

Títulos con Cargo a FTHVGEO01

Estructura de Capital

Título	Clasificación	Perspectiva	Monto Original ^a (USD)	Monto Actual ^b (USD)	Tasa de Interés (%)	Plazo (años)
FTHVGEO01	AA-(slv)	Estable	287,620,000	216,298,228	5.8	16

^aA diciembre de 2014. ^bA agosto de 2020. Notas: La clasificación supone características esperadas, con base en información provista por el originador con corte a agosto de 2020.

La titularización de FTHVGEO01 [AA-(slv)], estructurada por Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, consiste en la adquisición de los primeros ingresos de LaGeo, S.A de C.V. por ventas en el MRS y ventas en el mercado de contratos. Los ingresos de MRS serán descontados y transferidos directamente por la Unidad de Transacciones a la cuenta discrecional del fondo.

Factores Clave de Clasificación

Impacto de Disrupciones por el Coronavirus: El brote de coronavirus y las medidas adoptadas para su contención han generado una contracción en la demanda mundial de petróleo, presionando sus precios a la baja. Lo anterior podría conducir a una cobertura insuficiente para el fondo FTHVGEO01, dada la relación entre los precios del petróleo y los del mercado ocasional (*spot*).

Calidad Crediticia del Originador: La clasificación de los títulos de deuda FTHVGEO01 toma la calidad crediticia del originador como punto de partida. La calidad crediticia de LaGeo refleja su vínculo fuerte con su matriz, la compañía estatal Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL), y con el soberano salvadoreño [B-], cuya clasificación de largo plazo fue afirmada por Fitch Ratings el 30 de abril de 2020. LaGeo tiene derecho exclusivo sobre la generación de energía eléctrica a partir de recursos geotérmicos en El Salvador, lo que expone a la empresa al riesgo político mediante cambios regulatorios o variaciones en la política energética del Gobierno.

Puntuación de Evaluación de Negocio en Marcha: Una estructura tradicional de flujos futuros brinda protección legal a los inversionistas de este tipo de titularizaciones, siempre y cuando la empresa siga operando, incluso ante situaciones de dificultad financiera. Para capturar este elemento en una transacción de flujos futuros, Fitch utiliza el puntaje de evaluación de negocio en marcha (*going concern assesment*). Para esta emisión, se asignó al originador una puntuación de GC1.

Diferenciación frente a Clasificación del Originador: La puntuación de GC1 permite una diferencia de hasta seis escalones (*notches*) respecto a la clasificación nacional de largo plazo del originador. Sin embargo, dos factores eliminan el diferencial para el FTHVGEO01. Primero, los niveles de cobertura vienen disminuyendo desde el cambio en estrategia comercial de LaGeo, siendo vulnerables a la volatilidad que presenta el precio del petróleo. Segundo, existe un nivel alto de deuda de flujos futuros respecto a la deuda total del emisor. La subordinación estructural de la emisión FTHVGEO02, en caso de emitirse, restringe el diferencial.

Riesgo de Desviación de Fondos Mitigado: El contrato de cesión irrevocable a título oneroso de derechos sobre flujos futuros (CCIDSFF) permite a la estructura apropiar los ingresos de LaGeo por medio de órdenes irrevocables de descuento (OID), instaladas en cualquier fuente de ingresos de LaGeo y transferir fondos a la cuenta discrecional hasta alcanzar el monto de cesión mensual. Esta característica beneficia a los títulos emitidos por el FTHVGEO01, pues los hace preferentes sobre otras obligaciones. Además, en caso de que las obligaciones con el fondo no se cumplan por medio del descuento directo, LaGeo tiene la obligación final del pago.

Contenido	Página
Factores Clave de Clasificación	1
Aspectos Destacados	2
Participantes Clave de la Transacción	2
Comparación de la Transacción	3
Descripción del Originador	3
Sensibilidades de Clasificación	4
Estructura de la Transacción	5
Análisis del Activo Subyacente	8
Riesgo de Contraparte	10
Aplicación de Metodologías, Modelo y Suficiencia de la Información	11
Seguimiento	12
Información Regulatoria	13

Fuentes de información:

Las clasificaciones se basan en información provista por el originador y el estructurador:

- información histórica de ingresos de LaGeo de enero de 2010 a agosto de 2020;
- información histórica del flujo de caja y de las cuentas del FTHVGEO01 y FTHVGEO02 desde su emisión a junio de 2020, y a junio de 2020;
- estados financieros del FTHVGEO01 y FTHVGEO02 a junio de 2020;
- estados financieros de LaGeo a junio 30 de 2020.

Las clasificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

Metodologías Aplicables

[Metodología Global de Clasificación de Finanzas Estructuradas \(Junio 2020\)](#)

[Metodología de Clasificación de Bursatilización de Flujos Futuros \(Julio 2020\)](#)

[Metodología de Clasificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos \(Abril 2020\)](#)

[Metodología de Clasificaciones en Escala Nacional \(Junio 2020\)](#)

Analistas

María Alejandra Muñoz

+57 1 484 6770

mariaalejandra.munoz@fitchratings.com

Mariana Zuluaga

+57 1 484 6770

mariana.zuluaga@fitchratings.com

Características Estructurales: La estructura legal de la transacción permite al fondo beneficiarse de los ingresos de LaGeo. Con la contingencia del coronavirus, las características estructurales (tales como la cuenta de reserva igual a una cesión mensual y el CCIDSFF que dirige los flujos mensuales), pueden ser insuficientes para mitigar el riesgo potencial de liquidez de la transacción.

Aspectos Destacados

Aspectos Destacados

Efecto	Aspecto Destacado
—	Impacto de Caída de Precios del Petróleo: La transacción se beneficia de un CCIDSFF sobre las ventas del mercado <i>spot</i> , expuesto a los riesgos de volumen y precio asociados a este mercado. A lo largo de la transacción, la relación entre el precio del petróleo y el de la energía <i>spot</i> ha sido estrecha. En los últimos meses, la caída en el precio del petróleo Brent ha llevado a una baja en el precio de la energía <i>spot</i> , lo cual ha afectado los ingresos por este canal. Considerando las condiciones actuales del mercado, Fitch estima que los niveles de cobertura podrían llegar a ser insuficientes durante el período de restitución (a partir de febrero de 2021). Lo anterior llevaría a que cualquier faltante en el flujo esperado para cubrir los saldos de la deuda fuera cubierto por La Geo como último garante. En cuanto al período de excepción (hasta enero de 2021), Fitch considera que el monto de cesión obtendrá la cobertura apropiada, debido al cambio que sufrió el esquema de amortización y a que los montos cedidos durante este período solo cubren comisiones, excluyendo capital e intereses.
—	Posible Adición de Otros Activos Subyacentes: Dadas las circunstancias actuales, la adición de acuerdos CCIDSFF sobre otras fuentes de ingresos podría tardar más de un mes de trámite, lo cual coincide con el tiempo en que la cuenta de reserva podría ofrecer cobertura al monto cedido acordado, durante el período de restitución. Por lo tanto, frente a esta situación, Fitch considera que la probabilidad de pago de la emisión está más alineada con la calidad crediticia del originador.
—	Características y Desempeño del Activo Subyacente: Las notas están respaldadas por ventas de LaGeo en el Mercado Regulador del Sistema (MRS). La cobertura que ofrecen estos ingresos ha disminuido de un promedio de 3.42 veces (x) (antes de diciembre de 2016) a un promedio de 1.57x (diciembre de 2016 a julio de 2020), por un cambio en la estrategia de LaGeo. Dada la caída de los precios del petróleo, Fitch estima que la cobertura continuará deteriorándose. Durante el período de restitución y ante una disminución superior a 28.8% en el precio <i>spot</i> (sobre el precio de enero de 2020), el monto de cesión tendría una cobertura insuficiente. Teniendo en cuenta que la transacción depende en última instancia de la capacidad de LaGeo de otorgar cobertura, la calidad crediticia de la transacción está ligada a la del originador.
—	Endeudamiento de Flujos Futuros Relativo al Balance General: El nivel de deuda de flujos futuros es elevado en comparación con el pasivo general de LaGeo. Lo anterior restringe la diferenciación de la clasificación, aumentando el impacto potencial del pago de la deuda de flujos futuros. En caso de que el fondo FTHVGEO02 fuese totalmente emitido, el fondo FTHVGEO01 representaría cerca de 50% de la deuda total de LaGeo. Por otro lado, al considerar la subordinación estructural de FTHVGEO02, si este fuese totalmente emitido, representaría alrededor de 98% de la deuda total del originador. Las características anteriores no permiten diferenciar la calidad crediticia de FTHVGEO02 de la calidad crediticia de LaGeo.

Fuente: Fitch Ratings

Participantes Clave de la Transacción

La siguiente tabla resume las diferentes partes involucradas en la transacción y define el rol de cada una.

Participantes Clave de la Transacción

Nombre	Rol	Clasificación de Fitch
LaGeo	Originador	Sin clasificación
Fondo de Titularización FTHVGEO01	Emisor	AA-(slv) con Perspectiva Estable
Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora.	Administrador del FTHVGEO01	Sin clasificación
Banco Cuscatlán de El Salvador, S.A.	Banco con cuentas del FTHVGEO01	EAA+(slv) con Perspectiva Estable
Banco de América Central S.A. (El Salvador)	Banco colector	EAAA(slv) con Perspectiva Estable
Unidad de Transacciones (UT)	Agente colector	Sin clasificación

Fuente: Fitch Ratings, Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora.

Comparación de la Transacción

LaGeo emitió el programa de bonos de FTHVGEO01 en diciembre de 2014. El programa de bonos FTHVGEO02 no ha sido emitido.

Comparación de la Transacción

	FTHVGEO01	FTHVGEO02 ^a
Monto (USD millones)	287.62	205.29
Tasa de interés (%)	5.8	7.25
Fecha de emisión	Dic 2014	No aplica
Plazo (años)	16	15
Periodicidad del pago de capital	Mensual	Mensual con período de gracia de 24 meses
Periodicidad del pago de intereses	Mensual	Mensual
Monto de cesión mensual	<ul style="list-style-type: none"> Del mes 1 al 67: USD2,671,000 Del mes 68 al 73: USD102,000 Mes 74: USD7,615,000 Del mes 75 al 91: USD1,170,000 Del mes 92 al 197: USD2,671,000 Monto Máximo Cedido Total: USD490,200,000 	<ul style="list-style-type: none"> Del mes 1 al 24: USD64,000 + USD32,950 x (NT - 1) Del mes 25 al 180: USD2,115,000 - USD49,462 x (40 - NT) Monto Máximo Cedido Total: USD362,322,000
Liquidez disponible (cuenta restringida)	USD2,675,390.36	USD2,115,000

^aCaracterísticas esperadas para el FTHVGEO02. NT - Número de tramos colocados en el mes.
Fuente: Fitch Ratings, Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora.

Descripción del Originador

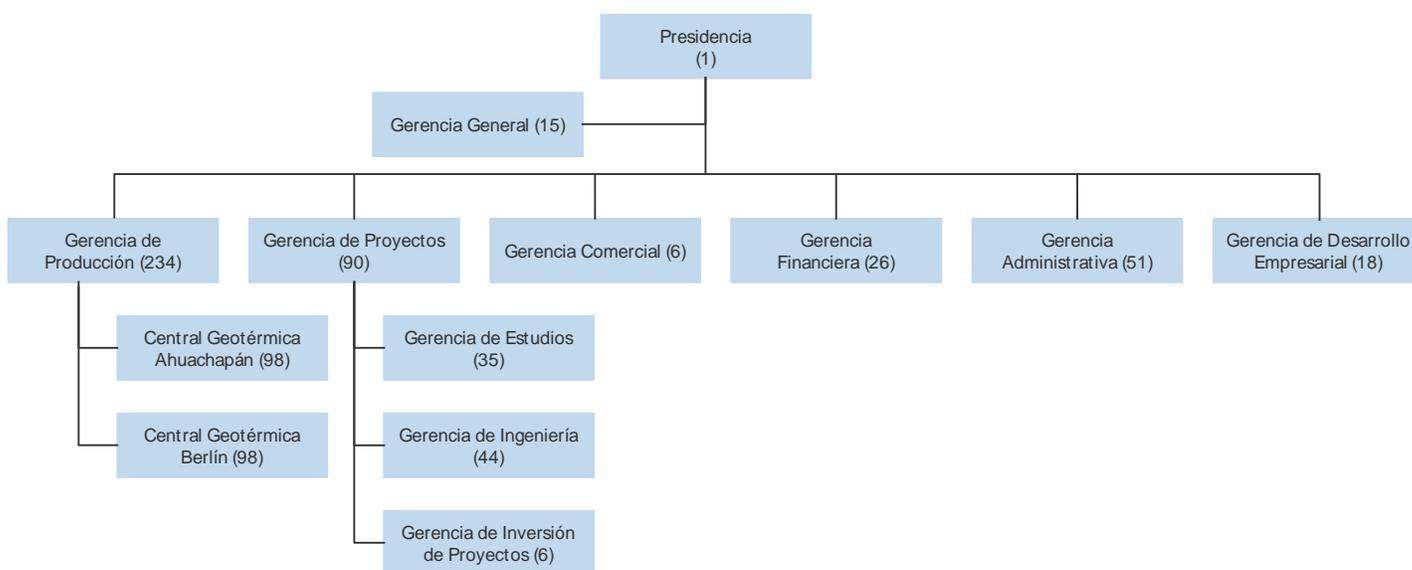
LaGeo fue constituida en julio de 1998 e inició operaciones el 1 de noviembre de 1999. Su actividad principal es la generación y comercialización de energía eléctrica a partir de recursos geotérmicos. CEL posee 100% de las acciones de LaGeo a través de sus subsidiarias.

LaGeo opera las centrales geotérmicas de Ahuachapán y Berlín y es propietaria de Perforadora Santa Bárbara (PSB), una empresa salvadoreña dedicada a la perforación, intervención, estimulación y reparación de pozos de la industria geotérmica. En El Salvador, LaGeo cuenta con áreas de concesión geotérmicas únicas y exclusivas, las cuales le dan el monopolio de explotación en los campos geotérmicos de Ahuachapán (95 megavatios [MW]) y Berlín (109.4 MW). La capacidad

instalada de LaGeo en el país es de 204.4 MW. Asimismo, posee 99.9% de LaGeo Nicaragua, la cual opera en Managua, Nicaragua, así como de San Vicente 7 Inc.

Respecto a sus proyectos futuros, la compañía replanteó su plan de inversión en 80 MW adicionales, incrementando el período de inversión y la forma de financiamiento. La inversión será por etapas y se espera que tenga un costo cercano a USD200 millones, que se financiarían con una combinación de fondos propios y deuda. La capacidad adicional de generación aumentaría los ingresos en alrededor de USD60 millones anuales una vez que esté completada. Las nuevas inversiones se harán sobre pozos ya perforados y con presiones ya medidas, por lo que el riesgo de exploración de los mismos ya fue superado.

Estructura Organizacional



Fuente: LaGeo.

La estrategia de la compañía está enmarcada dentro de la política nacional de energía de El Salvador y el plan estratégico de CEL. La política nacional de energía, liderada por la Secretaría Técnica de la Presidencia de la República y diseñada por la Comisión Nacional de Energía (CNE), afecta a entidades tanto del Gobierno como privadas. La junta directiva de LaGeo es nombrada por el Gobierno de El Salvador y CEL. El presidente de CEL es miembro de cada una de las juntas directivas de sus subsidiarias.

Sensibilidades de Clasificación

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de clasificación positiva/alza:

Un incremento en la calidad crediticia de LaGeo impactaría positivamente la clasificación de los bonos, por lo que se movería en la misma dirección que la del originador. Además, posibles modificaciones en los factores que permiten la diferenciación frente a la calidad crediticia del originador, particularmente en cuanto a las características y el desempeño del activo subyacente, conducirían a una acción de clasificación positiva.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de clasificación negativa/baja:

Modificaciones en la calidad crediticia a la baja de LaGeo afectarían la clasificación de los bonos, la cual se movería en la misma dirección que la del originador. Fitch no espera que disminuciones adicionales en el precio o en las ventas del mercado *spot* afecten la calidad crediticia de la transacción más allá de la calidad crediticia del originador, debido a que este actúa como último garante.

Estructura de la Transacción

El programa de emisión por USD287.62 millones de bonos estructurados de LaGeo con cargo a FTHVGEO01 fue colocado en el mercado y se encuentra en circulación desde diciembre de 2014. Los tramos fueron emitidos a 15 años inicialmente (actualmente tienen un plazo de 16 años tras la reestructuración) con tasa fija de 5.8%. Los títulos pagan intereses y capital mensualmente. El fondo de titularización FTHVGEO01 fue estructurado con el objetivo de financiar la compra de acciones de LaGeo que pertenecían a la empresa italiana Enel Power, como consecuencia de la política energética nueva del Gobierno de El Salvador, conforme a la cual se decidió que la generación geotérmica fuera 100% estatal. Anteriormente, dicha compañía poseía 36.2% de sus acciones e Inversiones Energéticas S.A. (INE) tenía el restante 63.8%.

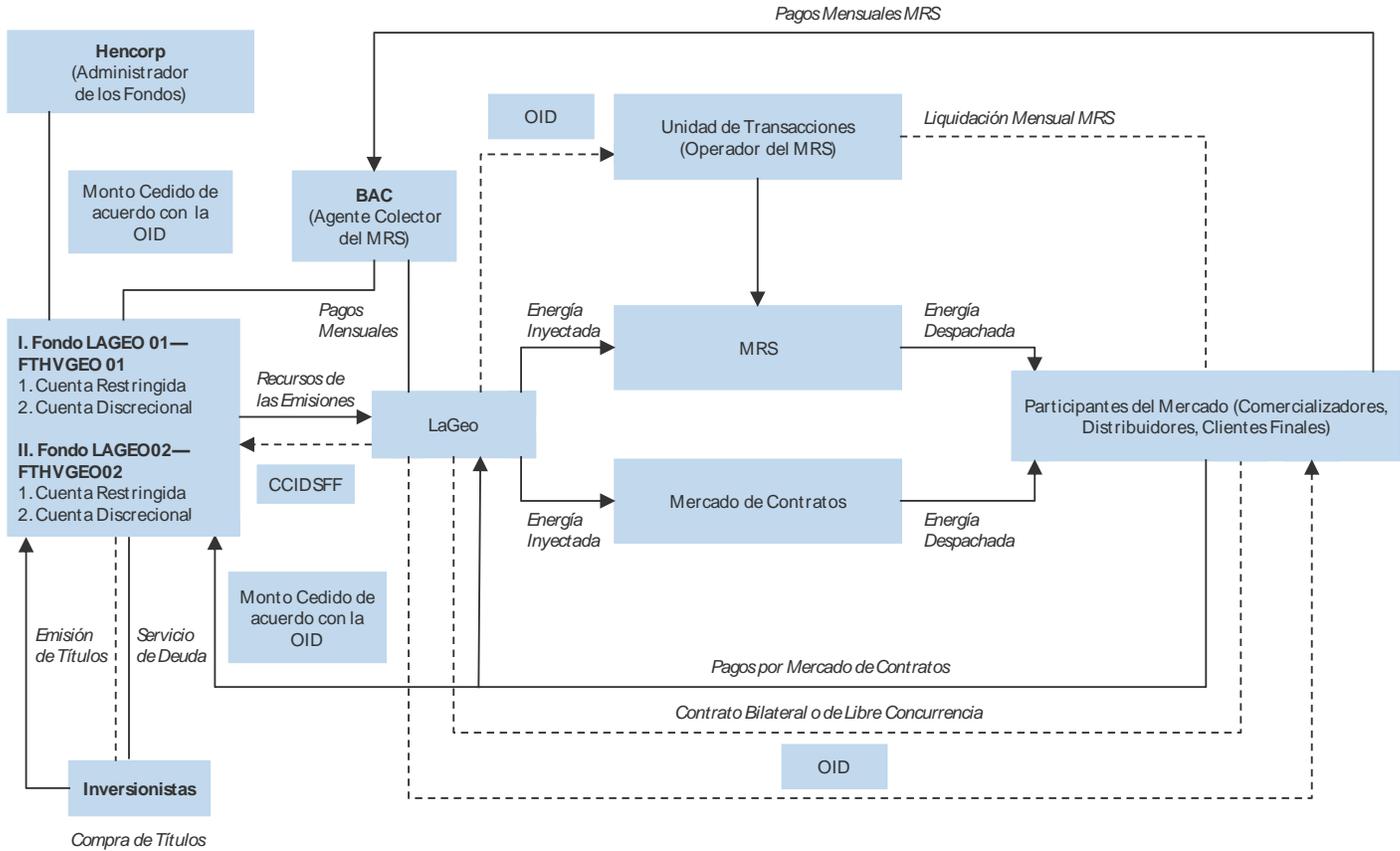
Prelación de Pagos Durante el Período de Restitución

1	Obligaciones a favor de los tenedores de valores del período corriente
2	Saldo de costos y gastos adeudados a terceros.
3	Compensaciones por intereses acumulados no pagados correspondientes al período de excepción a favor de los tenedores de valores.
4	Comisiones a pagar a la sociedad titularizadora.
5	Obligaciones a favor de los tenedores de valores acumuladas durante el período de excepción.
6	Contribuciones a la cuenta restringida.
7	Devoluciones al originador.

Fuente: Fitch Ratings, Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora.

Diagrama de la Estructura

Estructura de la Transacción



OID – Orden irrevocable de descuento. MRS – Mercado Regulador del Sistema.
Fuente: Fitch Ratings.

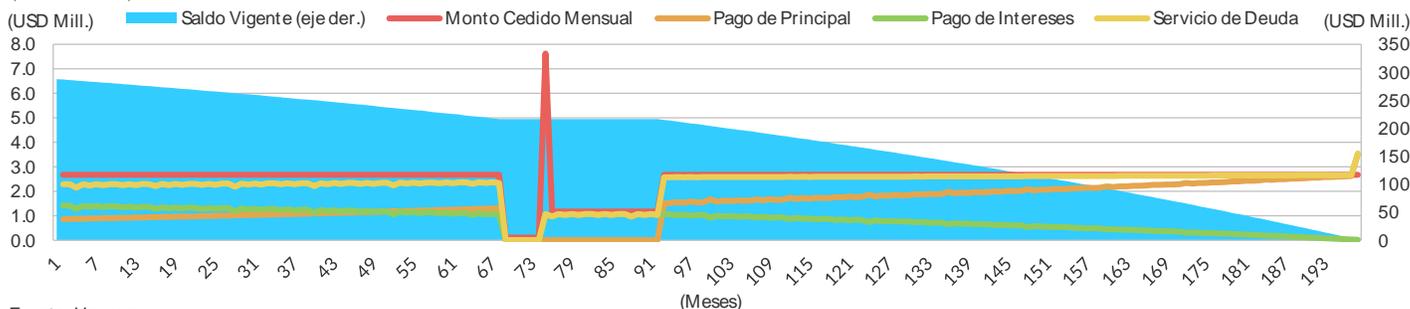
La titularización consiste en la adquisición de los primeros ingresos de LaGeo provenientes, por un lado, de ventas en el MRS, descontados y transferidos directamente por la unidad de transacciones a la cuenta discrecional del fondo y, por otro, de ventas en el mercado de contratos. Los recursos derivados de estos últimos también serán descontados y transferidos directamente por la contraparte del contrato, en caso de ser requeridos. Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora.. (Hencorp), como administrador del fondo, adquirió la potestad de solicitar a LaGeo instalar OID en sus diferentes fuentes de ingresos hasta garantizar flujos que permitan completar el monto mensual cedido. En caso de que los recursos no sean suficientes para cumplir con las obligaciones de la empresa con el fondo, LaGeo será responsable de trasladar oportunamente la totalidad del monto de cesión al fondo.

En julio de 2020, Hencorp y LaGeo presentaron en conjunto a los tenedores un esquema de amortización nuevo. Mediante este, la compañía cedió un monto máximo de USD490.20 millones (USD480.78 millones inicialmente) a través del CCIDSFF, divididos en 197 pagos (180 pagos iguales inicialmente). El nuevo esquema comprende un período de gracia de seis meses para el pago de intereses (agosto 2020 – enero 2020) y un período de gracia de 24 meses para el pago de capital (agosto 2020 – julio 2022), el cual podrá ser pagado de dos maneras. Bajo la primera opción, se pagará una compensación e intereses devengados a los tenedores en febrero de 2021. Para la segunda opción, el pago de esta compensación e intereses se realizará a lo largo de 12 meses desde

febrero de 2021. La decisión entre una opción y otra dependerá de la liquidez de LaGeo al momento de realizar el primer pago de intereses.

Perfil de Amortización — Opción 1

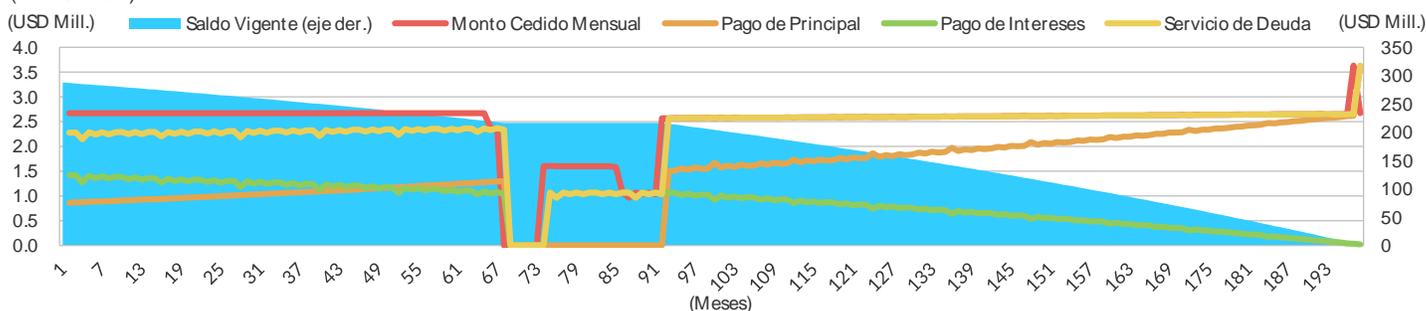
(FHVGE001)



Fuente: Hencorp.

Perfil de Amortización — Opción 2

(FHVGE001)



Fuente: Hencorp.

Acuerdos (Covenants)

De acuerdo con el CCIDSFF, LaGeo se encuentra sujeta al cumplimiento de las siguientes razones financieras.

$$\frac{\text{Deuda}}{\text{Patrimonio}} \leq 1.0x$$

$$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Servicio de Deuda}} \geq 1.3x$$

$$\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}} \geq 1.0x$$

$$\frac{\text{Activos Productivos}}{\text{Saldo Vigente FTHVGE001+FTHVGE002}} \geq 1.0x$$

Si una de estas razones está fuera de sus límites durante dos semestres consecutivos, el administrador del fondo lo informará a la Superintendencia del Sistema Financiero y al representante de los tenedores en las siguientes 24 horas. Este último comunicará de ello a la junta de tenedores para determinar los pasos siguientes. El incumplimiento de una o más razones durante dos semestres no constituye un evento inmediato de incumplimiento. La junta de tenedores determinará si es causal para la redención anticipada.

Eventos de Incumplimiento

Se entenderá que LaGeo entró en mora de su obligación si, 10 días antes de la fecha de pago de intereses o capital de la emisión de valores, el monto mensual especificado no se ha completado en la cuenta discrecional y los fondos de la cuenta restringida tampoco son suficientes. En este caso, el administrador del fondo lo informará al representante de tenedores, la bolsa de valores y la Superintendencia del Sistema Financiero. El representante de tenedores comunicará del suceso a la

junta de tenedores para determinar los pasos siguientes. Para efectos de esta clasificación, Fitch contempla el pago oportuno mensual de capital e intereses en las fechas de pago establecidas.

Mecanismo de Cobertura

Fondo de Liquidez (Cuenta Restringida)

La cuenta restringida tiene recursos equivalentes, como mínimo, al próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros. Estos fondos servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos en caso de que los flujos cedidos no sean suficientes. Durante toda la vida de la emisión, LaGeo tiene la responsabilidad de que el saldo de esta cuenta sea el requerido. A lo largo del período de excepción, la cuenta restringida retendrá el exceso de efectivo proveniente de las ventas del mercado *spot* y lo usará para futuros pagos, mitigando así el riesgo de liquidez. Por otro lado, durante el periodo de restitución, la cuenta restringida reanudará su función inicial de recaudar los fondos necesarios para cubrir un monto de cesión mensual.

Aviso de Limitación de Responsabilidad

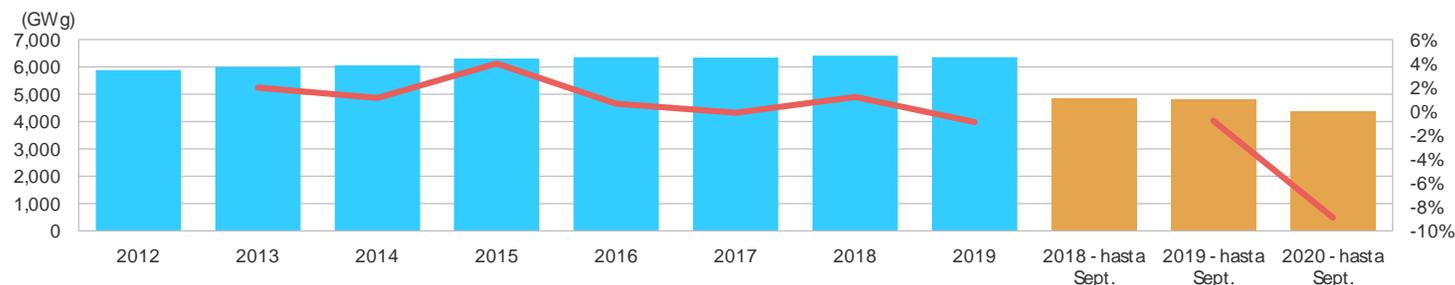
Para evitar dudas, en su análisis crediticio, la agencia se basa en opiniones legales o de temas tributarios provistos por los asesores de la transacción. Como Fitch siempre ha dejado claro, la agencia no provee asesoría legal o tributaria ni confirma que las opiniones legales o tributarias o cualquier otro documento o estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. El aviso de limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este no constituye una recomendación legal, tributaria o de estructuración de Fitch y no debe ser usado para esos fines. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, tributario o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

Análisis del Activo Subyacente

LaGeo tiene una participación importante en el mercado energético de El Salvador, de alrededor de 21%. Este posicionamiento es resultado de la naturaleza del proceso de generación de energía, la disponibilidad de recursos y el uso de métodos rentables de producción. En efecto, el hecho de que las plantas de energía de LaGeo tengan bajos costos operativos permite a la compañía tener una producción continua de energía, de 24 horas al día.

La demanda de electricidad en El Salvador ha sido relativamente estable en los últimos años, con niveles de crecimiento moderados de entre 0.7% y 4%. Sin embargo, de 2018 a 2019, hubo una disminución de 0.89% en la demanda. Además, al considerar la demanda de energía a septiembre de 2020, se observa una caída evidente con respecto a los años anteriores (considerando que solo falta una cuarta parte del año por ser reportada).

Demanda de Electricidad en El Salvador



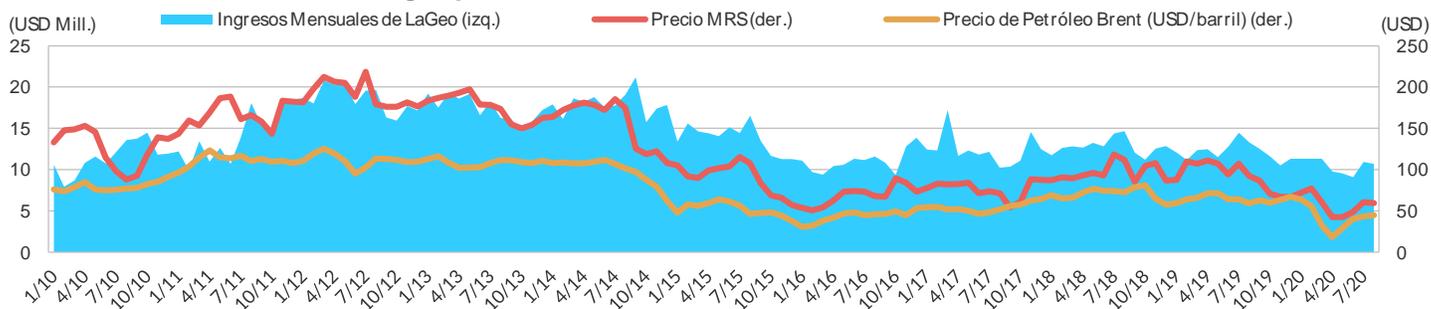
Fuente: Unidad de Transacciones.

Según LaGeo, los precios del mercado *spot* dependen principalmente de los productores nacionales de energía con los costos de generación más altos (generadores térmicos). Esto significa que el mercado establece el precio *spot* de una manera en que beneficie a los productores con los márgenes más bajos. Sin embargo, los precios *spot* y futuros de electricidad de El Salvador también están

impulsados por los precios internacionales del petróleo. Esto se debe principalmente al hecho de que la mayor parte de la producción de electricidad proviene de generadores térmicos.

El siguiente gráfico muestra la correlación alta (93%) entre el precio del petróleo Brent y el precio de electricidad del MRS, además de la relación estrecha entre estas variables y los ingresos de LaGeo. Debido a la alta correlación positiva entre estas variables, se evidencia que la transacción está altamente expuesta a las fluctuaciones del precio del petróleo Brent. En cuanto de precios del petróleo, las perspectivas para el futuro cercano no son alentadoras.

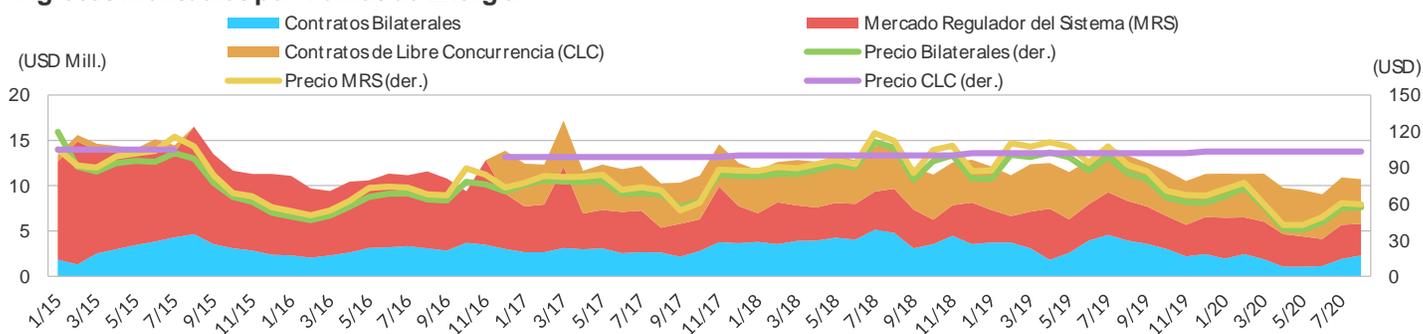
Precio de Petróleo Brent vs. Energía Spot en El Salvador



Nota: Correlación de Precio de Petróleo Brent y Energía Spot = 0.93.
Fuente: Unidad de Transacciones (precio MRS), US Energy Information Administration (precio Brent).

De acuerdo a los supuestos del precio del petróleo de Fitch¹ para 2020 y 2021, la agencia espera que los precios del Brent promedien USD41 y USD45 por barril, respectivamente, considerando un escenario base. Por otro lado, en un escenario estresado, Fitch espera que los precios del Brent promedien USD37 y USD35 por barril para 2020 y 2021, en ese orden. Esto significa que el precio promedio del Brent en el caso base indicaría caídas del precio de 36% y de 29%, respectivamente, en comparación con el precio promedio del Brent de enero de 2020 de USD63.65. Además, cuando se considera que USD37 sería el precio promedio del Brent en el escenario estresado, esto significaría caídas de precio de 42% y de 45% para 2020 y 2021, en ese orden, en comparación con el precio de enero de 2020. De hecho, la caída previsible de los precios del crudo indica la posible disminución en los precios del mercado spot en El Salvador.

Ingresos Mensuales por Ventas de Energía

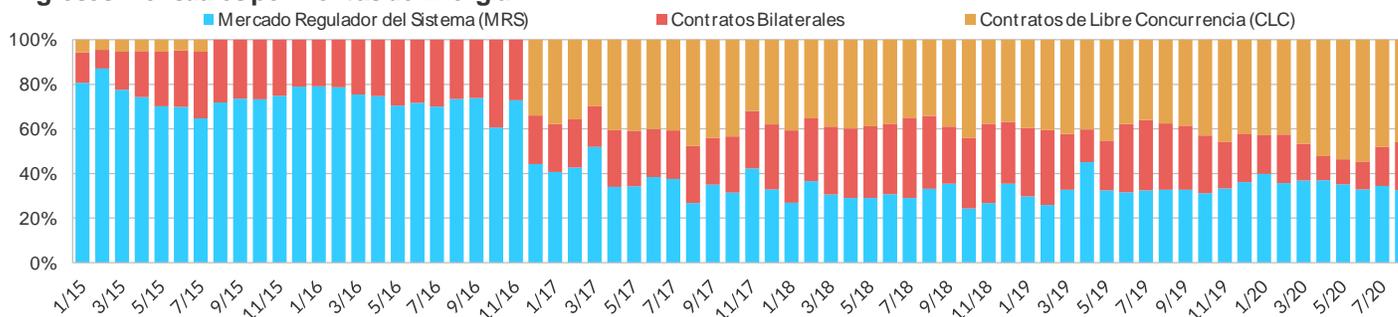


Fuente: LaGeo.

Dada la correlación alta entre el precio del petróleo Brent y el precio spot de electricidad, LaGeo modificó su estrategia comercial en diciembre de 2016, reduciendo la venta de energía en el mercado spot y privilegiando los contratos de libre concurrencia.

¹ "Fitch Ratings Cuts Long-Term Oil Price Assumptions" (Septiembre 2020).

Ingresos Mensuales por Ventas de Energía



Fuente: LaGeo.

La cobertura de la transacción ha disminuido desde el cambio en la estrategia comercial de LaGeo. En los últimos cinco años, se alcanzó una cobertura mínima de 1.02x. Ante la contingencia por el coronavirus, los niveles de cobertura para la transacción podrían llegar a menos de 1x durante el período de restitución, dadas las proyecciones para el precio *spot* de la energía.

Índice de Cobertura del Servicio de la Deuda

(Veces)	Mínimo	Máximo	Promedio
Índice de Cobertura del Servicio de la Deuda FTHVGEO01	1.02	5.09	2.68

Nota: Las cifras incluyen excedentes de caja. No incluyen datos agosto 2020.

Fuente: Fitch Ratings, Hencorp.

Proyecciones Financieras

Fitch consideró los flujos de caja, proyectados en diversos escenarios de estrés mediante la sensibilización de diferentes variables que inciden en el comportamiento de los flujos futuros que respaldan la emisión. Entre dichas variables, se estresaron indicadores macroeconómicos, ingresos operacionales y precios de mercado. Conforme a los escenarios evaluados y dada la volatilidad en los precios del mercado *spot*, las coberturas del servicio de la deuda son menores que las esperadas durante el período de restitución, lo que lleva a LaGeo a ser el garante de los flujos requeridos para el servicio de la deuda.

Tamaño del Programa respecto a Otros Pasivos de LaGeo

Al evaluar una transacción de flujos futuros, Fitch considera el tamaño relativo del programa frente a los pasivos totales de la compañía. Para diferenciar sustancialmente la clasificación del originador de la emisión, es importante que esta última represente solamente una porción limitada de los pasivos totales de la entidad para minimizar el impacto sobre el pago de la deuda de flujos futuros.

De acuerdo con los datos de los estados financieros no auditados de LaGeo al 30 de junio de 2020, la deuda de flujos futuros representó 97.1% de la deuda total en el balance general. Si el fondo FTHVGEO02 es emitido en su totalidad y en caso de que la compañía no adquiera deuda adicional, el fondo FTHVGEO01 representará cerca de 50% de la deuda de LaGeo y, al considerar la subordinación del FTHVGEO02, este representará aproximadamente 98%. Para Fitch, el tamaño relativo del programa frente al endeudamiento de la empresa es alto, otra razón por la cual la clasificación está vinculada a la calidad crediticia del originador.

Riesgo de Contraparte

Fitch evalúa el riesgo de contraparte bajo la “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos” para que se alinee con las clasificaciones asignadas, con base en la documentación provista y los ajustes analíticos descritos en la tabla siguiente.

Exposiciones al Riesgo de Contraparte

Rol/Riesgo de Contraparte	Contraparte	Clasificación bajo Metodología Relevante	Clasificaciones Mínimas y Acciones Remediales	Ajuste al Análisis si Clasificaciones Mínimas y Acciones Remediales No Se Alinean a Metodología
Banco con Cuentas del FTHVGEO01	Banco Cuscatlán de El Salvador, S.A.	EAA+(slv)	Los recursos de las distintas cuentas que son parte del patrimonio autónomo deberán estar en establecimientos cuya clasificación sea mayor o igual a la clasificación de riesgo crediticio de la emisión.	No aplica; clasificaciones mínimas y acciones remediales acordes con la metodología
Banco de cuenta de recaudación	Banco de América Central S.A. (El Salvador)	EAAA(slv)	Los documentos de la emisión no incorporan acciones remediales.	No aplica; el riesgo para la transacción se considera inmaterial –debido a la frecuencia de las transferencias

Fuente: Fitch Ratings, Hencorp.

Aplicación de Metodologías, Modelo y Suficiencia de la Información

Aplicación de Metodologías

Consulte en página 1 la lista de [Metodologías Aplicables](#).

Fitch Ratings aplicó la “Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros” como su metodología de sector específico, bajo el marco provisto por la “Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”, que es su metodología maestra para el sector. La otra metodología enlistada en “Metodologías Aplicables” es intersectorial e indica el enfoque de Fitch en relación con la vulnerabilidad al riesgo de contraparte.

Simulación

Con el objetivo de verificar el cumplimiento de los pagos por parte del patrimonio autónomo, Fitch realizó varias simulaciones en distintos escenarios con las características definitivas de los títulos. La agencia hizo una verificación para determinar si los flujos de caja estresados y los mecanismos de mejoras crediticias provistos por la transacción son suficientes para cubrir el pago oportuno tanto de capital como de intereses. Para ello, consideró la cascada de pagos y los mecanismos de dirección de los pagos en la forma en que se especificaron en los documentos de la emisión.

Suficiencia de la Información

Hencorp, en su condición de estructurador y LaGeo, como originador, suministraron a Fitch información sobre el comportamiento del activo subyacente, así como la documentación de la estructuración de la emisión. La información fue entregada en el formato solicitado por la agencia y, al revisarla, Fitch la consideró adecuada para el análisis.

Análisis Legal

Fitch revisó los principales documentos de la emisión, enlistados a continuación, para asegurarse de que los términos y condiciones de la garantía y la emisión concuerdan con la información recibida con anterioridad:

- prospecto de la emisión (versión preliminar);
- contrato de cesión irrevocable a título oneroso de derechos sobre flujos financieros futuros (versión preliminar);
- OID de flujos futuros (versión preliminar);
- contrato de administración de flujos financieros futuros (versión preliminar);
- contrato de titularización (versión preliminar);
- Ley General de Electricidad;

- Reglamento de la Ley General de Electricidad;
- Reglamento de Operación del Sistema de Transmisión y del Mercado Mayorista Basado en Costos de Producción;
- Anexos del Reglamento de Operación del Sistema de Transmisión y del Mercado Mayorista Basado en Costos de Producción.

Seguimiento

El análisis continuo del desempeño de las transacciones constituye una parte esencial del proceso de clasificación de Fitch. La información exhaustiva, clara y oportuna sobre cada transacción es clave para evaluar el desempeño actual y formar una visión crediticia precisa. El proceso de seguimiento de la agencia se divide en dos partes: una revisión continua de la información (actualmente de manera mensual debido al impacto económico del coronavirus) y una revisión completa al menos dos veces al año, en un comité de clasificación. Cuando Fitch considere que falte información relevante, se realizarán supuestos conservadores al revisar un crédito en curso. En casos extremos en que la información sea limitada, la agencia procederá a retirar las clasificaciones.

Información Regulatoria

Nombre Emisor o Sociedad Administradora:

- Originador: LaGeo;
- Emisión: Fondo de Titularización Hencorp Valores FTHVGEO01 y FTHVGEO02.

Fecha del Consejo de Clasificación: 19/10/2020

Número de Sesión: 121-2020

Fecha de la Información Financiera en Que Se Basó la Clasificación:

- Auditada: 31/12/2019
- No Auditada: 30/06/2020

Clase de Reunión (ordinaria/extraordinaria): ordinaria

Clasificación Anterior (Si Aplica):

- FTHVGEO01: 'AA-(slv)', Perspectiva Estable;
- FTHVGEO02: 'AA-(slv)', Perspectiva Estable.

Link Significado de la Clasificación: Las definiciones de clasificación de El Salvador las pueden encontrar en el sitio <https://www.fitchratings.com/es/region/central-america> bajo el apartado de "Definiciones de Calificación de El Salvador"

Se aclara que cuando en los documentos que sustentan la clasificación (RAC/Reporte) se alude a calificación debe entenderse incluido el término clasificación.

"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 mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor clasificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

TODAS LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CLASIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CLASIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CLASIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CLASIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2020 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus 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 Fitch 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 clasificada 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 Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch 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 Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una clasificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una clasificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las clasificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una clasificación o un informe. La clasificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una clasificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las clasificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las clasificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las clasificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las clasificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una clasificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer clasificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de clasificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".