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:

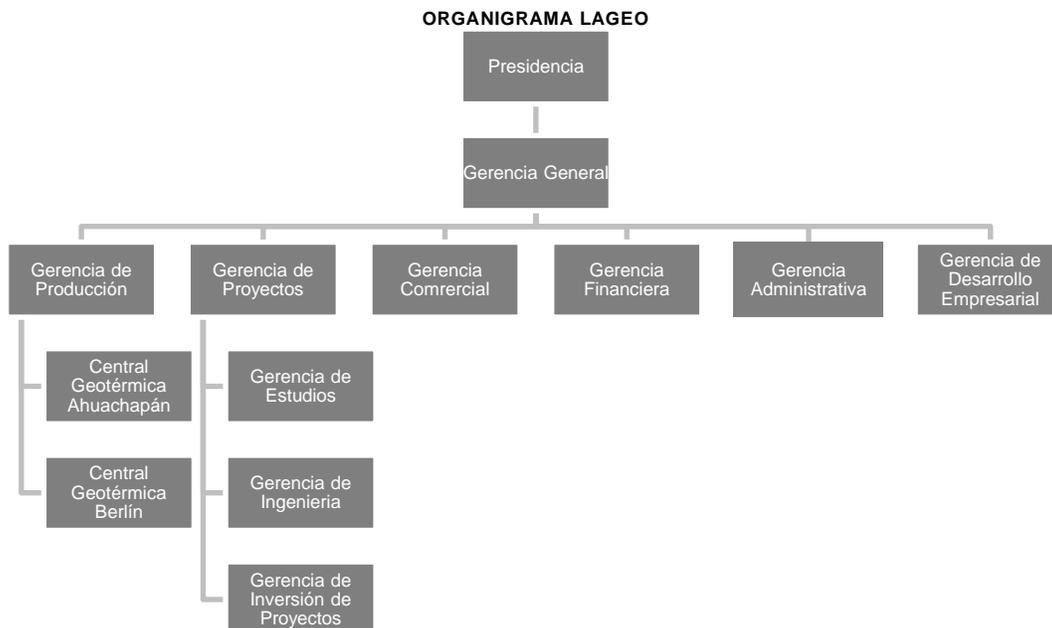
PLANA GERENCIAL DE LAGEO, S.A. DE C.V.

| 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

- Para agosto de 2019 el presidente de LaGeo afirmó que se está dando un impulso a la negociación con el Banco Mundial para el financiamiento de un proyecto por \$232 millones para sumar hasta 80 megavatios (MW) a la capacidad que ya tiene LaGeo. Además de aumentar 10 MW brutos a la capacidad instalada en el ciclo binario de Berlín y lo financiarán con recursos propios.
- 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%, entre los factores que intervienen 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 en 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.

Análisis Financiero

El análisis financiero se ha realizado con base en los Estados Financieros Auditados 2015 – 2018 y no auditados a junio de 2019; 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 cierre del primer semestre, los activos de LaGeo S.A. de C.V., crecieron un 0.90% (+US\$7.02 millones) respecto a junio 2018. Siendo los activos no corrientes los más representativos; de estos los préstamos por cobrar a relaciones reportan un aumento en US\$5.89 millones, consecuencia de poseer un monto mayor de cuentas por cobrar de largo plazo. Además, en este periodo se puede observar un aumento en los activos corrientes, debido al incremento en los fondos disponibles, en contraste con la reducción en las cuentas por cobrar netas de -6.44% (-US\$1.42 millones), seguido de los gastos pagados por anticipado con (-16.9%).

ESTRUCTURA DE LOS ACTIVOS (US\$ MILLONES)

| Componentes | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total de Activos Corrientes | 91.39 | 86.82 | 133.16 | 87.39 | 72.63 | 76.46 |
| Total de Activos no Corrientes | 667.71 | 670.40 | 652.02 | 713.07 | 703.54 | 706.73 |
| Activos Totales | 759.10 | 757.22 | 785.18 | 800.47 | 776.17 | 783.18 |

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

Pasivos

Los pasivos de la institución presentan un incremento de US\$10.57 millones (+3.41%), a pesar de este incremento, se puede destacar la disminución en el pasivo corriente de -6.42%, que se encuentra de manera más significativa en los gastos acumulados, impuestos y otros por pagar, representando una variación de -30.47% (-US\$13.63 millones). Sin embargo, se impulsó un aumento en las obligaciones de la institución, por la emisión de nuevos tramos de papel bursátil y cuentas por pagar de corto plazo, quienes aumentan en US\$10.59 millones con respecto a junio 2018. Mientras que, por la parte del pasivo no corriente, se puede observar el pago de dividendos por +US\$27.71 millones, para el cual es necesario determinar cuándo se efectuará el pago.

ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS (US\$ MILLONES)

| Componentes | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total Pasivo Corriente | 89.46 | 86.37 | 50.83 | 79.27 | 58.43 | 54.68 |
| Total Pasivo no Corriente | 272.95 | 292.24 | 246.84 | 236.22 | 251.33 | 265.66 |
| Pasivos Totales | 362.41 | 378.61 | 297.67 | 315.49 | 309.76 | 320.33 |

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

Patrimonio

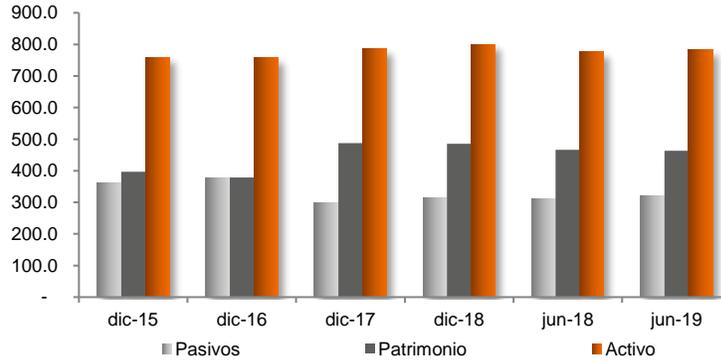
Al 30 de junio de 2019, el patrimonio total de LaGeo S.A. de C.V., fue de US\$462.85 millones, mostrando una disminución interanual de US\$3.56 millones (-0.76%). El capital social representa el +80.02% del patrimonio total al período de análisis, además de no tener variación alguna entre dichos periodos. Por su parte la reserva legal presenta un aumento de +US\$4.48 millones (+6.77%); el efecto negativo en el patrimonio viene dado por la reducción en el resultado de ejercicios acumulados de -US\$8.04 millones, producto de la distribución de dividendos.

ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO (US\$ MILLONES)

| Componentes | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Capital Social | 292.89 | 292.89 | 370.39 | 370.39 | 370.39 | 370.39 |
| Reserva Legal | 58.58 | 58.58 | 62.86 | 68.21 | 66.11 | 70.59 |
| Resultados Acumulados | 45.22 | 27.14 | 54.25 | 46.37 | 29.90 | 21.86 |
| Patrimonio Total | 396.69 | 378.61 | 487.50 | 484.98 | 466.41 | 462.85 |

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

ESTRUCTURA DEL BALANCE GENERAL (US\$ MILLONES)



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

Análisis de Resultados

Ingresos

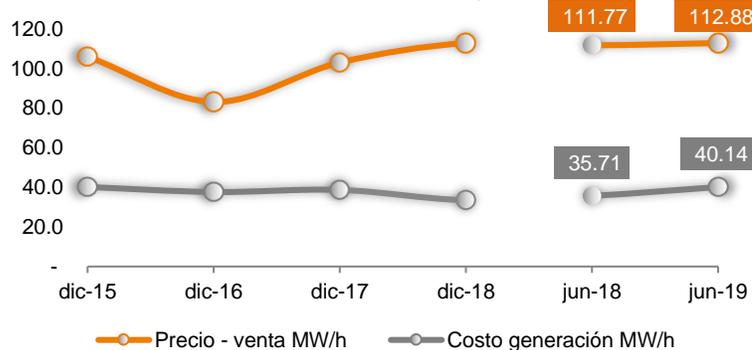
Los ingresos obtenidos por LaGeo S.A. de C.V., para el cierre del primer semestre de 2019, ascienden a US\$78.80 millones, disminuyendo en US\$12.73 millones (-13.91%) en comparación al mismo periodo en 2018. A pesar de ello, el precio de venta de la energía eléctrica tuvo un ligero aumento entre dichos periodos (+US\$1.11 MW/h), pero no fue lo suficientemente significativo para que se viera impactado en los ingresos. Por otro lado, los ingresos por intereses también se vieron afectados reduciendo en -US\$2.44 millones, de manera concreta por la disminución en las inversiones y cuentas por cobrar que le dejó a la institución menores ingresos financieros por el cobro de intereses devengados.

ESTRUCTURA DE LOS INGRESOS (US\$ MILLONES)

| Componentes | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Venta de energía y otros ingresos | 151.85 | 121.98 | 150.45 | 152.14 | 82.55 | 72.29 |
| Ingresos por intereses | 17.80 | 16.40 | 16.43 | 21.43 | 10.62 | 8.18 |
| Otros ingresos | (1.16) | (1.96) | (0.36) | (2.94) | (1.64) | (1.67) |
| Total Ingresos | 168.49 | 136.43 | 166.87 | 170.63 | 91.53 | 78.80 |

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

COSTOS Y PRECIO DE ENERGIA ELECTRICA (US\$/MW HORA)



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

Costos y Gastos

En cuanto a los costos y gastos del periodo, estos ascienden a US\$56.23 millones, disminuyendo la salida de efectivo en US\$3.78 millones (-6.30%), el cual fue influenciado por la disminución en los costos de producción de la energía eléctrica y gastos financieros. En especial por la disminución en el pago de impuestos y contribuciones que fue de -27.24%. Para el cierre del primer semestre se reportó un aumento en el costo de generación de energía eléctrica en el sector de US\$4.44 MW/h, sin embargo, como consecuencia de los procesos de mantenimiento, LaGeo no se vio influenciada de manera significativa y por tanto esto se vio reflejado en los costos de producción de energía.

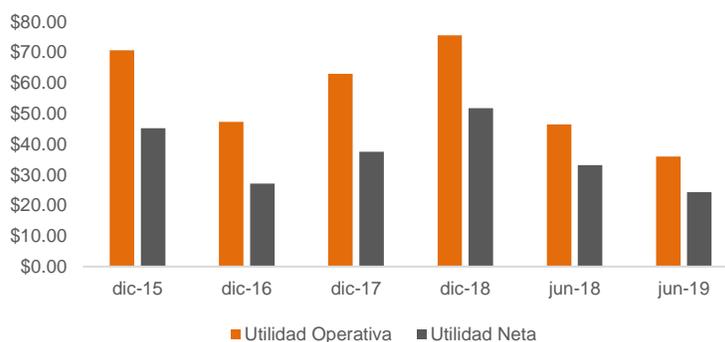
ESTRUCTURA DE LOS COSTOS Y GASTOS (US\$ MILLONES)

| Componentes | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Costo de producción de energía y otros | 57.55 | 55.23 | 56.52 | 48.15 | 26.37 | 25.07 |
| Gastos de administración | 23.23 | 18.99 | 21.95 | 27.89 | 9.58 | 11.11 |
| Gastos de venta | 0.45 | 0.48 | 0.54 | 0.55 | 0.22 | 0.22 |
| Gastos de investigación y desarrollo | 0 | 0 | 8.54 | 0 | 0 | 0 |
| Otros gastos | 1.16 | 1.96 | 0.36 | 2.94 | 1.64 | 1.67 |
| Gastos financieros | 20.05 | 19.53 | 17.85 | 16.63 | 7.56 | 7.19 |
| Impuesto sobre la renta | 21.75 | 13.40 | 20.78 | 22.88 | 13.36 | 9.72 |
| Contribución especial | 0.25 | 1.66 | 2.88 | 2.80 | 1.29 | 1.23 |
| Costo y Gastos totales | 124.43 | 111.25 | 129.42 | 121.84 | 60.01 | 56.23 |

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

El nivel de utilidad de LaGeo S.A. de C.V., para el primer semestre de 2019, presenta una disminución al ser comparado con junio 2018, consecuencia de que se generaron menores ingresos operativos y a su vez ingresos por intereses de inversiones. A nivel operativo la institución obtuvo una utilidad de +US\$35.88 millones en ganancia, mostrando una disminución de -US\$10.50 millones (-22.63%). Tras descontar los impuestos y contribuciones del periodo, la utilidad neta fue de +US\$24.24 millones, es decir, se obtuvo una disminución de -US\$8.91 millones (-26.89%). Los elementos claves para que se diera el efecto anterior fueron la disminución en los ingresos propiamente de la venta de energía y el aumento de los gastos de administración.

UTILIDAD OPERACIONAL Y NETA (US\$ MILLONES)



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

Análisis de Rentabilidad

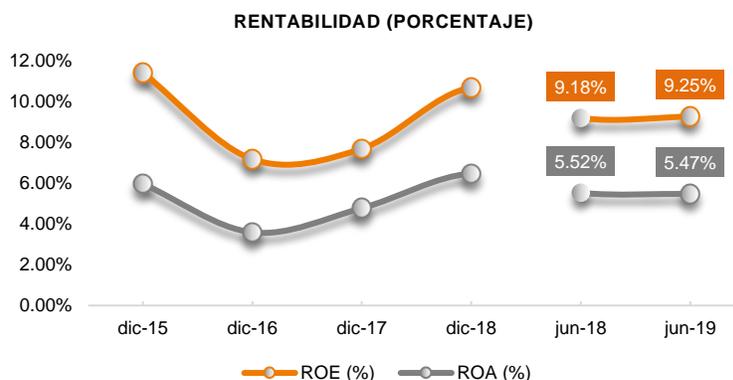
En cuanto a términos de rentabilidad, aunque se observó una variación de precios entre los periodos, esta no logró ser tan significativa para que el nivel de ingresos de LaGeo S.A. de C.V. aumentara; por el contrario, se reportó una disminución en los márgenes bruto (-2.74%), operativo (-6.55%) y neto (-6.63%).

RESUMEN DE MÁRGENES BRUTO OPERATIVO Y NETO (PORCENTAJE)

| Componentes | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Margen Bruto | 62.10% | 54.72% | 62.43% | 68.35% | 68.05% | 65.32% |
| Margen Operativo | 46.51% | 38.76% | 41.81% | 49.66% | 56.19% | 49.63% |
| Margen Neto | 29.78% | 22.25% | 24.90% | 34.00% | 40.17% | 33.53% |

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

A pesar de lo anterior los niveles de rentabilidad se mantuvieron estables, el retorno sobre activos alcanzó un valor de +5.47%, inferior al registrado a junio del año anterior (+5.52%). Por su parte la rentabilidad patrimonial fue de +9.25%, reportando un leve aumento con respecto a junio 2018 de (+9.18%), esto se traduce en la capacidad de crear utilidades sin necesidad de incrementar el financiamiento. Sin embargo, ambos indicadores se vieron afectados por la disminución en la utilidad neta del ejercicio.



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

Liquidez

Al 30 de junio del presente año la liquidez mostró un índice de liquidez general de 1.40 veces, producto de la disminución en el pasivo corriente (-6.42%) en relación con el aumento que presentaron los activos corrientes (+5.27%). A su vez se observó un aumento en el indicador de prueba ácida, el cual al omitir las partidas menos liquidas (inventario), se obtuvo una cobertura de los activos corrientes respecto a los pasivos de 1.02 veces. Aumentando así en 0.16 puntos estos dos indicadores en comparación al periodo pasado. Por su parte el efectivo disponible para hacer frente a cualquier obligación necesaria de forma inmediata es de US\$21.78 millones, aumentando en US\$7.58 millones (+53.4%).

LIQUIDEZ (VECES/ US\$ MILLONES)

| Componentes | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liquidez General | 1.02 | 1.01 | 2.62 | 1.10 | 1.24 | 1.40 |
| Prueba Ácida | 0.87 | 0.74 | 2.14 | 0.79 | 0.87 | 1.02 |
| Capital de Trabajo (US\$ Millones) | 1.94 | 0.45 | 82.33 | 8.13 | 14.20 | 21.78 |

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

Endeudamiento y Solvencia

En cuanto a los niveles de endeudamiento y solvencia, el endeudamiento patrimonial fue de 0.69 veces, mayor en 0.03 veces que, en junio de 2018, esto por un aumento en los pasivos no corrientes de (+5.70%) y una reducción en el patrimonio total de (-0.76%). Es decir que los pasivos están menos resguardados por el capital propio, asimismo el ratio de activos entre pasivos presenta una disminución de 0.06 veces, teniendo un menor nivel de cobertura respecto al periodo pasado.

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA (VECES)

| Componentes | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Pasivo/Patrimonio | 0.91 | 1.00 | 0.61 | 0.65 | 0.66 | 0.69 |
| Activo/Pasivo | 2.09 | 2.00 | 2.64 | 2.54 | 2.51 | 2.44 |

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 | Jun-2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|---|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Venta de Energía y otros ingresos | 176.97 | 84.95 | 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 | 25.58 | 51.16 | 51.16 | 51.16 | 51.16 | 51.16 | 51.16 | 51.16 | 51.16 | 51.16 | 51.16 | 51.16 |
| Utilidad Bruta | 125.82 | 59.37 | 118.74 | 111.94 | 105.42 | 99.16 | 93.14 | 87.37 | 81.83 | 76.51 | 71.40 | 66.50 | 61.80 |
| Gastos de Administración | 12.33 | 6.35 | 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 | 0.34 | 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 | 0.20 | 0.39 | 0.41 | 0.42 | 0.43 | 0.45 | 0.47 | 0.48 | 0.50 | 0.51 | 0.53 | 0.55 |
| Utilidad de Operación | 112.47 | 52.49 | 104.97 | 97.74 | 90.78 | 84.06 | 77.57 | 71.31 | 65.26 | 59.42 | 53.78 | 48.32 | 43.04 |
| Ingresos por Intereses | 2.82 | 1.38 | 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 | 1.06 | 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 | 0.64 | 1.28 | 1.32 | 1.36 | 1.40 | 1.44 | 1.48 | 1.53 | 1.58 | 1.62 | 1.67 | 1.72 |
| Util. antes de Intereses e imp. | 116.10 | 54.28 | 108.57 | 101.31 | 94.29 | 87.50 | 80.92 | 74.54 | 68.29 | 62.14 | 56.09 | 50.14 | 44.92 |
| Gasto Titularización | 18.68 | 8.82 | 17.64 | 16.52 | 15.31 | 14.01 | 12.61 | 11.10 | 9.48 | 7.73 | 5.84 | 3.80 | 1.57 |
| Gastos Financieros | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Util. antes de imp. y res. legal | 97.42 | 45.46 | 90.92 | 84.79 | 78.98 | 73.49 | 68.31 | 63.44 | 58.81 | 54.41 | 50.26 | 46.34 | 43.36 |
| Impuesto sobre la Renta | 27.18 | 12.68 | 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 | 3.18 | 6.36 | 5.94 | 5.53 | 5.14 | 4.78 | 4.44 | 4.12 | 3.81 | 3.52 | 3.24 | 3.03 |
| Utilidad Neta | 63.42 | 29.60 | 59.19 | 55.20 | 51.42 | 47.84 | 44.47 | 41.30 | 38.28 | 35.42 | 32.72 | 30.17 | 28.22 |

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

Al comparar los resultados reales con la proyección de ingresos de LaGeo S.A. de C.V., para el primer semestre de 2019, se reflejan diferencias en los ingresos de -US\$12.66 millones y en los costos una reducción porcentual de (-1.99%). Por consiguiente, en el análisis del cumplimiento los ingresos lograron el +85.10% de lo esperado, mientras que los costos el +98.01%. En cuanto a la utilidad neta se reportó una disminución entre el escenario esperado con el real, para el proyectado fue de US\$29.60 millones y el real fue de US\$24.24 millones, con una diferencia de -US\$5.36 millones, con un cumplimiento del 82% de la meta.

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 0.50 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 2.83
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 1.37 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 30 de junio el valor del ratio fue de 2.92 veces

CUMPLIMIENTO DE COVENANTS (US\$ MILLONES)

| Componentes | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Deuda Total/Patrimonio Total | 0.74 | 0.74 | 0.51 | 0.51 | 0.53 | 0.53 |
| EBITDA/Servicio de Deuda | 5.56 | 4.50 | 5.64 | 3.04 | 3.79 | 3.04 |
| Total de Activos Circulantes/Total de Pasivos Circulantes | 1.01 | 1.00 | 2.52 | 1.09 | 1.24 | 1.37 |
| Activos Productivos/Saldo vigente de los Valores de Titularización | 2.30 | 2.42 | 2.52 | 0.96 | 2.56 | 0.97 |

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

Tomando en cuenta el modelo del estructurador, este 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.

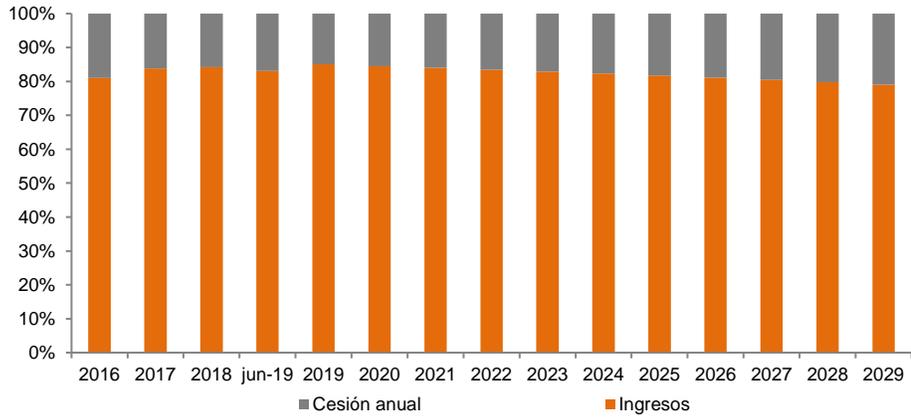
CESIÓN ANUAL (MILLONES US\$)

| Componente | 2016 | 2017 | 2018 | jun-2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|-----------------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ingresos | 136.4 | 166.9 | 170.6 | 78.8 | 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 | 16.0 | 32.1 | 32.1 | 32.1 | 32.1 | 32.1 | 32.1 | 32.1 | 32.1 | 32.1 | 32.1 | 32.1 |
| Cesión/Ingresos | 23.49% | 19.25% | 18.78% | 20.34% | 17.63% | 18.34% | 19.08% | 19.85% | 20.66% | 21.50% | 22.38% | 23.30% | 24.29% | 25.34% | 26.46% |

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 30 de junio de 2019 el porcentaje de los ingresos cedidos respecto al monto de cesión anual fue de 16%. menor al valor de cesión proyectado (18.34%).

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 junio 2019 resultó de 4.92 veces

COBERTURA DE LA CESIÓN ANUAL (VECES)

| Componente | 2017 | 2018 | Jun 2019 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|------------|------|------|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Cobertura | 5.20 | 5.32 | 4.92 | 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 |
| | | | | | | | Total: US\$ 480,780,000 |

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

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

| BALANCE GENERAL (US\$ MILLONES) | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Componentes | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
| ACTIVOS | | | | | | |
| Efectivo y Equivalentes | 3.68 | 8.07 | 17.02 | 21.25 | 22.01 | 25.65 |
| Cuentas por cobrar netas | 13.93 | 22.91 | 24.15 | 24.48 | 22.08 | 20.66 |
| Cuentas por cobrar relacionadas | 1.01 | 0.65 | 5.09 | 1.35 | 0.32 | 1.52 |
| Vencimiento corriente de préstamo por cobrar a relacionadas | 56.36 | 32.05 | 23.11 | 23.37 | 8.37 | 8.78 |
| Inversiones disponibles para la venta | 2.25 | 2.15 | 52.59 | 4.26 | 4.27 | 4.20 |
| Vencimiento corriente de inventario de repuestos | 11.17 | 19.03 | 9.51 | 10.88 | 11.26 | 12.06 |
| Gastos pagados por anticipado | 3.00 | 1.95 | 1.70 | 1.80 | 4.32 | 3.59 |
| Total de Activos Corrientes | 91.39 | 86.82 | 133.16 | 87.39 | 72.63 | 76.46 |
| Cuentas por cobrar relacionadas LP | 137.64 | 157.46 | - | - | - | - |
| Préstamo por cobrar a relacionadas menos vencimiento corriente | 229.04 | 240.82 | 386.65 | 399.84 | 387.88 | 393.77 |
| Inventarios de repuestos netos | 11.27 | 1.18 | 10.67 | 11.63 | 10.67 | 11.63 |
| Inversiones | 17.18 | 17.03 | 28.88 | 56.83 | 56.98 | 56.83 |
| PPE | 626.73 | 631.85 | 627.11 | 239.21 | 635.80 | 237.26 |
| Depreciación Acumulada | (358.38) | (382.18) | (405.93) | - | (394.22) | - |
| Otros Activos | 4.22 | 4.25 | 4.64 | 5.56 | 6.44 | 7.24 |
| Total de Activos no Corrientes | 667.71 | 670.40 | 652.02 | 713.07 | 703.54 | 706.73 |
| Activos Totales | 759.10 | 757.22 | 785.18 | 800.47 | 776.17 | 783.18 |
| PASIVOS | | | | | | |
| Proveedores | 3.32 | 4.43 | 1.54 | 2.61 | 1.69 | 0.97 |
| Deuda Bancaria CP | 19.45 | 17.20 | - | - | - | - |
| Deuda emisión CP | 11.52 | 12.08 | 13.05 | 27.51 | 12.01 | 22.60 |
| Gastos acumulados, impuestos y otros por pagar | 55.17 | 52.66 | 36.24 | 49.15 | 44.73 | 31.10 |
| Total Pasivo Corriente | 89.46 | 86.37 | 50.83 | 79.27 | 58.43 | 54.68 |
| Impuestos Diferidos | 7.92 | 7.09 | 7.36 | 8.03 | 7.74 | 8.28 |
| Obligaciones por beneficio por retiro | 2.40 | 2.86 | 3.32 | 6.12 | 3.86 | 4.67 |
| Cuentas por pagar relacionadas | 1.08 | 1.82 | - | - | - | - |
| Impuesto sobre la renta por pagar | - | 21.26 | - | - | - | - |
| Deuda Bancaria CP | - | - | - | - | - | - |
| Deuda emisión LP | 261.55 | 249.21 | 236.16 | 222.07 | 236.16 | 222.07 |
| Pago de dividendos | - | 10.00 | - | - | - | 27.71 |
| Obligaciones bursátiles | - | - | - | - | 3.56 | 2.93 |
| Total Pasivo no Corriente | 272.95 | 292.24 | 246.84 | 236.22 | 251.33 | 265.66 |
| Pasivos Totales | 362.41 | 378.61 | 297.67 | 315.49 | 309.76 | 320.33 |
| PATRIMONIO | | | | | | |
| Capital Social | 292.89 | 292.89 | 370.39 | 370.39 | 370.39 | 370.39 |
| Reserva Legal | 58.58 | 58.58 | 62.86 | 68.21 | 66.11 | 70.59 |
| Resultados del Ejercicio | - | - | - | - | - | - |
| Resultados Acumulados | 45.22 | 27.14 | 54.25 | 46.37 | 29.90 | 21.86 |
| Patrimonio Total | 396.69 | 378.61 | 487.50 | 484.98 | 466.41 | 462.85 |
| TOTAL PASIVO MAS CAPITAL | 759.10 | 757.22 | 785.18 | 800.47 | 776.17 | 783.18 |

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

ESTADO DE RESULTADO (US\$ MILLONES)

| Componentes | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|--|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Venta de Energía y otros ingresos | 151.85 | 121.98 | 150.45 | 152.14 | 82.55 | 72.29 |
| Costo de Producción de Energía y otros | 57.55 | 55.23 | 56.52 | 48.15 | 26.37 | 25.07 |
| Utilidad Bruta | 94.30 | 66.75 | 93.93 | 103.99 | 56.18 | 47.22 |
| Gastos de Administración | 23.23 | 18.99 | 21.95 | 27.89 | 9.58 | 11.11 |
| Gastos de Venta | 0.45 | 0.48 | 0.54 | 0.55 | 0.22 | 0.22 |
| Gastos de Investigación y Desarrollo | - | - | 8.54 | - | - | - |
| Utilidad Operativa | 70.63 | 47.28 | 62.90 | 75.55 | 46.38 | 35.88 |
| Ingresos por Intereses | 17.80 | 16.40 | 16.43 | 21.43 | 10.62 | 8.18 |
| Otros ingresos | (1.16) | (1.96) | (0.36) | (2.94) | (1.64) | (1.67) |
| Donaciones | - | - | - | - | - | - |
| Utilidad antes de Intereses e impuestos | 87.27 | 61.72 | 78.97 | 94.04 | 55.36 | 42.39 |
| Gastos Financieros | 20.05 | 19.53 | 17.85 | 16.63 | 7.56 | 7.19 |
| Utilidad antes de impuestos y reserva legal | 67.22 | 42.20 | 61.11 | 77.41 | 47.81 | 35.19 |
| Impuesto sobre la Renta | 21.75 | 13.40 | 20.78 | 22.88 | 13.36 | 9.72 |
| Contribución Especial | 0.25 | 1.66 | 2.88 | 2.80 | 1.29 | 1.23 |
| Reserva Legal | - | - | - | - | - | - |
| Utilidad Neta | 45.22 | 27.14 | 37.45 | 51.73 | 33.16 | 24.24 |

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

Indicadores Financieros

| Componentes | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | jun-18 | jun-19 |
|--|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| EBITDA | \$111.55 | \$87.84 | \$100.68 | \$94.04 | \$65.36 | \$42.39 |
| EBITDA (12 MESES) | \$111.55 | \$87.84 | \$100.68 | \$94.04 | \$108.92 | \$71.07 |
| UN | \$45.22 | \$27.14 | \$37.45 | \$51.73 | \$33.16 | \$24.24 |
| Rentabilidad | | | | | | |
| ROE (12 meses) | 11.40% | 7.17% | 7.68% | 10.67% | 9.18% | 9.25% |
| ROA (12 meses) | 5.96% | 3.58% | 4.77% | 6.46% | 5.52% | 5.47% |
| Liquidez (veces) | | | | | | |
| Prueba Ácida | 0.87 | 0.74 | 2.14 | 0.79 | 0.87 | 1.02 |
| Liquidez General | 1.02 | 1.01 | 2.62 | 1.10 | 1.24 | 1.40 |
| Capital de Trabajo (US\$ Millones) | \$1.94 | \$0.45 | \$82.33 | \$8.13 | \$14.20 | \$21.78 |
| Endeudamiento (Veces) | | | | | | |
| Pasivo/Patrimonio | 0.91 | 1.00 | 0.61 | 0.65 | 0.66 | 0.69 |
| Activo/Pasivo | 2.09 | 2.00 | 2.64 | 2.54 | 2.51 | 2.44 |
| Pasivos Totales / EBITDA 12M | 3.25 | 4.31 | 2.96 | 3.35 | 2.84 | 4.51 |
| Pasivos Totales / Activos Totales | 0.48 | 0.50 | 0.38 | 0.39 | 0.40 | 0.41 |
| EBITDA / Deuda de CP + Emisión CP + Servicio de la deuda | 2.19 | 1.80 | 3.26 | 2.13 | 5.57 | 2.39 |

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

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES

| Con información financiera correspondiente a: | Clasificación otorgada | Perspectiva |
|--|------------------------|-------------|
| Del 30 de septiembre de 2014 al 31 de diciembre de 2019 | | |
| 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.