

Fitch Centroamérica, S.A.  
T (503) 2516 6600 F (503) 2516 66 50  
Edificio Plaza Cristal 3er Nivel, 79Av. Sur y Calle Cuscatlán  
San Salvador, El Salvador

Fitch Costa Rica Calificadora de Riesgo S.A.  
T (506) 2296 9182 / 2296-9454 F (506) 2296 98 95  
Apartado 10828-1000  
San José, Costa Rica

31 de octubre de 2018  
FITCHCA SV-213-18

Licenciada  
Ana Virginia de Guadalupe Samayoa Barón  
**Superintendente Adjunto de Valores**  
**Superintendencia del Sistema Financiero**  
Presente

Estimada Licenciada Samayoa:

Con la presente estamos remitiendo informe de Clasificación de Riesgo de **Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores LaGeo S.A. FTHVGE001.**, al 30 de junio de 2018. Esta Clasificación ha sido asignada en estricto cumplimiento al Artículo 95B 95C, del Capítulo II, Título VI de la Ley de Mercado de Valores de El Salvador y a las “Normas Técnicas sobre Obligaciones de las Sociedades Clasificadoras de Riesgo” emitida por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

Asimismo, para dar cumplimiento a lo establecido en el Artículo 32 de la Norma NRP-07 emitida por el Banco Central de Reserva de El Salvador, en mi calidad de Representante Legal de **FITCH CENTROAMÉRICA, S.A.**, bajo juramento declaro que ningún miembro del Comité de Clasificación u otro empleado de mi representada, es persona interesada en la Clasificación de la Entidad a la que se hace referencia la clasificación que adjunto, en los términos establecidos en el artículo 95 de la Ley del Mercado de Valores.

Atentamente,

**FITCH CENTROAMÉRICA S.A.**



Eric Campos B.  
Director Ejecutivo

Eduardo Alfaro  
Valentín Arrieta  
Melissa Franco

Hencorp Valores Ltda. Titularizadora  
Bolsa de Valores de El Salvador  
Fitch Centroamérica S.A.

# LaGeo S.A.

## Títulos con Cargo a FTHVGEO01 Informe de Clasificación

### Clasificación

FTHVGEO01 AA(slv)

### Perspectiva

FTHVGEO01 Estable

### Índice

|   |   |
|---|---|
| Clasificación   | 1 |
| Resumen de la Transacción                                       | 1 |
| Factores Clave de la Clasificación                              | 1 |
| Factores Clave Adicionales de Clasificación                     | 2 |
| Sensibilidad de la Clasificación                                | 2 |
| Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información | 2 |
| Descripción del Originador                                      | 3 |
| Estructura Financiera y Legal de la Transacción                 | 3 |
| Análisis del Activo Subyacente                                  | 6 |
| Proyecciones Financieras  | 8 |
| Riesgo de Contraparte   | 8 |
| Clasificación en Escala de Fitch                                | 9 |

### Clasificación

| Títulos   | Monto Original <sup>a</sup><br>(USD) | Monto Actual <sup>b</sup><br>(USD) | Plazo   | Tasa (%) | Clasificación | Perspectiva |
|-----------|--------------------------------------|------------------------------------|---------|----------|---------------|-------------|
| FTHVGEO01 | 287,620,000                          | 246,438,542                        | 15 años | 5.8      | AA(slv)       | Estable     |

<sup>a</sup> Diciembre de 2014. <sup>b</sup> Junio de 2018. Nota: La clasificación se basa en información provista por el originador con corte de junio de 2018 e información corte de agosto de 2018 (información de ingresos). Las clasificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

### Resumen de la Transacción

Fitch Ratings afirmó la clasificación 'AA(slv)' en escala nacional de largo plazo de los títulos de deuda con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores - LAGEO01 (FTHVGEO01) por USD287.62 millones. La Perspectiva es Estable. La clasificación parte de la calidad crediticia del emisor y su puntaje de evaluación de negocio en marcha (GCA por *going concern assessment score*) y está limitada por el nivel de endeudamiento de flujos futuros relativo al balance general. Asimismo, refleja la prioridad estructural del descuento de los flujos cedidos frente a los de la emisión FTHVGEO02 y contempla el pago oportuno mensual de capital e intereses. La emisión FTHVGEO01 fue colocada y se encuentra en circulación en el mercado desde diciembre de 2014.

### Factores Clave de la Clasificación

**Calidad Crediticia del Originador:** La clasificación de los títulos de deuda FTHVGEO01 toma la calidad crediticia del emisor como punto de partida. La calidad crediticia de LaGeo S.A. refleja su vínculo fuerte con su matriz, la compañía estatal Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL), y el soberano, cuya clasificación de largo plazo fue afirmada por Fitch en 'B-' el 13 de junio de 2018 (ver "Fitch Affirms El Salvador at 'B-'; Outlook Stable"). LaGeo tiene el 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:** LaGeo debe continuar funcionando de manera que el flujo de efectivo sea generado para servir la deuda. Una estructura tradicional de flujos futuros brinda protección legal a los inversionistas de este tipo de bursatilizaciones 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 GCA. Para el caso particular de esta emisión, se le asignó al originador una puntuación de GC1.

**Diferenciación frente a Calidad Crediticia del Originador:** El GCA, proporcionado por el grupo de Finanzas Corporativas de Fitch (GC1), permite una diferencia de hasta seis niveles (*notches*) con respecto a la clasificación nacional de largo plazo del emisor. Sin embargo, esta diferencial es limitado por factores como el nivel alto de la deuda de flujos futuros respecto a la deuda total del emisor. A su vez, la subordinación estructural del FTHVGEO02, en caso de ser emitido, restringe el diferencial.

**Deuda de Flujos Futuros Relativo al Balance General:** La deuda de flujos futuros es alta frente al pasivo general de LaGeo, lo que restringe la diferenciación de la clasificación al aumentar el impacto potencial del pago de dicha deuda. Si el fondo FTHVGEO02 es emitido totalmente, el FTHVGEO01 representará cerca de 54% de la deuda de LaGeo. Según el criterio de clasificación

### Analistas

Melissa Franco  
571-484-6770 ext. 1252  
[melissa.franco@fitchratings.com](mailto:melissa.franco@fitchratings.com)

Nicolás Torres  
1-312- 368-3117  
[nicolas.torres@fitchratings.com](mailto:nicolas.torres@fitchratings.com)

de Fitch, el FTHVGEO01 podría obtener un beneficio de máximo un nivel sobre la calidad crediticia de LaGeo por las características estructurales de la transacción. Sin embargo, al considerar la subordinación estructural del FTHVGEO02, este representará más de 98% de la deuda de LaGeo si es 100% emitido. Estas características no permiten diferenciar la calidad crediticia del FTHVGEO02 de la de LaGeo.

### Factores Adicionales de Clasificación

**Características y Desempeño del Activo Subyacente:** Las notas están respaldadas por los primeros ingresos mensuales de LaGeo, especialmente las ventas en el Mercado Regulador del Sistema (MRS), cedidos a través del Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos sobre Flujos Futuros (CCIDSFF). LaGeo genera cerca de 22% de la electricidad del país, por lo que Fitch considera que los atributos del producto son adecuados y permiten la generación consistente de flujo de efectivo. La cobertura que los ingresos contemplados en el CCIDSFF ofrecen para atender los montos cedidos ha disminuido por un cambio en la estrategia comercial. Desde su implementación, entre diciembre de 2016 y junio de 2018, LaGeo vendió cerca de 35% de su energía mediante el MRS. Hencorp Valores Ltda. (Hencorp) adquirió la potestad de solicitar a LaGeo instalar nuevas órdenes irrevocables de descuento (OID) en fuentes de ingresos diferentes a las actuales.

**Riesgo de Desviación de Fondos Mitigado:** El CCIDSFF permite a la estructura apropiar los flujos cedidos de los ingresos de LaGeo por medio de OID instaladas en cualquier fuente de ingresos de LaGeo y transferir los fondos a la cuenta discrecional hasta alcanzar el monto de cesión mensual. En opinión de Fitch, esta característica estructural beneficia a los títulos emitidos por el FTHVGEO01 sobre la calidad crediticia de LaGeo, haciéndolos sénior a 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 oportuno de intereses y capital.

**Características Estructurales Adecuadas:** La estructura legal de la transacción permite al fondo beneficiarse de todos los ingresos de LaGeo. Las características estructurales, como la cuenta restringida igual a una cesión mensual y el CCIDSFF que dirige los flujos mensuales, benefician a la transacción sobre el posible riesgo de liquidez del originador.

### Sensibilidad de la Clasificación

**Cambios en la Calidad Crediticia del Emisor:** Modificaciones en la calidad crediticia de LaGeo afectarían la clasificación de los bonos, que se moverían en la misma dirección que la del originador. Cambios en la clasificación internacional de El Salvador no necesariamente implican variaciones en la escala local.

**Reducción de los Ingresos de LaGeo:** Una reducción significativa en los ingresos totales de la compañía o en los que haya OID podría afectar la cantidad de recursos potenciales para el fondo de titularización y presionaría los indicadores de cobertura. En tal caso, Fitch podría realizar una revisión extraordinaria con el fin de incluir el estrés adicional.

### Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

#### Criterios Aplicados

Los criterios aplicables a esta transacción y disponibles en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) son:

- “Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”, del 21 de mayo de 2018;
- “Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros”, del 17 de septiembre de 2018;
- “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos” del 20 de septiembre de 2018.

#### Metodologías Relacionadas

[Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas \(Mayo 21, 2018\).](#)

[Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros \(Septiembre 17, 2018\).](#)

[Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos \(Septiembre 20, 2018\).](#)

## 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

LaGeo, como originador, y Hencorp, como estructurador y administrador de la emisión, suministraron a Fitch información sobre el comportamiento del activo subyacente y las proyecciones del fondo, la cual incluyó saldo, pagos de interés, amortización de capital y otras variables claves. La información se entregó en el formato solicitado por Fitch y, al ser revisada, se encontró que era adecuada para el análisis.

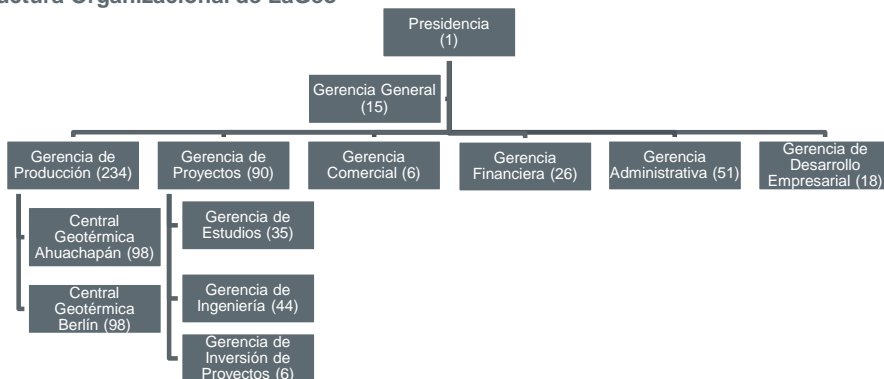
## Descripción del Originador

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 cuatro áreas de concesión geotérmicas únicas y exclusivas, las cuales le dan el monopolio de explotación en los campos geotérmicos de Ahuachapán (95 megavatios, MW por sus siglas en inglés), Berlín (109.4 MW), San Vicente y Chinameca. 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.

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.

### Estructura Organizacional de LaGeo



Fuente: LaGeo.

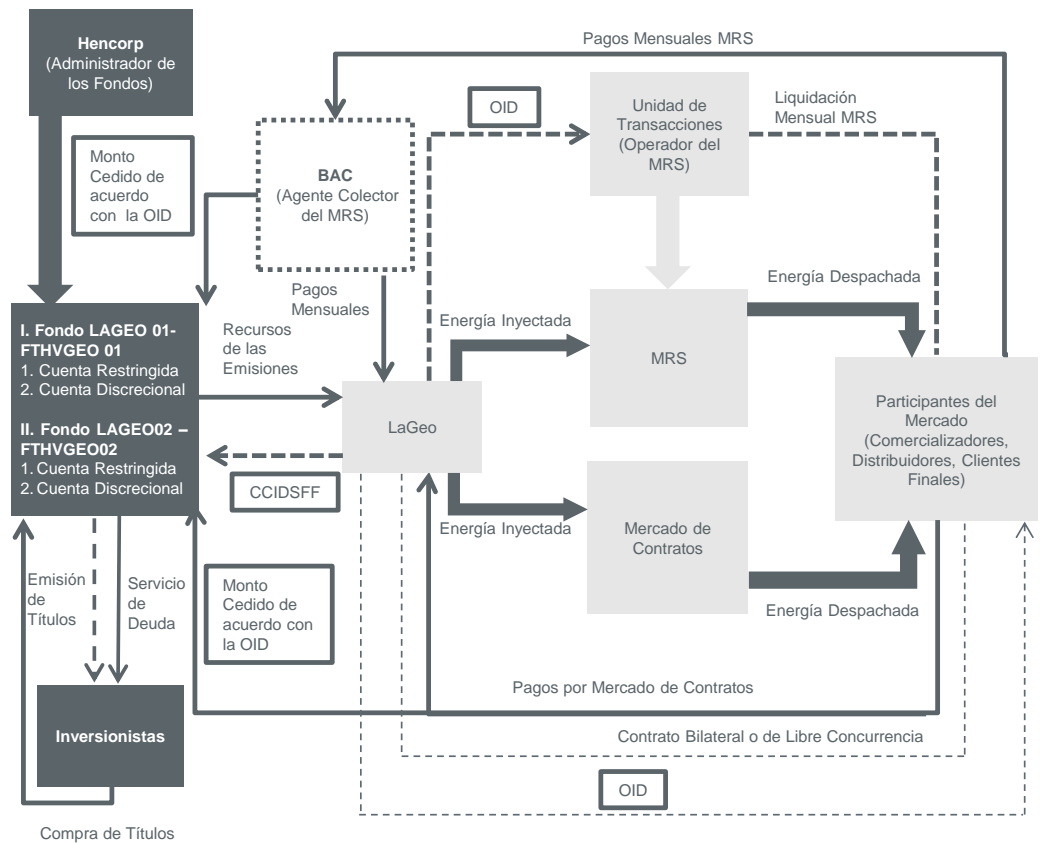
## Estructura Financiera y Legal de la Transacción

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 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 73.8%.

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.

**Estructura de la Transacción**



OID: orden irrevocable de descuento. MRS: mercado regulador del sistema.  
Fuente: Fitch.

La compañía cedió USD480.78 millones a través del CCIDSFF, divididos en 180 pagos iguales. 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.

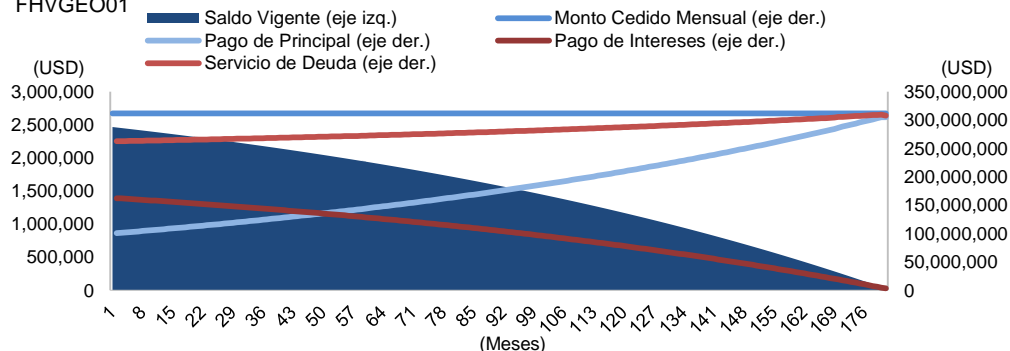
## Características de la Emisión

|  |                                     |
|--|-------------------------------------|
| Monto emitido                            | USD287,620,000                      |
| Tasa                                     | 5.8%, fija                          |
| Plazo                                    | 15 años (180 meses)                 |
| Periodicidad de pago de capital          | Mensual                             |
| Periodicidad de pago de Intereses        | Mensual                             |
| Monto de cesión mensual                  | USD2,671,000 x 180 = USD480,780,000 |
| Liquidez disponible (cuenta restringida) | USD2,671,000                        |

Fuente: Hencorp.

## Perfil de Amortización

FHVGEO01



## Prelación de Pagos

Todos los pagos se manejan a través de la cuenta discrecional en el siguiente orden:

1. abono de la cantidad necesaria en la cuenta restringida hasta que su saldo sea mínimo equivalente a el próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros;
2. pago de intereses y capital a favor de los tenedores de valores;
3. comisiones a pagar a la sociedad titularizadora;
4. costos y gastos adeudados a terceros;
5. remanentes transferidos a LaGeo.

## 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 esté en el nivel requerido.

## Eventos de Incumplimiento

Si 10 días antes de la fecha de pago de intereses o capital de la emisión de valores no se ha completado el monto mensual especificado en la cuenta discrecional y los fondos de la cuenta restringida tampoco son suficientes, se entenderá que LaGeo entró en mora de su obligación. En este caso, el administrador del fondo informará al representante de tenedores, la bolsa de valores y la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF). El representante de tenedores comunicará el suceso a la junta de tenedores para determinar los pasos a seguir. Para efectos de esta clasificación, Fitch contempla el pago oportuno mensual de capital e intereses en las fechas de pago establecidas.

### 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 informará a la SSF 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 adicionales. 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.

### Análisis Legal

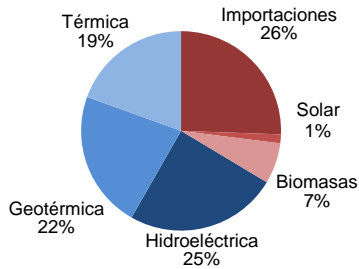
Fitch revisó los principales documentos de la emisión, enlistados a continuación, para asegurarse de que los términos y condiciones de la garantía y la emisión concuerdan con la información recibida con anterioridad:

- prospecto de la emisión;
- contrato de cesión irrevocable a título oneroso de derechos sobre flujos financieros futuros;
- OID de flujos futuros;
- contrato de administración de flujos financieros futuros;
- contrato de titularización;
- 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.

### Análisis del Activo Subyacente

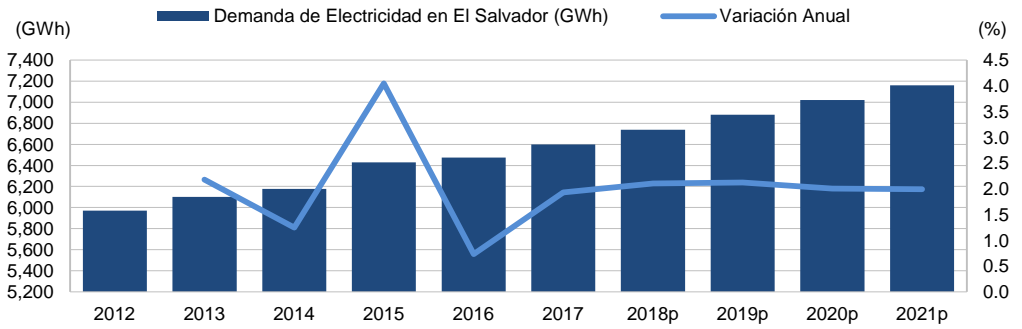
La capacidad instalada de generación eléctrica en El Salvador era de 1,809.2 MW a diciembre de 2017. La matriz energética está concentrada en generación térmica (térmica y biomasa), que representaba 48.5% (947.1 MW) de la generación total de electricidad a la fecha referida. Las plantas hidroeléctricas suman una potencia de 557.7 MW, las geotérmicas alcanzan 204.4 MW y las fotovoltaicas han tomado fuerza en el mercado, hasta representar 5.5% (100 MW) de la generación total. El Salvador tiene poca capacidad extra para satisfacer la demanda, la cual aumentó 1.9% en 2017 hasta totalizar cerca de 6,600 gigavatios por hora (GWh por sus siglas en inglés).

## Participación de Mercado por Electricidad Inyectada al Sistema (GWh) - 2017



Fuente: Unidad de Transacciones.

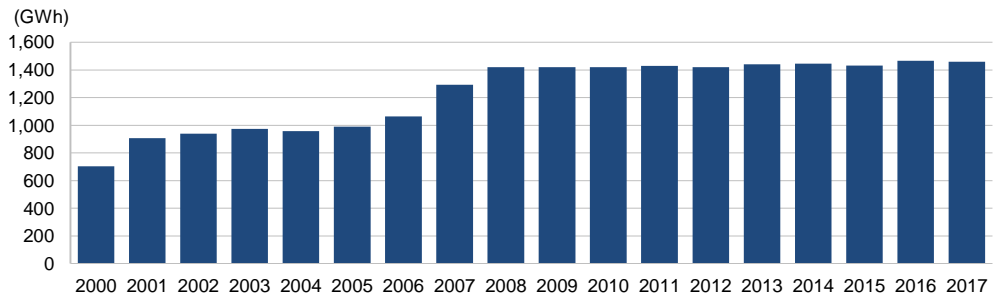
## Demanda de Electricidad en El Salvador



p - Proyectado.  
Fuente: LaGeo.

La matriz de generadores del mercado ha tenido cambios importantes en los últimos años; durante 2017, las importaciones, los ingenios y la energía solar tuvieron un mayor posicionamiento frente al año anterior, quitándole participación a la energía térmica, que representó 36% en 2016. La energía geotérmica ha tenido un comportamiento estable; durante los últimos 7 años (2011–2017), representó entre 22% y 24% de la energía generada.

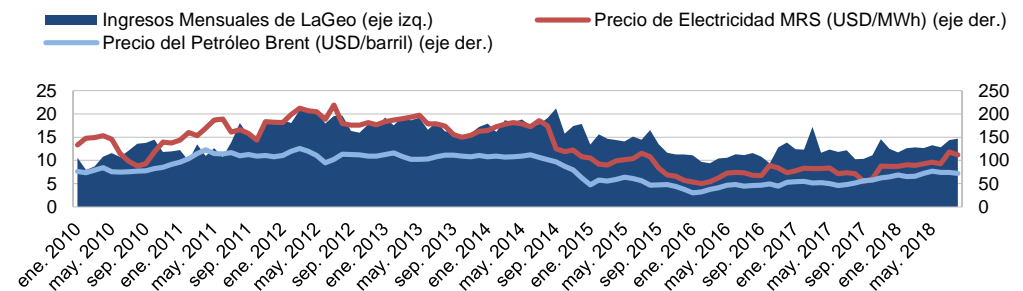
## Generación Histórica de LaGeo



Fuente: LaGeo.

La caída en el precio internacional del petróleo, en 2014 y 2015, redujo los precios del mercado eléctrico en el Salvador. Lo anterior ocasionó una disminución en los ingresos y el EBITDA de LaGeo al limitar y reducir los márgenes de ganancia. Dada la correlación alta entre el precio del petróleo Brent y el precio *spot* de electricidad, la empresa modificó su estrategia comercial en diciembre de 2016, reduciendo la venta de energía en el mercado ocasional (*spot*) y privilegiando los contratos de libre competencia. Fitch observa una mejora en los precios del mercado *spot*, producto de incrementos en los precios internacionales de los hidrocarburos.

## Ingresos Mensuales de LaGeo por Ventas de Energía

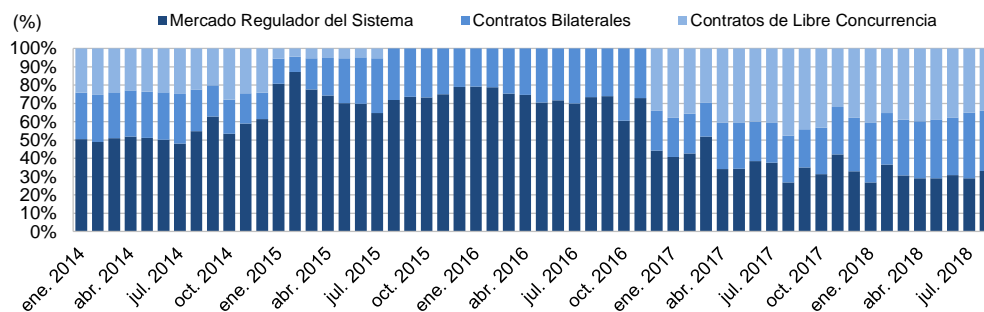


Nota: La correlación entre el precio del Petróleo Brent y el precio *spot* de electricidad en El Salvador es 0.9. MWh – Megavatios por hora.

Fuente: Precio Spot MRS (Unidad de Transacciones), Precio Petróleo Brent (US. Energy Information Administration), Ingresos de LaGeo (LaGeo).



**Ingresos Mensuales de LaGeo por Ventas de Energía Diferenciados por Fuente**  
Evolución Histórica



Fuente: LaGeo.

**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 materialmente la clasificación del originador de la 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 2018, la deuda de flujos futuros representó alrededor de 97% de la deuda en el balance general. Para Fitch, el tamaño relativo del programa frente al endeudamiento de la empresa es alto, razón por la cual la clasificación otorgada está vinculada a la del emisor.

**Proyecciones Financieras**

Fitch sometió los flujos de caja proyectados a diversas tensiones mediante la sensibilización de diferentes variables que inciden en el comportamiento de los flujos futuros que respaldan la emisión. Entre estas, se estresaron indicadores macroeconómicos, ingresos operacionales y precios de mercado. Conforme a los escenarios evaluados, las coberturas del servicio de la deuda resultaron en niveles acordes con la clasificación asignada.

**Riesgo de Contraparte**

Como parte de la evaluación de la estructura financiera, Fitch analiza cualquier dependencia de contrapartes. En este caso, analizó la calidad crediticia de LaGeo, dada su responsabilidad como originador de la emisión.

**Contrapartes de la Transacción**

| Nombre del Participante              | Rol                             | Clasificación                     |
|--------------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|
| LaGeo                                | Originador/administrador        | Sin clasificación                 |
| Fondo de Titularización FTHVGEO01    | Emisor                          | AA(slv) con Perspectiva Estable   |
| Hencorp Valores                      | Administrador del FTHVGEO01     | Sin clasificación                 |
| Banco Cuscatlán de El Salvador, S.A. | Banco con cuentas del FTHVGEO01 | EAA+(slv) con Perspectiva Estable |
| Banco Davivienda Salvadoreño S.A.    | Banco con cuentas del FTHVGEO01 | EAAA(slv) con Perspectiva Estable |

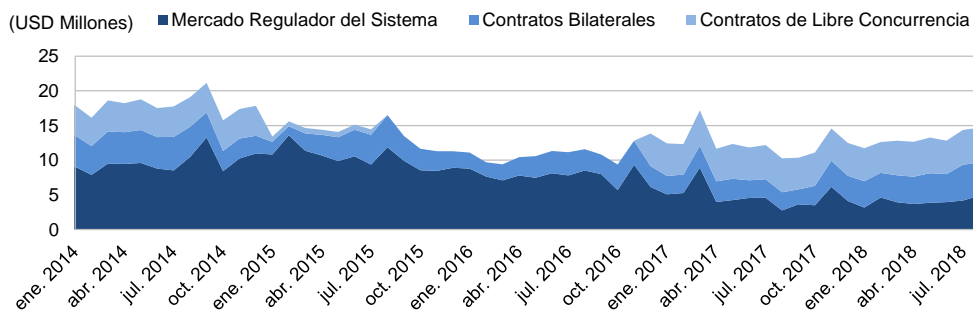
Fuente: Fitch Ratings.

**LaGeo**

Fitch considera que las características de los flujos de LaGeo proporcionan estabilidad a los recursos a los cuales el fondo tendrá derecho. Además, dada la posición de mercado y los costos bajos de generación, LaGeo ha demostrado ser una entidad importante para los planes del gobierno salvadoreño, factor que es valorado por la agencia. Sin embargo, Fitch opina que la transacción se encuentra expuesta al riesgo de desviación de fondos, debido a que la estrategia

comercial de LaGeo puede variar sin restricción entre el mercado *spot* y el mercado de contratos (bilaterales y de libre concurrencia). Cabe resaltar que LaGeo es responsable de instalar nuevas OID en sus contratos nuevos cuando el administrador del fondo (Hencorp) lo solicite. En caso de que los flujos no sean suficientes para cubrir los montos mensuales cedidos por ambos fondos, LaGeo tiene la obligación final del pago oportuno de intereses y principal.

**Ingresos Mensuales de LaGeo por Ventas de Energía Diferenciados por Fuente**  
Evolución Histórica



Fuente: LaGeo.

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 totalmente 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.

**Información Importante**

Para establecer una claridad aún mayor, la agencia puede acudir a las opiniones de profesionales expertos en temas legales o tributarios, si fuese necesario. Como Fitch siempre ha dejado en claro, la clasificadora no provee consejo legal o tributario ni confirma que las opiniones legales o tributarias o cualquier otro documento de la transacción o estructura son suficientes para algún propósito específico. La aclaración, al final de este informe, deja en claro que el mismo no constituye consejo legal, tributario o de estructuración por parte de Fitch y no debería ser interpretado como tal. Si los lectores de este informe requieren de una opinión experta en alguno de estos temas, se les sugiere contactar a un asesor relevante en dicha jurisdicción.

**Clasificación en Escala de Fitch**

La clasificación de riesgo vigente en escala de Fitch se detalla a continuación:

- clasificación de FTHVGEO01: 'AA(slv)', Perspectiva Estable.

---

**Información Regulatoria de El Salvador**

|  |   |
|--|---|
| Nombre del Emisor o Sociedad Administradora                        | Originador: LaGeo; Emisión: Fondo de Titularización Hencorp Valores FTHVGEO01   |
| Fecha del Consejo de Clasificación                                 | 19/10/2018  |
| Número de Sesión   | 095-2018  |
| Fecha de la Información Financiera en que Se Basó la Clasificación | AUDITADA: 31/12/2017<br>NO AUDITADA: 30/06/2018   |
| Clase de Reunión (Ordinaria/Extraordinaria)                        | Ordinaria   |
| Clasificación Anterior (si aplica)                                 | 'AA(slv)' con Perspectiva Estable   |
| Link del Significado de la Clasificación                           | <a href="https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6a0e5ed1-7dc1-4305-9d18-1d35fcd451e9/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20de%20E!%20Salvador.pdf">https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6a0e5ed1-7dc1-4305-9d18-1d35fcd451e9/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20de%20E!%20Salvador.pdf</a> |

Se aclara que cuando en los documentos que sustentan la calificación (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 señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de clasificación.**

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 LIDER 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 © 2018 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 son 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".