

LAGEO, S.A. DE C.V.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 12 de mayo de 2020

Clasificación	Categoría (*)		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Emisor	(Modificada) 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	(Modificada) 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 31.12.19			
ROAA: 6.0%	Activos: 793.2	Ingresos: 145.0	
ROAE: 9.9%	Patrimonio: 484.9	Utilidad: 48.0	

Historia: Emisor EAA (06.10.17), ↓ EAA- (12.05.20), PBLAGEO1 Largo Plazo AA (06.10.17), ↓ AA- (12.05.20), 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 2016, 2017 y 2018; estados financieros no auditados al 31 de diciembre de 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 modificar la calificación de emisor a EAA-.sv desde EAA.sv a LaGeo, S.A. de C.V. (En adelante LaGeo o la Compañía) con base en la evaluación efectuada al 31 de diciembre de 2019 e información subsecuente a esa fecha. De igual manera, determinó modificar la categoría a AA-.sv desde AA.sv al Programa de Papel Bursátil PBLAGEO1 por US\$40 millones (largo plazo con garantía y sin garantía) y mantener en 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. La modificación en la categoría de calificación obedece a la disminución de los precios internacionales del petróleo, observada durante los primeros cuatro meses de 2020, debido a razones en el comportamiento en su oferta y demanda. Adicionalmente los precios de la energía eléctrica en el país reflejan una elevada correlación con el desempeño en el valor del barril de petróleo. En ese contexto, Zumma Ratings prevé que el volumen de ingresos de LaGeo se verá sensibilizado, a pesar que toda su producción se vende en el mercado eléctrico, ya que este tipo de tecnología (geotérmica) es la

primera en ser despachada al momento de inyectar energía al sistema. En sintonía con lo anterior, el precio de la energía en el Mercado Regulado por el Sistema (MRS) registra una contracción, ubicándose en torno a los \$55.0 por MW a abril de 2020 (\$125.3 por MW en abril de 2019). Si bien LaGeo cuenta con mecanismos de protección como la venta a través de Contratos de Libre Concurrencia (con precios pactados y estables), éstos representan aproximadamente un 50% de las ventas totales de la Compañía; haciendo notar que el otro 50% está expuesto a las condiciones y variaciones de mercado, bajo el actual contexto de disminución.

Otro factor considerado es el entorno inestable y de incertidumbre ocasionado por la contingencia del COVID-19, así como el potencial deterioro del sector por las medidas emitidas por el gobierno en el "Plan de Respuesta y Alivio Económico ante la Emergencia Nacional contra el Covid-19", que contemplan el diferimiento de pagos de la cuota de electricidad durante tres meses. Lo anterior podría impactar negativamente en el desempeño y la posición de liquidez de algunas empresas distribuidoras, lo cual incidiría de forma negativa en la gestión de cobranza de LaGeo con estas. Si bien esta situación no se ha materializado a la

fecha de emisión del informe, el nivel de riesgo es probable. La perspectiva de la calificación es Estable.

En la calificación del Emisor y sus instrumentos se ha ponderado favorablemente la 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, así como la adecuada 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.

A la fecha del presente reporte, los estados financieros al 31 de diciembre de 2019 no han sido emitidos por el auditor. El análisis recogido en este informe se ha realizado en base a estados financieros sin auditar e información adicional proporcionada por la institución, por lo que, al momento de emisión del dictamen del auditor, el análisis podría presentar variaciones.

Alto Porcentaje de Transacciones Relacionadas: las transacciones con partes relacionadas reflejan una exposición relevante, ya que éstas representan el 80.4% del patrimonio de LaGeo a diciembre de 2019. Estas transacciones corresponden principalmente a préstamos otorgados a su casa matriz, subsidiarias y a cuentas por cobrar a empleados. Al comparar con las mejores prácticas internacionales de gobierno corporativo, el 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.

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 22.2% de la energía del país, produciendo 1,435.9 GWh en promedio de los últimos 10 años y vendiendo la totalidad de su producción, al tener prioridad de colocación en el mercado local. Cabe mencionar que durante 2019 la producción registró una producción de 1372.7 GWh, levemente inferior al reflejado en años anteriores, debido a un mantenimiento preventivo normal de una de las unidades de generación de la Central Berlín, el cual se prolongó más de lo estimado debido al cambio de piezas especiales que requirieron ser importadas.

Sensibilidad del Desempeño Financiero ante la Tendencia de los Precios de la Energía: El desempeño financiero de LaGeo está directamente relacionado con la variación en el precio del petróleo y el régimen pluviométrico de la época lluviosa, principales variables del precio de la energía eléctrica. En este sentido, la generación de ingresos por venta de energía y de las utilidades operativas, del ejercicio 2016 fue baja, pero se recuperó durante el período de 2017 a 2018 y disminuyendo durante 2019, en línea

con las variaciones de los precios del petróleo observados en el mercado mundial durante dichos períodos. En consecuencia, LaGeo muestra una rentabilidad razonable, registrando una disminución anual al cierre de 2019. El volumen de utilidades netas se reduce en un 7.3%, con lo que el indicador de utilidad neta/ingresos de operación pasa a 33.1% al cierre del año de evaluación (34.0% en 2018). Adicionalmente la rentabilidad patrimonial disminuye anualmente a 9.9% desde 10.9% en 2018, mientras que la rentabilidad sobre activos se ubica en 6.0% (6.6% en 2018). Zumma estima que los indicadores de rentabilidad de LaGeo se verán afectados por la menor proyección de ingresos para 2020 debido a la tendencia negativa de los precios de la energía.

Tendencia negativa en los precios de la energía eléctrica: El efecto de la época lluviosa junto a los costos del petróleo, son las variables externas principales que determinan el precio de la energía eléctrica en El Salvador. En la actualidad, la reducción en la demanda mundial derivada de los efectos adversos de la pandemia del COVID-19; el exceso de reservas petroleras a nivel mundial, especialmente en Estados Unidos debido a la alta utilización de almacenamiento en la región de Cushing, Oklahoma; así como la guerra comercial entre Rusia y la OPEP durante marzo y abril de 2020 han ocasionado volatilidad en los precios internacionales del petróleo. A la fecha del presente reporte, los principales productores a nivel mundial acordaron una reducción en la producción de 9.7 millones de barriles diarios para mayo y junio, sin embargo, a pesar de esta reducción en la oferta, los precios del crudo internacional han mantenido su tendencia a la baja. Adicionalmente, según recientes comentarios de parte del gerente de energía de la Asociación Salvadoreña de Industriales (ASI), posterior al inicio de las medidas de aislamiento social, la demanda energética salvadoreña se ha reducido en alrededor de un 25%.

A criterio de Zumma Ratings, los precios de la energía eléctrica continuarán su tendencia negativa en el corto y mediano plazo, dado el continuo desarrollo de la pandemia del COVID-19, el mantenimiento de las medidas de aislamiento social, así como la incertidumbre en torno al exceso de reservas petroleras a nivel mundial.

Generación de Flujos y Coberturas Adecuadas con respecto a su nivel de deuda: A diciembre de 2019, el EBITDA se situó en US\$91.1 millones, inferior al registrado durante 2018, que se ubicó en US\$96.6 millones. La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se sitúa en 5.7 veces a diciembre de 2019 (5.8x en 2018). 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 de la Compañía. Zumma considera que los flujos cubren adecuadamente sus obligaciones financieras, no obstante, la cobertura se puede reflejar sensibilizada en la medida que el endeudamiento incrementa. De igual manera se estima que la generación de flujos para 2020 puede verse afectada por la disminución de ingresos ocasionada por la tendencia a la baja de los precios de la energía eléctrica.

Nivel de Capitalización Fuerte: La posición patrimonial de LaGeo es fuerte, reflejando a diciembre de 2019 una relación patrimonio / activos de 61.1%, registrándose una leve tendencia de mejora en los últimos años. Cabe mencionar que la solvencia se encuentra fortalecida desde el primer semestre de 2017 cuando se realizó la última inyección de capital por US\$77.5 millones proveniente de

INE. Zumma estima que el nivel de capitalización continuará fuerte, aún frente a los efectos adversos del COVID-19.

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) y el proyecto Ciclo Binario Berlín II en un plazo menor al estimado.

Amenazas

1. Cambios regulatorios en el sector eléctrico.
2. Posible injerencia gubernamental dependiendo la política energética estatal.
3. Efectos adversos en la economía y el sector por la coyuntura sanitaria del COVID-19.
4. Potenciales deterioros del comportamiento de pagos por parte de sus clientes (principalmente distribuidores).
5. Tendencia de disminución en los precios internacionales del petróleo y sus derivados.

ENTORNO ECONÓMICO

De acuerdo con datos del Banco Central de Reserva (BCR), la economía salvadoreña registró un crecimiento real del 2.38% en 2019 (2.5% en 2018). Mientras que para 2020, el BCR ha realizado estimaciones preliminares sobre el impacto del brote del COVID-19 en la economía doméstica. En este sentido, el país podría enfrentar una contracción económica superior a la gran crisis de 2009, situándose entre -2.0% y -4.0%, con información muy preliminar.

En la actualidad, los impactos derivados del brote del COVID-19 constituyen la mayor amenaza para la economía doméstica y mundial, debido a que las medidas de emergencia para contener esta pandemia conllevan una menor actividad económica. En síntesis, los mayores impactos son: el cierre de operaciones en sectores específicos (turismo, educación, aviación, entre otros); el aislamiento de personas que se traduce en una menor demanda; la contracción en las ventas del sector informal (aproximadamente el 70% de la economía salvadoreña); así como el estrés en los flujos de efectivo para muchas empresas, implicando atrasos en sus créditos y pagos de salarios.

Entre los factores positivos que podrían mitigar la perspectiva de menor crecimiento para El Salvador se encuentran la disminución en los índices de violencia, el flujo de remesas, la baja en el precio de los combustibles y la tendencia a la baja en las tasas de referencia internacionales.

De acuerdo a datos del Banco Central de Reserva, las exportaciones totales han incrementado en un 0.7% en 2019, explicado por el mayor importe enviado a la región de Centroamérica. Cabe precisar que, en este período, las exportaciones hacia Estados Unidos reflejaron una contracción anual del 4.4%. Esta disminución deriva principalmente del deterioro en los precios de los bienes exportados, considerando que en términos de volumen la cantidad exportada al país norteamericano se mantuvo estable durante 2019.

Las importaciones incrementaron un 1.6% durante 2019, debido a un mayor ingreso de productos de agricultura y ganadería (4.9%). En contrapartida, la factura petrolera se redujo un 9.7%, a causa de los bajos precios registrados en comparación de 2018 (Precio promedio por barril del crudo WTI: USD\$57.0 vs USD\$64.8).

Al cierre del 2019, las remesas alcanzaron un total de USD\$5,650 millones, reflejando un incremento anual de 4.8%, menor que el crecimiento de 2018 y 2017 (8.1% y 9.7%). Esta ralentización se relaciona con el desempeño que experimentó la economía estadounidense en 2019. A pesar que la política proteccionista de Estados Unidos continúa siendo un riesgo para la reducción de remesas, la aprobación del programa migratorio Estatus de Protección Temporal (TPS) hasta 2021 otorga confianza en que la dinámica se mantendrá estable en el corto plazo. Zumma considera que los flujos de remesas para el año 2020 pueden verse afectados por los efectos de la emergencia del COVID-19.

Los índices de endeudamiento que presenta el Gobierno

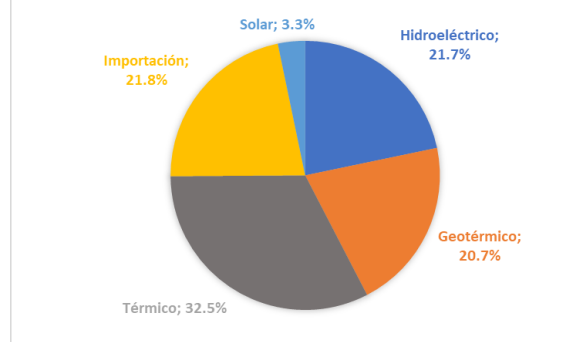
de El Salvador se ubican en niveles elevados y con una tendencia al alza en los últimos años, explicada por las recurrentes necesidades de financiamiento para cubrir la brecha negativa entre ingresos y gastos. La última misión del FMI recomendó un ajuste fiscal de aproximadamente el 2% del PIB a lo largo de 2020, a fin de garantizar el cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LFR) y reducir la deuda. En el actual contexto de pandemia global, el Gobierno podría hacer uso de más préstamos, con el objetivo de aminorar los efectos adversos del COVID-19. Por otra parte, la calificación de riesgo a escala global del país se ubica en B- (perspectiva Estable) y B3 (perspectiva Positiva) para las agencias de calificación S&P y Moody's, respectivamente; reflejando las fragilidades en el perfil crediticio de El Salvador en una situación con altas probabilidades de registrar una desaceleración económica.

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).

GRÁFICO 1. ESTRUCTURA DE MATRIZ ENERGÉTICA ANUAL A DICIEMBRE DE 2019



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

El Salvador cuenta con una matriz energética la cual se compone principalmente de la importación, la generación térmica, hidroeléctrica y geotérmica a la fecha de evaluación (Ver Gráfico 1. Estructura matriz energética).

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

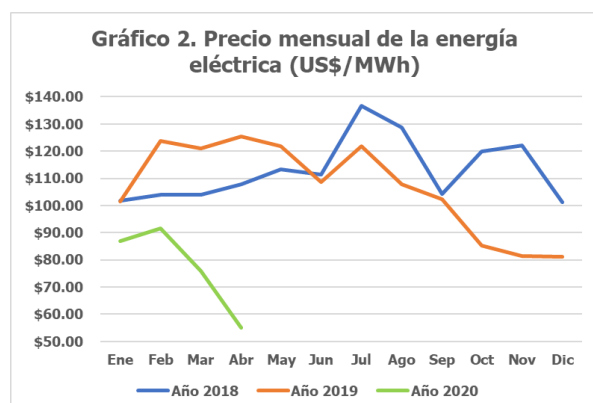
luego llevarlas hasta las instalaciones de los usuarios finales (clientes residenciales, comerciales e industriales).

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 despachados 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 contratos tienen una vigencia de cinco años, con cargos de distribución y comercialización con revisiones anuales, previa autorización de la SIGET.

El efecto de la época lluviosa junto a los costos del petróleo, son las variables externas principales que determinan el precio de la energía. En la actualidad, la reducción en la demanda mundial derivada de los efectos adversos de la pandemia del COVID-19; el exceso de reservas petroleras a nivel mundial, especialmente en Estados Unidos debido a la alta utilización de almacenamiento en la región de Cushing, Oklahoma; así como la guerra comercial entre Rusia y la OPEP durante marzo y abril de 2020 han ocasionado volatilidad en los precios internacionales del petróleo. A la fecha del presente reporte, los principales productores a nivel mundial acordaron una reducción en la producción de 9.7 millones de barriles diarios para mayo y junio, sin embargo, a pesar de esta reducción en la oferta, los precios del crudo internacional han mantenido su tendencia a la baja.

Adicionalmente, según recientes comentarios de parte del gerente de energía de la Asociación Salvadoreña de Industriales (ASI), posterior al inicio de las medidas de aislamiento social, la demanda energética salvadoreña se ha reducido en alrededor de un 25%.



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

Lo anterior ha ocasionado que los precios de la energía del primer trimestre de 2020 sean los más bajos de los

últimos 3 años, como se observa en el *Gráfico 2. Precio mensual de la energía eléctrica*. De igual forma, durante el último trimestre de 2019 los precios presentaron una tendencia a la baja debido a la buena producción de la generación hidroeléctrica, a causa del buen régimen pluviométrico de la época lluviosa. A criterio de Zumma Ratings, los precios de la energía eléctrica continuarán su tendencia negativa en el corto y mediano plazo, dado el continuo desarrollo de la pandemia del COVID-19, así como la incertidumbre en torno al exceso de reservas petroleras a nivel mundial.

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; 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), no obstante, debido al actual desarrollo de la contingencia, es probable que los proyectos de inversión en este rubro disminuyan.

Es importante mencionar que la Unidad de Transacciones exige a todos los participantes del mercado (PM) a integrar garantías líquidas, a través de fianzas bancarias, a nombre de la UT, para que en el caso que entren en proceso de mora hacerlas efectivas para pagar a sus contrapartes. Lo anterior es relevante en el contexto de la contingencia del COVID-19, debido a la exposición que tienen los distribuidores del mercado ante las medidas de diferimiento de pagos de energía eléctrica.

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; San Vicente 7 Inc y Compañía Eléctrica Cucumacayán a junio de 2019.

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 204.4 MW. La conclusión de las plantas en San Vicente, Chinameca y el proyecto Ciclo Binario II de la Central Berlín inyectarán 87.4 MW adicionales. Se estima que este último comenzará a generar a finales de 2021. La distribución anual 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: Zuma 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 las juntas directivas de cada una de sus subsidiarias.

Miembros de Junta Directiva - Diciembre 2019	
Cargo	Nombre
Presidente	Mynor José Gil Arévalo
Secretario	Ricardo Alberto Aguilar Chavarría
Primer Director Propietario	Juan Alfredo Ceavega Molina
Segundo Director Propietario	Daniel Alejandro Álvarez Campos
Primer Director Suplente	David Alejandro Vásquez Reyes
Segundo Director Suplente	Douglas Orlando Vides Ortega
Tercer Director Suplente	Edgardo Antonio Meléndez Mulato
Cuarto Director Suplente	Fernando Andrés López Larreynaga

Es importante destacar que las transacciones con partes relacionadas representan una exposición relevante, ya que el monto de éstas representa el 80.4% del patrimonio de LaGeo a diciembre de 2019.

A la fecha del presente reporte, los estados financieros al 31 de diciembre de 2019 no han sido emitidos por el auditor. El análisis recogido en este informe se ha realizado en base a estados financieros sin auditar e información adicional proporcionada por la institución, por lo que, al momento de emisión del dictamen del auditor, el análisis podría presentar variaciones.

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 año 2019 se realizó bajo la modalidad de contratos (promedio de 11 clientes), y el 30.9% restante fue vendida en el mercado mayorista de energía eléctrica.

Se destaca que alrededor del 50% de sus ventas se encuentran bajo contratos de largo plazo de libre concurrencia, con precios fijos que no presentan variaciones ante variables externas. Por otra parte, para prevenir eventualidades de mora de sus clientes, LaGeo tiene el respaldo de garantías líquidas emitidas por sus deudores a la UT, y que en caso que estos no atiendan sus obligaciones, se proceden a ejecutar y atender el pago del productor.

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 59.3% de dichas cuentas por cobrar con relacionadas y estas a su vez representan un 49.1% 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 Enti-

dad, resultantes de variaciones en los tipos de cambio entre las monedas funcionales en los países y la respectiva moneda extranjera. Al 31 de diciembre 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.

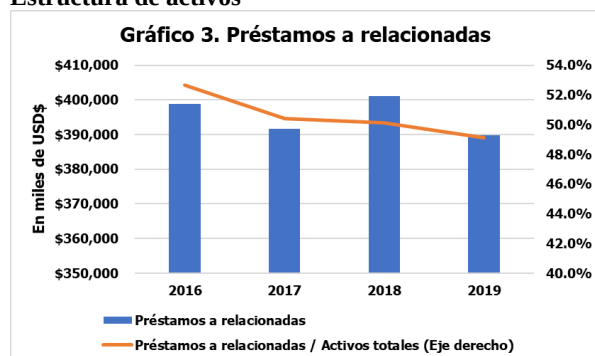
Administración de capital.

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, el volumen de energía inyectada durante 2019 fue de 1,372.7 GWh, inferior a la producción constante de 1,463.4 de los 10 años anteriores. Esta leve disminución se ve afectada por el mantenimiento preventivo normal de una de las unidades generadoras de la central Berlín en los meses de febrero a mayo de 2019. Sin embargo, es importante destacar que, a pesar del alto nivel de producción eléctrica, el desempeño financiero de los últimos años de la Compañía se ha visto afectado por las variaciones en el precio de la energía, ocasionadas por la volatilidad de precios del petróleo, así como la intensidad de las lluvias en la región.

Estructura de activos



El principal activo está representado por transacciones a compañías relacionadas y concentran el 49.1% del total de activos a diciembre de 2019, como se observa en *Gráfico 3. Préstamos a Relacionadas*. Las transacciones a relacionadas representan un 80.4% del patrimonio.

Este activo se conforma principalmente por 2 préstamos otorgados a: a) su casa matriz, INE (el saldo representa 59.3% 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. (45.2% 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 2.5% del total de activos. Cabe mencionar que estas se encuentran respaldadas por fianzas bancarias emitidas a nombre del Administrador del mercado eléctrico, que las hace ejecutar en casos de mora de los participantes del mercado.

El segundo activo con mayor relevancia es la propiedad, planta y equipo, cuyo saldo neto concentra el 29.7% del total al cierre 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.

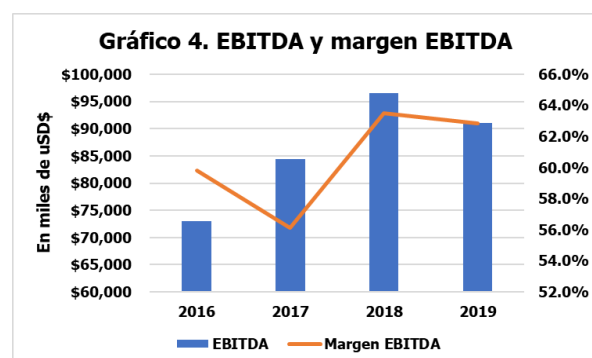
Las inversiones representan el 7.1% de los activos totales equivalentes a US\$56.4 millones, integradas principalmente por valores con cargo al fondo de titularización FTHVAND 01, cuyo originador es la Administración de Acueductos y Alcantarillados (ANDA), seguido por las participaciones accionarias de LaGeo en sus subsidiarias (76.3% y 23.7% 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 PBLAGE01.

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 reflejó mejoras en el período de 2017-2018, gracias a la recuperación de ingresos tras una baja en los precios de la energía en 2015-2016. Durante 2019 se observa una leve disminución de la generación de flujos por la reducción de ingresos. Lo anterior se explica por el efecto conjunto de una menor producción a causa de un mantenimiento preventivo normal de una unidad de la Central Berlín, así como la tendencia negativa en los precios de la energía durante el último trimestre de 2019.

A diciembre de 2019, el EBITDA se situó en US\$91.1 millones, inferior al registrado durante 2018, que se ubicó en US\$96.6 millones, como se observa en el *Gráfico 4. EBITDA y margen EBITDA*. Cabe mencionar que la cifra al cierre de 2019 es un dato preliminar y podría cambiar en razón de los estados financieros auditados. La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros a diciembre de 2019 se sitúa en 5.7 veces similar al registrado 12 meses antes (5.8). En ese contexto, la ampliación y sostenibili-

dad 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.

Cabe señalar que el flujo de efectivo proveniente de las operaciones al cierre de 2019 ha reflejado una reducción en comparación con 2018 (US\$53.1 millones versus US\$63.5 millones), afectado principalmente por la reducción en ingresos. Zumma considera que los flujos cubren adecuadamente sus obligaciones financieras, no obstante, la cobertura se puede reflejar sensibilizada en la medida que el endeudamiento incrementa. De igual manera, se estima que la generación de flujo de efectivo para 2020 puede verse sensibilizada por la disminución de ingresos ocasionada por la tendencia a la baja de los precios de la energía eléctrica, conservándose en niveles adecuados.

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 diciembre de 2019 se refleja en 0.46 veces, registrando una tendencia favorable en los últimos años (Ver tabla 1. *Endeudamiento LaGeo*).

La relación deuda financiera/EBITDA al cierre de 2019 se ubica en 2.44 veces, similar al observado en 2018. Se considera que dicho indicador se verá sensibilizado durante 2020, a causa de la menor proyección de ingresos a causa de los efectos adversos del COVID-19.

Tabla 1. Endeudamiento financiero				
	2016	2017	2018	2019
Endeudamiento financiero (veces)	0.75	0.53	0.49	0.46
Deuda financiera/EBITDA	3.91	2.95	2.44	2.44

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

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 el principal pasivo (72.0% del total de pasivos a diciembre 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 vencimiento	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.

La estrategia de la Compañía contempla la diversificación de las fuentes de financiamiento a través de una emisión de papel bursátil por un total de US\$40 millones. Entre enero y diciembre de 2019, LaGeo ha emitido US\$8.0 millones con vencimientos entre 365 a 549 días y colocados a una tasa promedio de 6.0%.

Solvencia

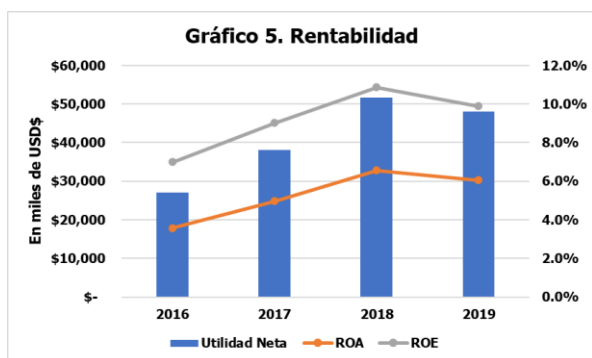
La posición patrimonial de LaGeo es fuerte, reflejando a diciembre de 2019 una relación patrimonio / activos de 61.1%, registrándose una leve tendencia de mejora en los últimos años. Cabe mencionar que la solvencia se encuentra fortalecida desde el primer semestre de 2017 cuando se realizó la última inyección de capital por US\$77.5 millones proveniente de INE. Zumma estima que el nivel de capitalización continuará fuerte, aún frente a los efectos adversos del COVID-19.

Rentabilidad

LaGeo muestra una rentabilidad razonable, registrando una disminución anual al cierre de 2019. El volumen de utilidades netas se reduce en un 7.3%, con lo que el indicador de utilidad neta/ingresos de operación pasa a 33.1% al cierre del año de evaluación (34.0% en 2018).

Adicionalmente la rentabilidad patrimonial disminuye a 9.9% desde 10.9% en 2018, mientras que la rentabilidad sobre activos se ubica en 6.0% desde 6.6%. El comportamiento de la utilidad se explica por la disminución de ingresos debido a la reducción de los precios de la energía en el último trimestre de 2019, así como una menor producción de energía por el mantenimiento preventivo normal de una de las unidades de la Central Berlín.

Zumma estima que los indicadores de rentabilidad de LaGeo se verán afectados por la menor proyección de ingresos para 2020 debido a la tendencia negativa de los precios de la energía.



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

Con respecto a la eficiencia operativa, LaGeo muestra una desmejora en los últimos doce meses, ubicándose el indicador de gastos operativos/utilidad bruta en 26.0% al 31 de diciembre de 2019 (22.0% en 2018). Cabe mencionar que este indicador se ve afectado por la clasificación de la depreciación en los costos de producción, lo que afecta la utilidad bruta. Lo anterior se espera que cambie con la emisión de los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2019. Por otra parte, se destaca que el volumen de gastos de administración y proyectos disminuye un 8.7% de forma anual al cierre de 2019, resaltando la positiva tendencia observada en los últimos años, en virtud de los esfuerzos de la administración por eficientizar procesos.

Capital de Trabajo y Liquidez

A diciembre de 2019, LaGeo refleja un capital de trabajo

neto de obligaciones corrientes positivo, favorecido principalmente por el gradual fortalecimiento de las disponibilidades registradas por la Compañía. Cabe mencionar que se observa superior al reflejado durante 2018.

La entidad muestra un modesto nivel de liquidez, que se ubica en 1.2 veces a diciembre de 2019 (1.1 veces a diciembre de 2018). En términos de liquidez, los activos de corto plazo cubren de manera razonable los pasivos de corto plazo, mientras que el efectivo da una cobertura modesta a las obligaciones bursátiles, de titularización y otras cuentas por pagar de corto plazo. En opinión de Zumma, la liquidez de la compañía podría reducirse en el corto plazo ante las potenciales variaciones en el comportamiento de pagos de distribuidores de energía, que son afectados por los decretos ejecutivos de diferimiento de pagos para aliviar a la población. Ante lo anterior, se considera que LaGeo tiene una posición de liquidez adecuada para hacer frente a sus obligaciones en los próximos meses.

En relación con los índices de actividad, el ciclo de efectivo de LaGeo es débil. En línea con lo anterior, dicho indicador desmejoró a 981 días a diciembre de 2019 (882 días en 2018). Si se elimina el efecto de las transacciones relacionadas, este indicador mejora sustancialmente hasta – 33 días a diciembre de 2019.

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

	Dic.16		Dic.17		Dic.18		Dic.19 Preliminar	
		%		%		%		%
ACTIVOS								
Activo Corriente								
Efectivo y equivalentes de efectivo	8,075	1.1%	17,015	2.2%	21,248	2.7%	33,823	4.3%
Inversiones disponibles para la venta	2,155	0.3%	9,532	1.2%	4,262	0.5%	1,943	0.2%
Cuentas por cobrar - netas	22,913	3.0%	24,147	3.1%	24,483	3.1%	19,564	2.5%
Cuentas por cobrar a cías relacionadas	649	0.1%	5,090	0.7%	1,348	0.2%	528	0.1%
Venc. corriente de ptmos por cobrar a cías relac. a L.P.	32,045	4.2%	23,108	3.0%	23,372	2.9%	23,617	3.0%
Inventarios de repuestos - netos	19,033	2.5%	9,506	1.2%	10,876	1.4%	7,408	0.9%
Gastos pagados por anticipado	1,951	0.3%	1,704	0.2%	1,804	0.2%	4,289	0.5%
Total Activo Corriente	86,820	11.5%	90,103	11.6%	87,394	10.9%	91,172	11.5%
Préstamos a Relacionadas a L.P. menos venc. corriente	398,272	52.6%	386,650	49.8%	399,845	50.0%	389,217	49.1%
Cuentas por cobrar a cías relacionadas	-	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%
Inventarios de respuestos - netos	1,180	0.2%	10,666	1.4%	11,631	1.5%	15,383	1.9%
Inversiones accionarias	17,031	2.2%	20,749	2.7%	13,775	1.7%	13,383	1.7%
Inmuebles, maquinaria y equipo - neto	249,669	33.0%	221,182	28.5%	239,207	29.9%	235,368	29.7%
Activo por impuesto sobre la renta diferido	1,271	0.2%	1,664	0.2%	2,587	0.3%	2,640	0.3%
Inversiones Restringidas	-	0.0%	43,055	5.5%	43,055	5.4%	43,055	5.4%
Total Activo no Corriente	670,397	88.5%	686,941	88.4%	713,074	89.1%	702,022	88.5%
TOTAL ACTIVOS	757,218	100.0%	777,044	100.0%	800,468	100.0%	793,194	100.0%
PASIVOS								
Proveedores	4,429	0.6%	1,545	0.2%	2,608	0.3%	3,286	0.4%
Préstamos bancarios	17,200	2.3%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Vcmto. corriente de obligacionespor titularizaciones a L.P.	12,077	1.6%	13,051	1.7%	14,095	1.8%	15,239	1.9%
Impuesto sobre la renta por pagar	17,744	2.3%	17,564	2.3%	19,503	2.4%	16,105	2.0%
Cuentas por pagar a cías. relacionadas	8,384	1.1%	2,175	0.3%	3,290	0.4%	1,744	0.2%
Obligaciones Bursátiles	-	0.0%	-	0.0%	10,125	1.3%	8,000	1.0%
Dividendos por pagar	15,524	2.1%	21,090	2.7%	21,350	2.7%	21,339	2.7%
Otras cuentas por pagar y gastos acumulados	11,010	1.5%	7,687	1.0%	8,296	1.0%	8,006	1.0%
Total Pasivo Corriente	86,367	11.4%	63,112	8.1%	79,268	9.9%	73,720	9.3%
Obligaciones por beneficios de retiro	2,855	0.4%	3,321	0.4%	6,122	0.8%	6,576	0.8%
Obligaciones por titularización a L.P. menos vcmtto corriente	249,214	32.9%	236,164	30.4%	222,069	27.7%	206,829	26.1%
Prestamos bancarios	7,093	0.9%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Pasivo por impuesto diferido	-	0.0%	7,358	0.9%	8,031	1.0%	8,260	1.0%
Pasivo por arrendamiento	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	899	0.1%
Impuesto sobre la renta por pagar	21,262	2.8%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Dividendos por pagar	10,000	1.3%	-	0.0%	-	0.0%	12,000	1.5%
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	1,816	0.2%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Total Pasivo No Corriente	292,241	38.6%	246,843	31.8%	236,221	29.5%	234,564	29.6%
TOTAL PASIVO	378,608	50.0%	309,955	39.9%	315,488	39.4%	308,284	38.9%
PATRIMONIO								
Capital social	292,895	38.7%	370,395	47.7%	370,395	46.3%	370,395	46.7%
Reserva legal	58,579	7.7%	62,857	8.1%	68,213	8.5%	73,156	9.2%
Resultado acumulado	27,136	3.6%	33,837	4.4%	46,372	5.8%	41,359	5.2%
TOTAL PATRIMONIO NETO	378,610	50.0%	467,089	60.1%	484,980	60.6%	484,910	61.1%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	757,218	100.0%	777,044	100.0%	800,468	100.0%	793,194	100.0%

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

	Dic.16		Dic.17		Dic.18		Dic.19 Preliminar	
		%		%		%		%
INGRESOS								
Venta de energía y otros servicios	121,979	100.0%	150,447	100.0%	152,141	100.0%	144,957	100.0%
Ingresos totales	121,979	100.0%	150,447	100.0%	152,141	100.0%	144,957	100.0%
Costo de producción de energía y otros servicios	(29,389)	-24.1%	(34,961)	-23.2%	(28,346)	-18.6%	(49,684)	-34.3%
Utilidad Bruta	92,590	75.9%	115,486	76.8%	123,795	81.4%	95,273	65.7%
GASTOS								
Gastos de administración y proyectos	(18,989)	-15.6%	(30,487)	-20.3%	(26,638)	-17.5%	(24,329)	-16.8%
Gastos de venta	(485)	-0.4%	(539)	-0.4%	(550)	-0.4%	(444)	-0.3%
Depreciación y amortización	(25,840)	-21.2%	(21,557)	-14.3%	(21,055)	-13.8%	-	0.0%
Utilidad de Operación	47,276	38.8%	62,903	41.8%	75,553	49.7%	70,500	48.6%
OTROS INGRESOS Y EGRESOS								
Ingresos por intereses y otros ingresos	16,405	13.4%	18,387	12.2%	21,427	14.1%	18,838	13.0%
Gastos financieros	(19,527)	-16.0%	(17,855)	-11.9%	(16,626)	-10.9%	(15,934)	-11.0%
Otros gastos - neto	(1,956)	-1.6%	(2,321)	-1.5%	(2,942)	-1.9%	(2,660)	-1.8%
Resultado antes de ISR	42,198	34.6%	61,113	40.6%	77,412	50.9%	70,744	48.8%
Impuesto a la renta	(13,399)	-11.0%	(20,582)	-13.7%	(22,881)	-15.0%	(20,494)	-14.1%
Contribución especial	(1,663)	-1.4%	(2,416)	-1.6%	(2,803)	-1.8%	(2,290)	-1.6%
RESULTADO NETO	27,136	22.2%	38,115	25.3%	51,728	34.0%	47,960	33.1%

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.16	Dic.17	Dic.18	Dic.19 Preliminar
Rentabilidad				
ROAA	3.6%	5.0%	6.6%	6.0%
ROAE	7.0%	9.0%	10.9%	9.9%
Utilidad de Operación / Ingresos	38.8%	41.8%	49.7%	48.6%
Utilidad Neta / Ingresos	22.2%	25.3%	34.0%	33.1%
Costo Financiero Promedio	6.8%	7.2%	7.0%	7.2%
Gastos de Operación / Utilidad bruta	21.0%	26.9%	22.0%	26.0%
Rentabilidad del Activo Fijo Promedio	10.5%	16.2%	22.5%	20.4%
Liquidez				
Activo corriente / Pasivo Corriente (veces)	1.0	1.4	1.1	1.2
Liquidez general sin relacionadas (veces)	0.7	1.0	0.8	0.9
Liquidez inmediata (veces)	0.4	0.8	0.7	0.8
Capital de Trabajo	\$453	\$26,990	\$8,126	\$17,452
EBITDA y Flujos				
Efectivo neto de las actividades de operación	\$39,696	\$49,742	\$63,463	\$53,118
Gasto Financiero neto de impuestos	\$13,669	\$12,498	\$11,638	\$11,154
Flujo de caja operativo (FCO)	\$53,364	\$62,241	\$75,102	\$64,272
Capex	\$5,160	\$2,086	\$14,482	\$16,001
Flujo libre de caja (FLC) sin restar dividendos	\$48,204	\$60,155	\$60,619	\$48,270
Dividendos	\$0	\$0	\$2,105	\$3,019
Flujo libre de caja (FLC) restando dividendos	\$48,204	\$60,155	\$58,514	\$45,251
EBIT (período)	\$47,276	\$62,903	\$75,553	\$70,500
EBITDA (período)	\$72,968	\$84,459	\$96,608	\$91,097
EBITDA (12 meses)	\$72,968	\$84,459	\$96,608	\$91,097
Gasto Financiero (período)	\$19,527	\$17,855	\$16,626	\$15,934
Gasto Financiero (12 meses)	\$19,527	\$17,855	\$16,626	\$15,934
Margen EBITDA	59.8%	56.1%	63.5%	62.8%
Coberturas de Gasto Financiero del Periodo				
FCO / gastos financieros (12 meses)	2.7	3.5	4.5	4.0
FLC / gastos financieros (12 meses)	2.5	3.4	3.6	3.0
EBITDA / Flujo de actividades de operación	1.8	1.7	1.5	1.7
EBITDA/ gastos financieros (12 meses)	3.7	4.7	5.8	5.7
EBITDA/ gastos financieros (período)	3.7	4.7	5.8	5.7
Coberturas de Servicio de Deuda				
EBITDA / (Intereses + PCLP + Deuda bancaria corto plazo)	1.5	2.7	3.1	2.9
EBITDA / (Deuda bancaria corto plazo + PCLP + Deuda de LP neto de PCLP + Pasivo por operaciones de arrendamiento)	0.3	0.3	0.4	0.4
Estructura Financiera				
Pasivo / Patrimonio (veces)	1.00	0.66	0.65	0.64
Endeudamiento de C.P. / Patrimonio (veces)	0.23	0.14	0.16	0.15
Endeudamiento financiero (veces)	0.75	0.53	0.49	0.46
Deuda Financiera / EBITDA	3.91	2.95	2.44	2.44
Patrimonio / Activos	50.0%	60.1%	60.6%	61.1%
Depreciación y amortización	\$25,692	\$21,557	\$21,055	\$20,597
Exceso (deficit) de depreciación	\$20,531	\$19,471	\$6,573	\$4,595
Gestión Administrativa				
Ciclo de efectivo	1025	933	882	981
Ciclo de efectivo (no incluye relacionadas)	-121	-37	-81	-33
Rotación de Inventarios	233	98	138	54
Rotación de cobranzas comerciales	68	58	58	49
Rotación de cobranzas global (incluye relacionadas)	1340	1050	1063	1075
Rotación de cobranzas relacionadas	1272	993	1005	1027
Rotación de cuentas por pagar comerciales	189	95	138	82
Rotación de cuentas por pagar comerciales (incluye relacionadas)	314	117	180	94

Monto de la emisión vigente al 31 de diciembre de 2019						
Denominación	Monto Autorizado	Saldo vigente	Fecha de Colocación	Tasa	Plazo	Garantía
PBLAGE001	US\$40,000,000.00	US\$8,000,000.00	Tramo 11: 15/02/2019	Tramo 11: 6.00%	Tramo 11: 545 días	Inversiones restringidas que corresponden a diez tramos de títulos valores negociables en el Mercado de Valores de El Salvador a una tasa de interés del 7.25%, provenientes del "Fondo de Titularización VTHVAND01" (Valores de titularización Hencorp Valores - Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados Cero Uno).
			Tramo 12: 15/02/2019	Tramo 12: 6.00%	Tramo 12: 364 días	
			Tramo 13: 15/02/2019	Tramo 13: 6.00%	Tramo 13: 364 días	
			Tramo 14: 11/04/2019	Tramo 14: 6.00%	Tramo 14: 501 días	
			Tramo 15: 08/03/2019	Tramo 15: 6.00%	Tramo 15: 364 días	
			Tramo 16: 13/03/2019	Tramo 16: 6.25%	Tramo 16: 551 días	
			Tramo 17: 14/05/2019	Tramo 17: 6.00%	Tramo 17: 545 días	
			Tramo 18: 30/06/2019	Tramo 18: 6.00%	Tramo 18: 507 días	

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.