

Valores de Titularización Hencorp Valores LAGEO 01 Valores de Titularización VTHVGE001

Comité No. 29/2020						
Informe con EEFF no auditados al 31 de diciembre de 2019			Fecha de comité: 29 de abril de 2020			
Periodicidad de actualización: Semestral			Originador perteneciente al sector eléctrico; San Salvador, El Salvador			
Equipo de Análisis						
Adriana Rodríguez arodriguez@ratingspcr.com		Isaura Merino imerino@ratingspcr.com		(503) 2266-9471		
HISTORIAL DE CLASIFICACIONES						
Fecha de información	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Fecha de comité	29/4/2015	22/4/2016	26/4/2017	16/4/2018	30/4/2019	29/4/2020
Valores de Titularización Hencorp Valores LAGEO01						
Tramo 1	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" indica un nivel mayor de riesgo.

"La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos".

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

Racionalidad

En Comité Ordinario de clasificación de riesgo PCR ratificó la clasificación de riesgo en "AAA", perspectiva "Estable" a los Valores de Titularización Hencorp Valores LaGeo 01.

La clasificación se fundamenta en el desempeño favorable de LaGeo, en mantener estabilidad en sus ingresos, pese a la disminución en las inyecciones de energía eléctrica y del precio de venta; a pesar de ello, mantiene niveles de cesión holgados e indicadores de rentabilidad adecuados. Por otra parte, cuenta con indicadores de liquidez positivos, que brindan a LaGeo capacidad de responder a sus obligaciones inmediatas. Además, según la estructura de la emisión, el originador debe cumplir con los resguardos financieros establecidos y con respaldos legales para minimizar el riesgo de impago.

Perspectiva

Estable.

Resumen Ejecutivo

- **Indicadores de liquidez positivos.** A la fecha de análisis, LaGeo cuenta con indicadores de liquidez adecuados (1.24 veces para diciembre 2019), esto demuestra la capacidad de responder a sus obligaciones inmediatas, viéndose favorecida por el buen manejo de sus pasivos corrientes, los cuales van en disminución, trasladando de manera efectiva su deuda a largo plazo. Esto le da oportunidad de generar inversiones financieras que puedan favorecer a incrementar los ingresos por intereses cobrados.
- **Participación en el Mercado Mayorista de Energía y cobertura sobre los ingresos recibidos.** A diciembre de 2019, LaGeo es la única generadora de energía geotérmica en el país, inyectando 1,372.7 GWh a la matriz energética y continúa con una importante participación en la demanda de energía con el 25.0%. En cuanto a los niveles de ingresos, a pesar de que el precio de venta disminuyó en -US\$1.33GWh no tuvo mayor impacto en los ingresos totales, reportándose una disminución del -4.72% respecto a diciembre 2018. Por lo que la cesión del fondo disminuyó 0.29 veces respecto a diciembre de 2018, siendo de 5.03 veces.
- **Resguardos legales de la emisión:** La emisión cuenta con dos principales resguardos: la Cuenta Restringida que acumula un saldo mínimo de una cuota mensual de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores y las

Ordenes Irrevocables de Descuento que serán ejecutadas directamente por quienes hagan la función de colecturía de los ingresos de LaGeo, la cual será ejecutada por la Unidad de Transacciones, S.A de C.V.

- **Existencia de resguardos financieros:** Durante la vigencia de la emisión, la Generadora se encuentra sujeta a cumplir con los ratios financieros establecidos en el contrato de cesión, de no cumplir con los límites respectivos por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento. Al 31 de diciembre LaGeo cumple con las condiciones establecidas en cada uno de los resguardos financieros.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de deuda titulizada (PCR-SV-MET-P-057), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 09 de abril 2018. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: A diciembre 2019, no se cuenta con información auditada.

Limitaciones potenciales: PCR dará seguimiento a la capacidad del fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago de sus obligaciones, así como el cumplimiento de los resguardos financieros y legales establecidos en el contrato de cesión, los cuales podrían verse afectados por la coyuntura mundial del COVID-19, dichos efectos podrían impactar en los precios y la demanda de la energía eléctrica del país. Por su parte, aun no se pueden determinar los alcances económicos reales, pero deben de ser monitoreados para poder estimar el posible impacto en el sector.

Resumen de la Estructura de Titularización

DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN.	
CONCEPTO	DETALLE
Originador	: LaGeo, S.A. de C.V. (en adelante también referido como el "LaGeo").
Emisor	: HENCORP VALORES, SOCIEDAD ANÓNIMA, TITULARIZADORA, en carácter de administradora del FTHVGEO 01 y con cargo a dicho Fondo.
Sociedad de Titularización	: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora
Clase de Valor	: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de titularización Hencorp Valores LaGeo 01, representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Monto de la Emisión	: US\$287, 620,000.00 dólares norteamericanos.
Valor Mínimo de Anotaciones Electrónicas:	: CIENTO DÓLARES de los Estados Unidos de América (US\$ 100.00) y múltiplos de CIENTO DÓLARES de los Estados Unidos de América (US\$ 100.00).
Plazo de la Emisión	: La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de hasta 180 meses.
Respaldo de la Emisión	: El pago de los Valores de Titularización - Títulos de Deuda, se encuentra únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVGEO 01, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador. El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta emisión, sirviéndose de los derechos adquiridos sobre los flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos mensuales percibidos por LaGeo, S.A. de C.V.
Custodia y Depósito:	: La emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, está depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V., para lo cual será necesario presentarle el Contrato de Titularización de la emisión correspondiente y la certificación del asiento registral que emita la Superintendencia, a la que se refiere el inciso final del Artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.
Negociabilidad	: La negociación de los tramos de oferta pública se efectuará en la Bolsa de Valores por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa, en las sesiones de negociación que se realicen en la Bolsa de Valores. La fecha de negociación será comunicada a la Bolsa de Valores mediante certificación de punto de acta de Junta Directiva de la Titularizadora.
Mecanismos de Cobertura	: (i) Cuenta Restringida: se cuenta acumulado un saldo mínimo de una cuota de cesión de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores. (ii) Instrucción Irrevocable de Descuento: por medio de un contrato se compromete a que al agente colector (de igual manera al de respaldo) a transferir los flujos al Fondo de Titularización.
Destino de los Fondos de la Emisión	: Los fondos que LaGeo, recibió en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVGEO 01, serán invertidos por LaGeo para realizar operaciones determinadas como parte de la finalidad de la sociedad.
Caducidad del Fondo	: Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros a ser otorgado por LaGeo, S.A. de C.V. y la Titularizadora, dicha empresa procederá a enterar a la Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de Cuatrocientos Ochenta Millones Setecientos Ochenta Mil Dólares de Los Estados Unidos de América, en concepto del valor total que como contraprestación.

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

Instrumentos Clasificados

Características de los instrumentos calificados

DETALLE DE LA EMISIÓN	
CONCEPTO	DETALLE
Monto emitido	US\$287,620,000
Tasa Interés	5.8%
Plazo	180 meses
Periodicidad Pago Intereses	Mensual
Monto por la Entidad Mensual	US\$2,671,000 mensuales (mes 1-180)
Saldo de la emisión a la fecha	US\$225,217,642.00
Destino de los Fondos	Para realizar operaciones determinadas como parte de la finalidad de la sociedad.

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

DETALLE DE TRAMO EMITIDO						
Tramo	Monto Emisión (US\$)	Plazo (Meses)	Cantidad de Valores	Fecha de colocación	Fecha de Vencimiento	Valor Nominal Unitario (US\$)
Tramo 1	287,620,000	180	2,876,200	11 / 12 / 2014	11 / 12 / 2029	100

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

El monto de la emisión fue US \$287, 620,000 millones, con un plazo de ciento ochenta (180) meses; el cual fue representado por un solo tramo. La negociación de la emisión fue de oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa. El capital es amortizado de manera mensual al igual que los intereses. Tanto capital como intereses son pagaderos a través del procedimiento establecido por CEDEVAL, S.A. DE C.V.

Los ingresos recibidos por la colocación de los Valores de Titularización por el Fondo de Titularización (FTHVGEO 01) son invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos de cada mes de LaGeo, como producto de: a) Ingresos por venta de energía; b) Ingresos financieros; y c) Otros ingresos.

Destino de los fondos

Los fondos que LaGeo, en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, efectúe al Fondo de Titularización FTHVGEO 01, son invertidos por LaGeo para realizar operaciones determinadas como parte de la finalidad de la sociedad.

Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros

Mediante Escritura Pública de Cesión LaGeo, S.A., cede a título oneroso a Hencorp Valores S.A., como administradora del Fondo de Titularización - Hencorp Valores – LaGeo - FTHVGEO 01, todos los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros de los ingresos mencionados con anterioridad a partir del día uno de cada mes, hasta completar el monto de cada una de las ciento ochenta mensualidades cedidas. La suma máxima del total de las ciento ochenta cuotas cedidas será hasta un máximo de US\$480, 780,000.00.

Descripción de los Flujos Futuros

La cesión de los Flujos Futuros se compone en 180 pagos mensuales; hasta un máximo de US\$480, 780,000. Los flujos futuros cedidos de ingresos libres de impuestos se conforman por ingresos percibidos por: a) Ingresos por venta de energía; b) Ingresos financieros; y c) Otros ingresos. Los montos establecidos son libres de cualquier impuesto presente o que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo a LaGeo el pago a la administración tributaria o a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso apliquen.

Los flujos financieros futuros recibidos por Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores LaGeo 01 son utilizados para abonar únicamente cuando esto haga falta en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida (creada en el primer mes de emisión) hasta acumular un saldo mínimo de fondos equivalente al próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros, que servirán para el pago de capital, intereses, comisiones y emolumentos; obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; las comisiones a la Sociedad Titularizadora; el saldo de costos y gastos adeudados a terceros. Cualquier remanente que existiere después de cumplir con las obligaciones antes mencionadas se devolverá al Originador.

Operatividad de la Estructura de Titularización

Todo pago será realizado por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo Titularización a través de una cuenta de depósito bancario, abierta en un Banco debidamente autorizado por la SSF y esta será denominada: Cuenta Discrecional. El Fondo cuenta con las siguientes cuentas bancarias para el traslado de fondos y operatividad del Fondo de Titularización:

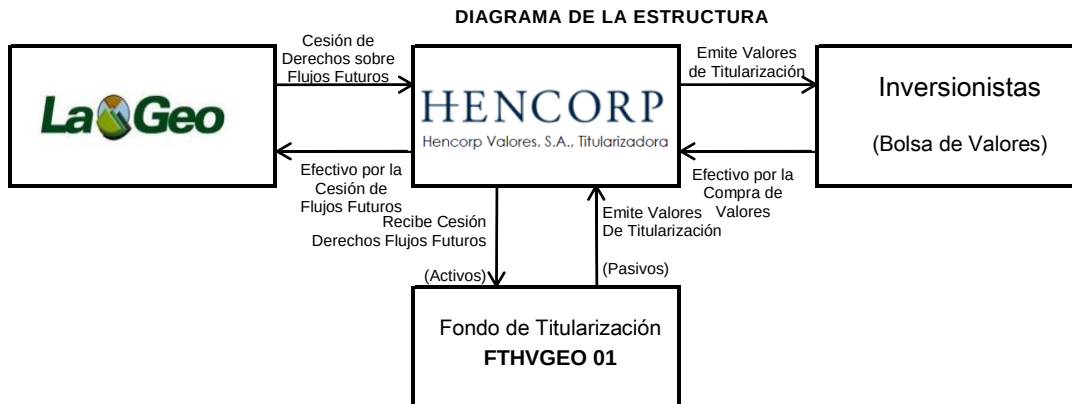
- **La Cuenta Discrecional:** Es la cuenta operativa donde se depositarán los ingresos provenientes de las cesiones de flujos del Originador.
- **La Cuenta Restringida:** Se constituyó a través de una provisión que es monto de una cuota de cesión, incluyendo capital e intereses de las mismas, y dicha cuenta se mantendrá fija por el resto de la emisión, destinando el 50% a Citibank El Salvador, S.A. y el 50% a Davivienda El Salvador, S.A.
- **Orden Irrevocable de Descuento:** Como respaldo operativo de la emisión, LaGeo, por medio del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros se compromete a transferir los montos de cesión mensual a través de girar la o las Instrucciones Irrevocables de Descuento, las cuales se mantendrán válidas y vigentes, mientras no se haya liquidado la totalidad de capital e intereses de la emisión del FTHVGEO CERO UNO, y que es ejecutada directamente por quienes hagan la función de colecturía de los ingresos que LaGeo, la cual es ejecutada inicialmente por la Unidad de Transacciones, S.A de C.V.

Las cuentas Discrecional y Restringida formarán parte del Fondo de Titularización y administradas por Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora.

A través de la Orden Irrevocable de Descuento establecida al colector autorizado independiente, se obliga al traslado de dichos fondos a la Cuenta Discrecional establecida por el Fondo y luego de haber cubierto la cesión de flujos futuros, se trasladarán los sobrantes de fondos al originador. Adicionalmente la Cuenta Restringida mantiene como saldo mínimo una cuota mensual de capital e intereses como reserva para el Fondo de Titularización.

Los ingresos por flujos futuros son recibidos por la Cuenta Discrecional, y estos mantendrán los siguientes destinos en el siguiente orden de prelación, según lo establecido por el contrato de cesión de flujos futuros:

- Abono a Cuenta Restringida con el objetivo de constituir dicha cuenta la cual tendrá como mínimo el monto de una cuota incluyendo intereses y principal, y luego esta únicamente se abonará cuando sea necesario.
- Pago de obligaciones a favor de Tenedores de Valores.
- Pago de comisiones a la Sociedad Titularizadora.
- Pago de saldo de costos y gastos adeudados a terceros.
- Cualquier remanente se devolverá al Originador.



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

Procedimiento en Caso de Mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda. Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión, habrá lugar a una situación de mora. Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y la Superintendencia del Sistema Financiero.

Resguardos Financieros

LaGeo, se encuentra sujeta a cumplir con los siguientes ratios financieros:

- **Deuda Total dividido entre Patrimonio:** Este ratio no podrá ser mayor a uno. A la fecha de análisis el indicador se encuentra por debajo de lo establecido resultando en 0.48 veces, cumpliendo con lo establecido en el prospecto.

- **EBITDA dividido entre Servicio de Deuda:** Este ratio no podrá ser menor a uno punto tres. A la fecha de análisis el indicador sobrepasa lo establecido resultando en 2.67 veces cumpliendo con lo establecido en el prospecto.
- **Total de Activos Circulantes dividido entre Total de Pasivos Circulantes:** Este ratio no podrá ser menor a uno. A la fecha de análisis, el indicador fue de 1.23 veces. Es importante resaltar que los Activos Circulantes a tomar en cuenta para el cálculo de dicho indicador no incluyen las cuentas por cobrar relacionadas, condición establecida por el estructurador.
- **Los Activos Productivos entre el Saldo Vigente de los Valores del Fondo de Titularización:** no deben ser menor a uno punto noventa veces (1.90): al 31 de diciembre el valor del ratio fue de 3.02 veces

Si alguno de los ratios descritos anteriormente no cumple su límite respectivo por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento sobre dichos indicadores financieros. En caso se dé un incumplimiento a estos ratios financieros, la Titularizadora deberá informarlo dentro de veinticuatro horas siguientes a la determinación del incumplimiento, a la Superintendencia y al Representante de Tenedores de Valores.

Causales de caducidad

LaGeo deberá enterar al Cesionario como Administrador del Fondo, el saldo que a esa fecha se encuentre pendiente, hasta completar la cantidad de U\$ 480, 780,000.00, en los casos siguientes:

- Si LaGeo, utiliza los fondos obtenidos de la venta de los derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de sus ingresos, en fines distintos a los establecidos en el contrato de cesión;
- Si sobre los ingresos percibidos por LaGeo, libres de impuestos, recayere embargo u otra medida cautelar impuesta por acciones de terceros sobre los mismos;
- Si en cualquier momento la Junta General de Accionistas, Junta Directiva vigente o la autoridad legalmente competente, resolviera modificar cualquiera de las condiciones consignadas en el contrato de cesión, en el contrato de administración de flujos financieros futuros otorgado entre LaGeo, y la Titularizadora, actuando esta como administradora del FTHVGEO 01, o en cualquiera de los acuerdos que sustentan el otorgamiento de los mismos, o bien, si se adoptaren medidas administrativas o legales que representen un cambio material adverso sobre los flujos que ha adquirido el Fondo incluyendo que no mantenga vigente y válidas la o las Ordenes Irrevocables de Descuento que se detallan en el Romano II, literal B), numeral 7) del contrato de cesión;
- En el caso que LaGeo, incumpliera con los ratios financieros establecidos y en el periodo de tres meses posterior al incumplimiento no haya podido solventar su situación de incumplimiento;
- Si el evento de mora a cargo de LaGeo, no fuere solventado en los términos que constan en el presente instrumento;
- Cuando los valores emitidos con cargo al FTHVGEO 01, no puedan colocarse en el mercado bursátil de conformidad con el Artículo setenta y seis de la Ley de Titularización de Activos;
- Si por cualquier motivo la OIP no fuera suscrita por las partes otorgantes de misma
- En general, por cualquier incumplimiento de las obligaciones que el contrato de cesión le correspondan a LaGeo.

En cualquiera de estos casos, será la Sociedad Titularizadora la responsable de invocar la caducidad e interponer las acciones correspondientes.

Mecanismo de redención anticipada

Redención de los Valores

Al cumplirse seis meses después de su colocación, los Valores de Titularización - Títulos de Deuda podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. La redención se efectuará al valor del principal a redimir, según aparezca anotado electrónicamente en los registros de CEDEVAL, S.A. de C.V. En caso de redención anticipada, el Fondo de Titularización por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia, a la Bolsa de Valores y a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. con quince días de anticipación. La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, debiendo realizarse por medio de transacciones en la Bolsa de Valores.

Procedimiento de Redención Anticipada de los Valores

El monto de capital redimido dejará de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago. En la fecha de redención de los valores, la Titularizadora, actuando en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, hará efectivo el pago según los términos y condiciones de los valores emitidos, debiendo realizarse por medio de transacciones en la Bolsa de Valores. En caso de realizarse la redención anticipada de los valores los Tenedores de Valores, estos recibirán el saldo insoluto parcial o totalmente de capital de los valores emitidos y los intereses acumulados a la fecha fijada para el pago. Transcurrido este plazo y si hubiese valores redimidos no pagados, la Titularizadora mantendrá por ciento ochenta días más, el monto pendiente de pago de los valores redimidos, el cual estará depositado en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida. Vencido dicho plazo, lo pondrá a disposición de los Tenedores de Valores mediante

depósito judicial a favor de la persona que acredite titularidad legítima mediante certificación emitida por CEDEVAL, S.A. de C.V.

Análisis de la Estructura

Los factores cuantitativos y cualitativos de los derechos sobre los flujos futuros a titularizar, el nivel crediticio del Originador (LaGeo), la estructura de titularización propuesta, el operador de las cuentas del Fondo de Titularización, el monto, el Tratamiento y Prevención de Desvío de Fondos. Finalmente, los aspectos legales involucrados en toda la transacción hacen que el fondo de titularización cuente con la cobertura necesaria para pagar a los inversionistas e incluso generar excedentes para la devolución al originador.

Al tratarse de una titularización de derechos sobre flujos futuros, cobra mayor importancia la capacidad de la entidad originadora (LaGeo), de crear dichos flujos que respalden la Emisión. En efecto, si la entidad cesa la capacidad de generarlos (flujos futuros), los inversionistas sufrirán pérdidas si los mecanismos de seguridad no son suficientes para cubrir el posible déficit. Es esta posibilidad de deterioro en la generación de nuevos activos la que determina que, en una titularización de derechos sobre flujos futuros, la clasificación de riesgo de la transacción esté fuertemente ligada al desempeño de la entidad que origina los flujos.

Factores de Riesgo

A continuación, se presentan los factores de riesgo asociados a la cesión derechos de flujos financieros futuros de LaGeo, S.A. de C.V.:

Riesgos del Fondo de Titularización

Riesgo de Mora: Este riesgo está asociado a una posible disminución en la generación de la energía eléctrica. Este riesgo se refiere a cualquier evento que redunde en una disminución en los ingresos de la empresa.

Riesgo Regulatorio: La empresa se rige por las leyes de El Salvador, con lo cual, los cambios regulatorios podrían ocasionar un impacto en la generación o transferencia de los flujos financieros futuros desde la empresa hacia el Fondo de Titularización, afectando así la liquidez y solvencia del Fondo.

Riesgo Estratégico: La empresa podría en cualquier momento tomar decisiones que repercutan en un cambio material adverso sobre los flujos de ingresos generados por la Institución.

Riesgos de la Emisión

Riesgo de Liquidez: El riesgo de liquidez de un inversionista en la presente emisión está relacionado con la incertidumbre en la venta de los valores en que ha invertido en el mercado secundario, o en la incertidumbre en la obtención de liquidez sobre su inversión a través de otros mecanismos del mercado de capitales.

Riesgo de Mercado: El riesgo de mercado se refiere a las posibles pérdidas en que pueden incurrir los inversionistas debido a cambios en los precios de los Valores de Titularización ocasionados por variables exógenas que atienden al mecanismo de libre mercado.

Perfil de la Titularizadora

Reseña

El 17 de diciembre de 2007 fue publicada de la Ley de Titularización de Activos, aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. El 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp constituyó una Sociedad Titularizadora en El Salvador, la cual se denomina Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

El Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero en sesión No. CD-47/2016, de fecha 29 de diciembre de 2016, autorizó la modificación del Pacto Social de la Sociedad Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, por transformación de la naturaleza jurídica de Sociedad Anónima a Sociedad de Responsabilidad Limitada, denominándose Hencorp Valores, Limitada, Titularizadora.

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora es el brindarles liquidez a activos propiedad del sector corporativo salvadoreño, regional y otras entidades del sector público, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales, introduciendo de esta forma, un mecanismo adicional que provea financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzca nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables.

Accionistas y Consejo de Gerentes

En el siguiente cuadro se detallan los principales Participantes Sociales y Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora:

Participantes Sociales	
Participantes Sociales	Participantes Sociales
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%
Total	100%

Concejo de Gerentes	
Cargo	Nombre
Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
Gerente Suplente	Felipe Holguín
Gerente Suplente	Roberto Arturo Valdivieso
Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés

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

Experiencia y participación de mercado

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora es una empresa autorizada por el regulador local para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. La Ley de Titularización de Activos fue aprobada en noviembre de 2007 y su normativa de aplicación, recién a inicios de 2010. Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales, lo que ha hecho posible que la Titularizadora al cierre del 2019 tenga colocados más de US\$851 MM en el mercado salvadoreño, equivalentes a más de 15 Fondos de Titularización que representan un 75.2% de participación total.

Gestión de riesgos

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, para mitigar los riesgos asociados a su correcto desempeño de sus actividades económicas y en cumplimiento con lo establecido en las Normas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades Bursátiles (NPR-11), emitidas por el BCR, ha elaborado un Manual de Gestión de Riesgos con el propósito de identificar, medir, controlar, monitorear y comunicar riesgos, metodologías y herramientas que se emplean en los diferentes procesos y líneas de negocio de Hencorp Valores y sus fondos administrados.

Adicional a lo anterior, Hencorp Valores cuenta con una Auditoría Externa, regulada por el BCR y supervisada por la SSF, para tener una amplia gama de acciones que le permitan el manejo óptimo de los riesgos que pudiesen afectar la estrategia, los procesos, los proyectos o las nuevas inversiones del negocio.

Resultados financieros

Por la naturaleza del negocio de la Titularizadora Hencorp Valores, LTDA., es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía, en ese sentido, al cierre del 2019 la Titularizadora presentó un incremento interanual en 0.8 p.p en su razón corriente pasando de 2.4 veces a 3.2 veces, significando una mayor capacidad financiera de la Titularizadora para responder a sus obligaciones de corto plazo.

LIQUIDEZ (VECES)					
Liquidez	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Razón Corriente	2.0	3.1	3.2	2.4	3.2

Fuente: Hencorp valores, S.A., Titularizadora / *Elaboración:* PCR

Así mismo, producto del crecimiento en las utilidades netas reportadas al cierre del 2019 que alcanzaron los US\$1,453 miles, agregada la estabilidad en el patrimonio y el comportamiento de los activos totales de la Titularizadora, los indicadores de rentabilidad con respecto a sus activos (ROA) y patrimonio (ROE) mejoraron interanualmente. El ROA reportó un incremento de 5.8 p.p. pasando de ubicarse en 28.8% para diciembre 2018 a situarse en 34.6% al cierre del año 2019, demostrando una mayor capacidad de los activos de la Titularizadora en la generación de utilidades. Así mismo, el ROE mejoró en 1.5 p.p. (diciembre 2018: 49.1% vs. diciembre 2019: 50.6%), demostrando mayores niveles de rentabilidad para retribuir a los accionistas.

ROA Y ROE (%)					
Rentabilidad	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
ROA	24.5%	34.4%	34.6%	28.8%	34.6%
ROE	49.4%	50.6%	49.9%	49.1%	50.6%

Fuente: Hencorp valores, S.A., Titularizadora / *Elaboración:* PCR

Entorno Económico¹

Entorno económico

De acuerdo con la última medición del PIB publicada por el Banco Central de Reserva (BCR), al cierre del año 2019 la tasa de crecimiento económico del país se ubicó en 2.38%, similar a la registrada en el año 2018 (2.44%) y superior al promedio anual observado durante los últimos cinco años (2.2%). El crecimiento del país se vio influenciado por la recuperación económica mostrada al segundo y tercer trimestre de 2019, ambos trimestres con tasas de crecimiento interanuales del 3.0%, lo cual significó una reversión de la tendencia hacia la baja durante los cinco trimestres previos.

Desde el enfoque de la demanda, el elemento que mostró el mayor aporte al crecimiento fue el consumo privado, el cual reflejó una contribución de 2.19%, no obstante esta contribución fue levemente menor a la registrada en el año 2018 (2.59%), de tal forma que el comportamiento del consumo privado estaría influenciado por el desempeño de las Remesas Familiares las cuales constituyen un ingreso disponible para el gasto de consumo de las familias salvadoreñas y que a diciembre 2019 alcanzaron un valor de US\$5,648.96 millones, equivalente a un aumento de US\$258.4 millones (+4.8%) respecto a diciembre de 2018. La dinámica de las Remesas estaría asociada al comportamiento positivo del mercado laboral estadounidense donde la tasa de desempleo hispana disminuyó cuatro puntos básicos pasando de 3.9% en diciembre de 2018 a 3.5% en diciembre de 2019, reflejando una mayor ocupación de este segmento de población. Por su parte, las importaciones presentaron una contribución al crecimiento del PIB de 1.85%, menor al 2.47% reportado en el año 2018, influenciado por la desaceleración de estas que pasaron de registrar una tasa de crecimiento de 5.5% en 2018 a 3.8% en 2019.

Por el lado de la oferta, los sectores que reflejaron una mayor contribución al crecimiento fueron: la Construcción (0.49%), Actividades Financieras y de Seguros (0.29%), Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado (0.26%), y la Industria Manufacturera (0.22%). En cuanto al sector construcción este sigue siendo impulsado por la continuidad de proyectos de infraestructura residencial tales como condominios y torres de apartamento, así como edificios para centros comerciales y de oficina.

Las Actividades Financieras y de Seguros se han visto beneficiadas por la abundante liquidez de la economía y el crecimiento de las primas. A diciembre de 2019, los depósitos totales reportados por el sistema bancario ascendieron a US\$13,679.27 millones, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 11%. Mientras que la cartera crediticia se ubicó en US\$12,863.5 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 5.2%. En cuanto al sector seguros, este resultó favorecido por el crecimiento de las primas productos que presentaron un monto de US\$758.94 millones, reflejando una tasa de crecimiento de 4.93%.

En cuanto a la Industria Manufacturera, su contribución al crecimiento estaría asociada a la fabricación de productos minerales no metálicos, así como la fabricación de metales comunes y productos metálicos, actividades que se encuentran relacionada a la dinámica del sector construcción.

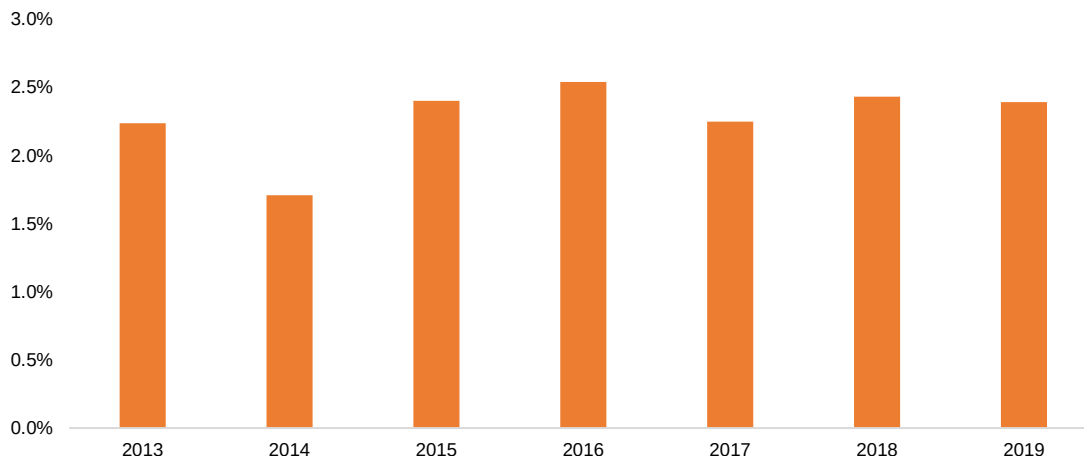
Por su parte, el sector de suministro de electricidad se ha visto beneficiado por la reducción de los precios del petróleo lo cual permite que empresas locales muestren una mayor generación de energía eléctrica. A diciembre de 2019, la generación de energía térmica que se obtiene a base de derivados del petróleo alcanzó los 1,606.1 GWh, equivalente a un incremento de 426.5 GWh (+36.16%), mientras que en diciembre de 2018 había reflejado una reducción de -27.5%. En este sentido, la generación eléctrica nacional transada durante el año 2019 fue de 5,189.7 Gigavatios/hora, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 8.6%.

El PIB Nominal en el 2019 acumuló los US\$27,022.64 millones, con un incremento nominal interanual de \$905.24 millones (equivalente a una tasa de crecimiento de 3.47% anual), siendo menor a lo observado en el año previo cuando se registró un 4.55%.

En cuanto a los principales precios de la economía, el Índice de Precios del Consumidor se ubicó en 112.29 en diciembre de 2019 con una variación interanual de 0%, por debajo del 0.43% registrado en diciembre de 2018, este proceso des-inflacionario estaría relacionado a la reducción de precios en las divisiones de Alojamiento, Agua y Electricidad y Prendas de vestir que registraron tasas de -2.31% y -1.85%, respectivamente. Mientras que la división de Transporte solamente registró un crecimiento de 0.49%. Cabe destacar que las divisiones anteriormente mencionadas tienen una participación dentro de la canasta de bienes y servicios del IPC de 29.85%, por lo que sus variaciones inciden en buena parte en la inflación general.

¹ Con fuente de información suministrada por el BCR con Base de Datos Económica al 31 de diciembre de 2019.

VARIACIONES ANUALES DEL PIB 2013-2019 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

Análisis del Sector Energético

Reseña

El mercado de electricidad de El Salvador se encuentra regulado por la SIGET, institución que fue creada por Decreto Legislativo N.º 802 de fecha 12 de septiembre de 1996; institución autónoma de servicio público sin fines de lucro, con atribuciones para aplicar las normas contenidas en tratados internacionales sobre electricidad y telecomunicaciones vigentes en El Salvador, en las leyes que rigen los sectores de Electricidad y de Telecomunicaciones, y sus reglamentos, así como aplicar de conformidad con lo establecido en la Ley General de Electricidad, la protección de los derechos de los usuarios y de todas las entidades que desarrollan actividades en el sector.

Participantes del mercado de electricidad de El Salvador

El sector eléctrico del país está compuesto por distintos agentes los cuales en conjunto integran el Mercado Mayorista de Energía. La distribución de dichos agentes se describe a continuación.

- **Empresas Generadoras:** son las que poseen las centrales de producción de energía eléctrica que comercializa en forma total o parcial.
- **Agente Transmisor:** Es la entidad poseedora de instalaciones destinadas al transporte de energía eléctrica en redes de alto voltaje. En el caso del país, el propietario y responsable del mantenimiento y expansión del sistema de transmisión es la Empresa Transmisora de El Salvador (ETESAL).
- **Comercializador:** Son los encargados de la compra la energía eléctrica a otros operadores con el objetivo de revenderla. Estos están sujetos al Reglamento del Mercado Regional de Electricidad entre los países centroamericanos, así como a la normativa nacional. Actualmente, en el país existen 33 empresas comercializadoras.
- **Distribuidora:** Son las poseedoras y operadoras de instalaciones de distribución, cuya finalidad es la entrega de energía eléctrica en redes de bajo voltaje mediante sus redes de suministro. De acuerdo con la SIGET, existen 7 empresas distribuidoras en el país.
- **Ente Regulador:** Es el encargado de aplicar la normativa y reglamentos para el buen funcionamiento del mercado.

Entidades Regulatorias

El rol normativo del sector eléctrico lo ejerce el Consejo Nacional de Energía (CNE), que tiene la misión de elaborar, proponer, coordinar y ejecutar las políticas, programas, proyectos y acciones que tengan como fin un eficiente funcionamiento de las actividades de generación, transporte y distribución de la energía eléctrica.

Cabe señalar, que SIGET trabaja junto con la Superintendencia de Competencia con el objetivo primordial de proteger las actividades del sector eléctrico, sujetas a regímenes de competencia, lo que provee de fortaleza al sector que se rige por un marco legal sólido el cual no puede ser modificado sin el consenso de todos sus participantes.

El Plan indicativo de la Expansión de la Generación Eléctrica de El Salvador 2018 – 2035, contempla la Política Energética, para dar respuesta a la demanda de energía prevista, la cual incluye instalar mayor capacidad, a través de proyectos renovables, geotérmicos, térmicos o mediante intercambios con los sistemas eléctricos vecinos y el fomento de las fuentes renovables de energía. Dando continuidad a los lineamientos estratégicos y el esfuerzo conjunto entre el CNE, la SIGET, las empresas Distribuidoras de energía eléctrica y otros actores públicos y privados del país han

promovido un marco regulatorio para impulsar la inversión en fuentes de energía renovable no convencional, dando pie a procesos de licitación en Contratos de Largo Plazo, siendo instrumentos que permitirán la diversificación en la matriz energética por fuentes limpias de energía que permitirán estabilidad en el pliego tarifario. Por su parte, la Unidad de Transacciones es la institución encargada de administrar y asegurar la calidad del suministro.

De igual manera, se han realizado regulaciones para motivar la inversión en energías renovables por medio de incentivos fiscales, a través de la Ley de Incentivos Fiscales para el Fomento de las Energías Renovables en la Generación de Electricidad, obteniendo diez años con exención del pago de los Derechos Arancelarios de importación de máquinas, equipos, materiales e insumos, excepciones de impuesto sobre la renta por la comercialización de energía y el pago de todo tipo de impuesto sobre los ingresos de la venta de las Reducciones Certificadas de Emisiones.

Esquemas tarifarios en Mercado Mayorista

El mercado de energía eléctrica en El Salvador está basado en la remuneración a los participantes del mercado generador, con base a sus costos de producción y por contratos financieros, esto de acuerdo con el Reglamento de Operación del Sistema de Transmisión y del Mercado Mayorista Basado en Costos de Producción (ROBCP). Además, opera bajo dos modalidades, por medio del mercado de contratos establecido en el artículo 86-A del Reglamento de la Ley General de Electricidad, las distribuidoras se encuentran obligadas a seguir suscribiendo contratos, al menos hasta cubrir el 80% de la demanda máxima incluyendo convenios entre operadores en forma independiente (bilateral). El remanente se comercializa en el Mercado Regulador del Sistema por medio de contratos a corto plazo, y de acuerdo con el reglamento de la Ley General de Electricidad en el artículo 69, los precios y condiciones de los contratos de suministro de energía entre operadores estarán limitados únicamente por la voluntad de las partes y por la Ley, para su perfeccionamiento no será necesaria la intervención de terceros.

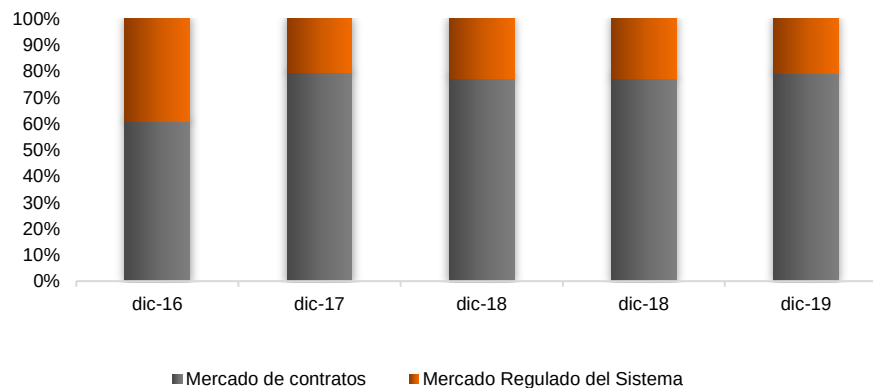
En el Mercado Regulador del Sistema o mercado Spot, el precio lo define la unidad marginal en cada hora de tal forma que este puede variar de una hora a otra, por su parte, en el Mercado de Contratos, el precio de la energía se define mediante procesos de licitación de libre concurrencia y es el ente regulador quien define el techo de cada licitación.

En ambos mercados el precio de la energía está estructurado de la siguiente forma:

- **Componente del precio de la energía (PEN):** Representa aproximadamente el 85% del Precio de la Energía a Tarifa (PET), la demanda paga la energía que consume hora a hora, remunera al generador por sus costos variables de generación (combustible y no combustible)
- **Componentes de Cargo de Sistema (CSIS):** Tiene una representación de aproximadamente el 7% del PET, la demanda paga servicios auxiliares, pérdidas del sistema, así como el servicio de la UT y SIGET. Asimismo, dentro de este componente se incluye el Cargo por Capacidad que representa aproximadamente el 8% del PET y tiene que ver con aquellas remuneraciones relacionadas a costos de inversión y costos fijos de operación del generador, costos de transmisión, entre otros,

A diciembre de 2019, las cifras de la UT mostraron que el mercado de contratos ascendió a 5,040.8 GWh, obteniendo una representación del 79.2% del total de la energía consumida, levemente por encima de lo registrado en diciembre de 2018, cuando representó el 77.3%; lo que garantiza a los generadores la compra de su energía por un período de tiempo en el largo plazo, además de estabilizar el precio de la energía.

INYECCIÓN POR TIPO DE MERCADO



Fuente: UT, S.A. / Elaboración: PCR

Pliego Tarifario a usuarios finales

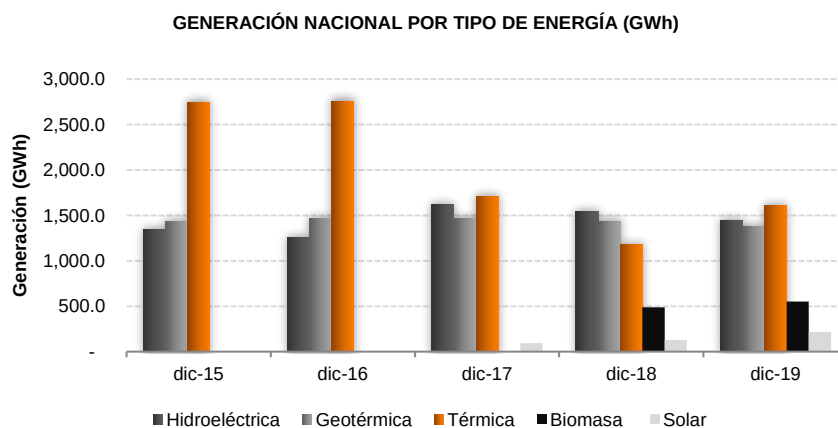
De acuerdo con la Ley General de Energía en el Artículo 67, los cargos por uso de la red de distribución son calculados usando una metodología² establecida por SIGET que toma en cuenta los costos promedio de inversión, operación y mantenimiento de la red de distribución. El cargo promedio por uso de la red de distribución expresado en US\$/kW/mes, se calcula con base en la capacidad requerida a cada nivel de tensión, sin tomar en cuenta la energía suministrada.

El precio de energía eléctrica se encuentra compuesto por los cargos de comercialización, cargos de energía y cargos de distribución con base a los datos del MRS proporcionados por la Unidad de Transacciones y los precios de los Contratos de Largo Plazo Trasladales a Tarifas. Se consideran demandas pequeñas los que consumen entre cero y diez kW/mes, cabe mencionar que El Gobierno de El Salvador subsidia el consumo de energía a clientes residenciales cuyo consumo se encuentre entre 1 kWh y 105 kWh. El rango entre los 10 kW hasta 50 kW corresponde a las medianas demandas y el requerimiento mayor de 50 kW pertenece a las grandes demandas. Para mantener un control sobre el precio de energía, el Gobierno de El Salvador establece un pliego tarifario, del cual se revisa cada 3 meses sobre el costo de energía y cada 5 años sobre el costo de comercialización y distribución.

Análisis cuantitativo

Generación nacional de energía

A diciembre de 2019, la generación nacional de energía se ubicó en 5,189.7 GWh, equivalente a un crecimiento interanual de 8.60%, siendo impulsada por el incremento en la energía térmica que tuvo un incremento de 426.56 GWh (+36.16%), seguido por la energía solar (+87.53 GWh; 67.69%) y biomasa con 62.86 GWh (+12.86%) más que en diciembre de 2018. Por su parte, la generación hidroeléctrica y geotérmica presentaron una tasa de variación de -6.57% y -4.48%, respectivamente. Para el caso de la generación hidroeléctrica, la reducción estaría relacionada a la presencia de sequía durante los primeros meses de la estación lluviosa, mientras que la geotérmica se vio afectada por los trabajos de remodelación en una de las dos centrales existentes en el país. Cabe mencionar que las centrales de generación provenientes de fuentes renovables como: hidroeléctrica, geotérmica, biomasa y fotovoltaica, representaron el 69.05% de la generación total de energía, mientras que el 30.95% restante estuvo compuesto por la generación de energía térmica que utiliza como materia prima productos derivados del petróleo como el Bunker y Diesel.



Fuente: UT, S.A. / **Elaboración:** PCR

Durante los últimos cinco años se ha observado una transformación en la matriz energética nacional, ya que la participación de energía no renovable como la térmica ha mostrado en términos generales una menor participación, al pasar de un 49.63% en el año 2015 a 30.95% en el año recién pasado. Mientras que la participación de fuentes renovables como la biomasa y solar han cobrado mayor importancia, en cuando a la generación de energía proveniente de biomasa se ha visto beneficiada principalmente por fusiones entre empresas generadoras e ingenios productores de caña de azúcar lo cual ha permitido incrementar la capacidad instalada de dicha tecnología. Por su parte, los proyectos de energía solar han tomado mayor relevancia como resultado de la Ley de Incentivos Fiscales para el Fomento de las Energías Renovables en la Generación de Electricidad, la cual establece facilidades fiscales a personas naturales o jurídicas que realicen inversiones en proyectos de instalación o ampliación de centrales de generación utilizando fuentes renovables.

² Metodología para la determinación de los cargos de distribución y comercialización.

Generadores

A diciembre de 2019, el sistema de generación que forma parte del Mercado Mayorista se encuentra compuesto por 21 empresas, de las cuales dos son empresas públicas: la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL) y LAGEO, las cuales dominan la generación de energía hidroeléctrica y geotérmica, respectivamente. Al periodo de análisis la CEL se ubicó como la empresa con mayor generación energética al sumar 1,442.5 GWh proveniente de las cuatro plantas hidroeléctricas que administra y existen actualmente en El Salvador: Guajoyo, 5 de noviembre, 15 de septiembre y Cerrón Grande. Mientras que LAGEO, se posicionó en segundo lugar registrando una inyección de 1,372.7 GWh, la empresa administra dos plantas geotérmicas: Ahuachapán y Berlín que a partir del 12 de diciembre de 2014, luego del acuerdo entre la empresa Enel Green Power S.p.A y la Estatal salvadoreña, las acciones de la LaGeo se encuentran a manos de Inversiones Energéticas (INE) empresa subsidiaria de la CEL; de tal forma a que a diciembre de 2019, las inyecciones de estas dos empresas públicas representan el 54.2% del total de la generación local.

Por otra parte, las cuatro principales empresas generadoras de energía a base de combustible fósil mostraron un importante incremento, siendo lideradas por INE con un aumento de 184.1 GWh respecto de diciembre de 2018, seguido por TERMOPUERTO (+99.6 GWh), NEJAPA POWER (+83.6 GWh) y ORAZUL ENERGY (+66 GWh).

De acuerdo con el último informe presentado por la SIGET, la capacidad disponible a diciembre de 2018 ascendía a 1,867.81 MW, representada de la siguiente manera: Térmica (43%), Hidráulica (32%), Biomasa (11%), Geotérmica (10%) y Fotovoltaico (4%).

Generación de Energía Eléctrica por participante (GWh)

PARTICIPANTE	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Hidroeléctrica				
CEL	1,257.5	1,615.0	1,543.7	1,442.5
Geotérmica				
LAGEO	1,467.2	1,459.9	1,437.3	1,372.7
Bunker y Diesel				
BOREALIS	4.2	0.1	1.0	0.7
GECSA	6.3	1.0	0.0	0.1
HILCASA ENERGY	0.0	0.2	0.6	0.1
HOLCIM	0.1	10.6	4.3	13.2
INE	440.0	237.0	213.3	397.4
NEJAPA POWER	387.3	22.8	69.0	152.6
ORAZUL ENERGY	1,002.4	691.9	629.2	695.2
TERMOPUERTO	462.9	293.2	233.2	332.8
TEXTUFIL	58.5	19.0	25.3	13.7
Biomasa				
CASSA	100.1	77.9	85.6	76.8
INGENIOS (La Cabaña, Chaparrastique, El Ángel, Jiboa)	294.7	355.0	403.1	474.8
Solar				
ACAJUTLA ENERGÍA SOLAR	0.0	0.0	0.0	45.2
AES CLESA	0.0	0.0	0.2	0.1
PROVIDENCIA SOLAR	0.0	94.8	129.2	130.9
PROYECTO LA TRINIDAD	0.0	0.0	0.0	32.7
CAPELLA SOLAR	0.0	0.0	0.0	8.0

Fuente: Unidad de Transacciones / Elaboración: PCR

Inyecciones y transacciones internacionales

De acuerdo con la Unidad de Transacciones, a diciembre de 2019 la inyección de energía eléctrica ascendió a 6,639.5 GWh, equivalente a un crecimiento de 0.56% respecto de diciembre de 2018, siendo estimulada por la generación energética nacional, no obstante, la inyección energética resultó frenada por la reducción de las importaciones que presentaron una caída del orden de -20.52%, especialmente por menos compras de energía a Guatemala. Cabe

mentonar que las importaciones de energía han mostrado un comportamiento irregular durante los últimos cinco años, mostrando una correlación con el movimiento de los precios del petróleo, es decir; que cuando los precios del petróleo disminuyen, las importaciones también tienden a disminuir debido a un efecto sustitución de importación por generación de energía nacional, particularmente térmica.

INYECCIONES DE ENERGÍA AL MME (GWh)

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Generación Nacional Transada	5,523.3	5,482.7	4,879.0	4,778.6	5,189.8
(+) Importaciones	1,190.6	1,065.6	1,674.8	1,823.9	1,449.7
Total Inyecciones MME	6,713.3	6,547.1	6,553.2	6,602.5	6,639.5

Fuente: Unidad de Transacciones / Elaboración: PCR

Demanda Mercado Mayorista Energético

La demanda acumulada en el MME se ubicó en 6,362 GWh, equivalente a una tasa de variación de -0.89% respecto de diciembre de 2018, comportamiento que estaría asociado a la reducción del consumo interno. Por su parte, las exportaciones de energía sumaron 160.4 GWh significando una tasa de crecimiento de 124.54%, el principal destino de las exportaciones de energía fue Guatemala, país al que se exportó el 64.4% del total de las exportaciones de energía siendo equivalente a US\$8.8 millones³. Las pérdidas de transmisión fueron de 90.6 GWh, similar a las presentadas en el mismo periodo del año anterior.

Demanda acumulada en el Mercado Mayorista Energético (GWh)

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Total Inyecciones MME	6,713.3	6,547.1	6,553.2	6,602.5	6,639.5
(-) Exportaciones	285.3	77.5	89.6	64.8	155.9
(-) Pérdida de transmisión	117.3	114.5	119.5	118.5	121.5
Demanda MME	6,310.7	6,355.1	6,344.1	6,419.2	6,362.0

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

La disminución de la demanda local de energía podría estar relacionada a dos factores en particular, el primero: la desaceleración del PIB de la Industria Manufacturera⁴, afectado por la desaceleración de sus exportaciones, especialmente por la contracción de las exportaciones de prendas de vestir (-10.7%) y la fabricación de metales comunes (-12.8%), actividades que tienen una considerable participación dentro de las exportaciones del sector⁵ y que consumen una parte importante de energía en sus procesos productivos. En segundo lugar se destaca el incremento de los proyectos de autoproducción de energía través de plantas fotovoltaicas, los cuales de acuerdo al CNE está teniendo un impacto directo en la reducción de la demanda ya que esta se ve reducida por el aumento de usuarios finales que deciden desarrollar sus propios proyectos para abastecerse, dentro de los proyectos que pueden mencionarse se encuentran las plantas de empresas como Holcim, Indufoam, AVX El Salvador, Sykes, Grupo Miguel, entre otros.

Distribuidores

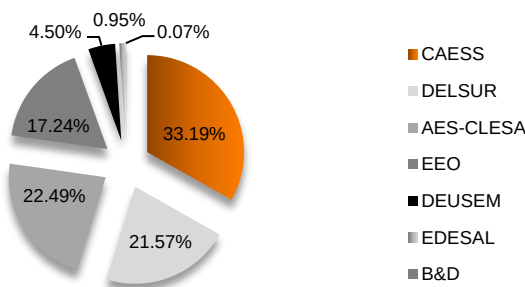
De acuerdo con la última información publicada por la SIGET, las distribuidoras de energía reportan un total de 1,823.42 miles de clientes atendidos por siete compañías distribuidoras eléctricas de capital privado. Cada una opera en un marco geográfico no concesionado, aunque delimitado por zonas. La Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador S.A. de C.V. (CAESS) representa el 33.2% del total de clientes del país concentrados en las zonas de Chalatenango, Cuscatlán, Cabañas y la Zona Norte de San Salvador, seguido por Distribuidora de AES CLESA & Cía. S. en C. de C.V. con el 22.49% y Electricidad del Sur S.A. de C.V. con el 21.57%, juntas representan el 77.25% de los clientes del país.

³Guatemala es también el principal origen de las importaciones de energía con el 88.2% del total de la energía importada y que a diciembre de 2019 fue equivalente a una factura de US\$155.6 millones. Este fortalecimiento en los flujos comerciales de energía se debe a la participación de ambos países en el Sistema de interconexión Eléctrica para los Países de América Central (SIEPAC) Sistema que permite el funcionamiento del Mercado Eléctrico Regional y que además facilita la compra de energía por parte de aquellos países que lo necesiten cuando la demanda local supere sus posibilidades o la venta de excedentes de energía más barata.

⁴De acuerdo con el Cuadro de Oferta y Utilización del año 2016 presentado por el Banco Central de Reserva de El Salvador, el sector de la Industria Manufacturera demanda aproximadamente el 40% de la producción total de energía.

⁵A diciembre de 2019 las exportaciones de prendas de vestir representaron el 31.5% de las exportaciones industriales, mientras que las de metales comunes el 5.3%

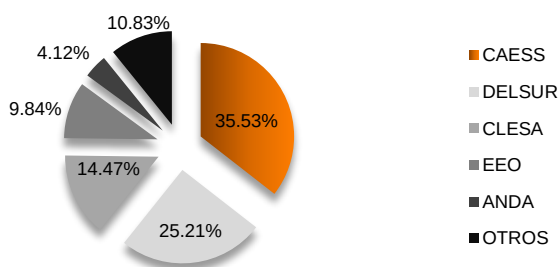
Participación en clientes de distribuidoras



Fuente: SIGET / Elaboración: PCR

A diciembre de 2019 las cifras de la Unidad de Transacciones muestran que CAESS es la empresa que más demanda energía con una participación del 35.53% de la demanda total (incluyendo Contratos y MRS), acorde al mayor número de usuarios que posee la distribuidora en relación con el sector, seguido por DELSUR con el 25.21%, CLESA con el 14.47% y EEO con el 9.84%, juntas representaron el 85.0% de la demanda total de energía.

Distribuidoras de energía



Fuente: Unidad de Transacciones / Elaboración: PCR

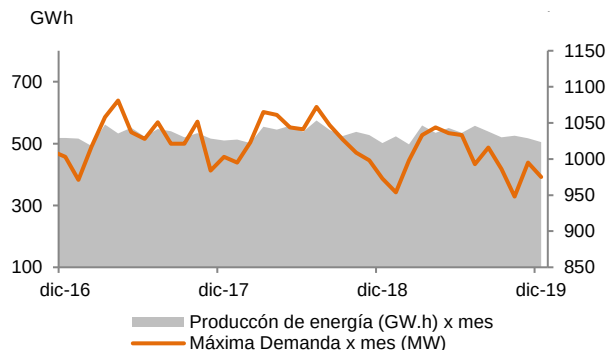
Costos y precios de la energía

En el Mercado Mayorista, el precio por MW hora muestra dos componentes: el costo marginal promedio que es definido como el costo por incurrir en una unidad adicional de energía por cada hora y el costo del cargo del sistema que representa aproximadamente el 12.8% del precio por Megavatio. Cabe mencionar que el costo marginal presenta una mayor variabilidad ya que se ajusta según las demandas de corto plazo de las distribuidoras y los consumidores.

A diciembre de 2019, el precio promedio del MWh en el Mercado Regulador del Sistema se ubicó en US\$81.28, inferior en 19.7% al reportado en diciembre 2018. Una de las principales razones que generó los menores precios de la energía estaría relacionado a la disminución de los precios del petróleo. En este sentido el principal precio de referencia para El Salvador es obtenido a través del precio del Petróleo West Texas Intermediate (WTI), el cual se ubicó a diciembre de 2019 en un promedio de US\$57.20 el barril⁶, equivalente a una reducción del 16% respecto al mismo periodo anterior.

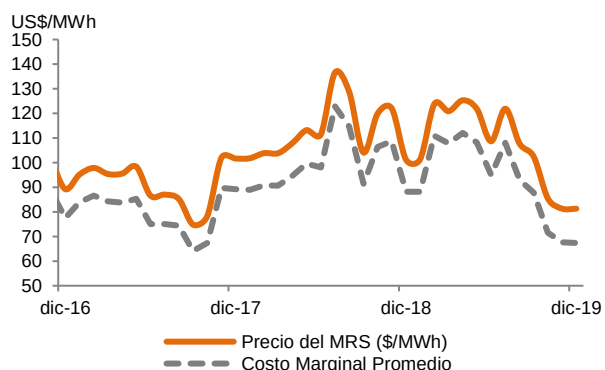
⁶ Precio promedio del barril de petróleo (WTI). Recuperado de: <https://es.investing.com/commodities/real-time-futures>

PRODUCCIÓN DE ENERGÍA Y MÁXIMA DEMANDA



Fuente: UT S.A / Elaboración: PCR

COSTO MARGINAL PROMEDIO Y PRECIO DEL MWH



Fuente: UT, S.A / Elaboración: PCR

Asimismo, el promedio de los cargos variables de energía, que corresponde al mecanismo para trasladar los costos de potencia y energía a los usuarios finales también experimentó una tendencia hacia la baja al ubicarse en 0.12 US\$/KWh, menor al 0.15 US\$/KWh registrado en diciembre de 2018.

Proyección de Generación Eléctrica

Durante el mes de enero de 2020, El Gobierno de El Salvador firmó un memorando de entendimiento con funcionarios del Gobierno Estadounidense el cual busca por medio del programa "América crece" a apoyar a países centroamericanos en áreas de infraestructura y proyectos de energía. En este sentido, de acuerdo con las cifras proyectadas por el Consejo Nacional de Energía⁷, tomando en cuenta el escenario base de la Demanda Energética del país del año 2018 (6,538 GWh), se estima que ésta crezca a una tasa promedio de 1.3% cada año durante el periodo de 2018-2028. De tal forma que al finalizar el año 2028, la Demanda de Energía se ubicaría en 7,403 GWh. Para dar cumplimiento a dicha demanda, se muestra a continuación una lista de proyectos seleccionados por el CNE, los cuales permitirán asegurar la cobertura de la Demanda Energética futura.

Proyectos confirmados a desarrollar a partir de 2019

Nombre	Tipo	MW	Inversión (\$/Kw)	Año probable
Trinidad (46 KV)	Fotovoltaica	34.0	2,800	2019
Trinidad (34.5 KV)	Fotovoltaica	6.0	2,800	2019
Trinidad (115 KV)	Fotovoltaica	20.0	1,900	2019
Capella Solar	Fotovoltaica	100.0	1,500	2020
EcoSolar	Fotovoltaica	9.9	1,515	2020
Sonsonate Energía	Fotovoltaica	10.0	1,500	2020
Ventus	Eólica	50.0	2,283	2020
Chaparral	Hidroeléctrica	65.7	2,200	2021
Total	Renovable	295.6	-	-
Energía del Pacifico	Gas Natural	380.0	2,116	2021

⁷ CNE, Actualización del Plan Indicativo de la Expansión de la Generación Eléctrica 2019-2028. Sitio web oficial: www.cne.gob.sv

Total	-	675.6	-	-
--------------	---	--------------	---	---

Fuente: CNE / Elaboración: PCR

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

Cabe destacar que los proyectos del grupo "Trinidad" ya han finalizado y se encuentran operando desde inicios de este año, por su parte el proyecto Capella Solar tiene un avance del 90% y una de sus fases ya se encuentra en funcionamiento. De la misma forma, la planta de Gas Natural desarrollada por Energía del Pacífico, está en proceso de construcción, luego de haber obtenido todos los permisos necesarios. Los demás proyectos están en proceso de trámites ambientales y permisos de construcción, por lo que se espera que algunos comiencen sus operaciones desde el año 2020.

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

Análisis del Originador.

LaGeo, es una empresa generadora de energía eléctrica a base de recursos geotérmicos que surge en el año de 1999 como parte del proceso de modernización del Estado salvadoreño.

Actualmente, cuenta con dos campos y centrales en operación, la central geotérmica Ahuachapán y la central geotérmica Berlín en Alegría, departamento de Usulután, desde las cuales aporta una cuarta parte de la energía eléctrica que se produce en el país, convirtiendo a El Salvador en uno de los países que hace más uso de la geotermia en su matriz energética en el mundo.

También tiene los derechos de concesión de los campos geotérmicos de San Vicente y de Chinameca, que actualmente se encuentran en la fase de exploración y evaluación del recurso para su potencial desarrollo en ambos campos. Adicionalmente trabaja en desarrollar nuevos proyectos energéticos, con el fin de contribuir a satisfacer la creciente demanda de energía eléctrica del país. A la fecha de análisis la capacidad instalada se mantiene en 204.4 MW. En cuanto al precio de venta neto⁸, este mostró una disminución de -US\$1.33 GWh en promedio entre 2018-2019, influenciado por los precios internacionales del petróleo, afectando los precios del mercado spot y los tarifarios⁹. Las ventas de LaGeo se componen del 68% de contratos y 32% spot.

Contratos Vigentes

Cliente	Precio de venta (\$/MWh)	MW	Vigencia	
DENERGIE	PETT x Descuento 1	15.000	01/01/15	31/12/20
CECSA	CMO- Descuento 2	10.000	22/07/15	07/02/21
HANESBRANDS	Descuento según CMO	10.000	08/02/20	07/02/25
MW ENERGY	CMO- Descuento3	10.300	05/10/19	04/10/21
DEL SUR	103.12	28.544	01/12/16	31/12/20
CAESS	103.12	36.664	01/12/16	31/12/20
CLESA	103.12	15.665	01/12/16	31/12/20
EEO	103.12	12.729	01/12/16	31/12/20
DEUSEM	103.12	2.673	01/12/16	31/12/20

⁸ Precio de venta neto: Spot+ Contratos

⁹ Los precios tarifarios sirven como referencia principal para el precio de venta de contratos.

B&D	103.12	0.848	01/12/16	31/12/20
EDESAL	103.12	2.877	01/12/16	31/12/20

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

Los lineamientos sobre la estrategia de venta pretenden la diversificación comercial, que signifique un beneficio para los intereses de LaGeo S.A. de C.V., según las oportunidades de venta de potencia y energía que se presenten en las siguientes opciones: A) contratos mediante procesos de libre concurrencia. B) contratos bilaterales con distribuidores, comercializadores independientes y usuarios finales. C) venta de mercado regulador del sistema. Además, los porcentajes de venta serán divididos de forma balanceada entre las opciones mencionadas, según lo evalué la Junta Directiva. Por su parte, la asignación, precio, periodo y condiciones generales de los contratos bilaterales será aprobada por esta junta directiva.

Gobierno Corporativo del Originador

LaGeo S.A. de C.V. es Subsidiaria de Inversiones Energéticas, S.A. de C.V., compañía descentralizada del Gobierno de El Salvador y Subsidiaria de la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL). La compañía fue constituida el 31 de julio de 1998 bajo la denominación de Geotérmica salvadoreña, S.A. de C.V., conforme a las Leyes de la República de El Salvador como una Sociedad Anónima de Capital Variable e inició operaciones el 1 de noviembre de 1999. Con fecha 5 de junio de 2003, se acordó mediante escritura pública de modificación de sociedades, cambiar la denominación social de la Compañía por el nombre de LaGeo S.A. de C.V.

Luego del acuerdo entre la empresa Enel Green Power S.p.A y la Estatal salvadoreña el 12 de diciembre de 2014, las acciones de la LaGeo se encuentran en manos de Inversiones Energéticas (INE) empresa subsidiaria de la CEL.

La actividad principal es la generación y comercialización de energía eléctrica a partir de los recursos geotérmicos. Actualmente la compañía opera las centrales geotérmicas de Ahuachapán y Berlín, ubicadas en los Departamentos de Ahuachapán y Usulután, respectivamente.

Accionistas

En el siguiente cuadro se detallan los principales accionistas de LaGeo S.A. de C.V., según el Libro de Registro de Accionistas compuesto por 37,039 miles acciones con valor nominal de US\$ 10 cada una.

ACCIONISTAS DE LAGEO S.A. DE C.V.

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

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

Junta Directiva

En el siguiente cuadro se detalla la Junta Directiva de LaGeo, S.A. de C.V.

JUNTA DIRECTIVA DE LAGEO, S.A. DE C.V.

Director	Cargo
Ing. Daniel Ernesto Rodríguez Mena	Director Presidente
Lic. Luis Mario Soriano García	Director Secretario
Arq. David Antonio López Villafuerte	Primer Director
Dr. Alberto Antonio Imberton Iraheta	Segundo Director
Lic. William Emigdio López Cardoza	Primer Director Suplente
Dra. Veronica Alicia Quinteros de Rodríguez	Segundo Director Suplente
Lic. Romeo Aurora Giammattei	Tercer Director Suplente
Lic. Guillermo Mauricio Barreto Perea	Cuarto Director Suplente

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

Plana Gerencial

LaGeo S.A. de C.V., tiene una oficina central para la mayoría de sus operaciones, asimismo cuenta con gerencias independientes para cada una de las centrales que administra. En opinión de PCR la Plana Gerencial cuenta con experiencia en el sector energético y se encuentra compuesta por:

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

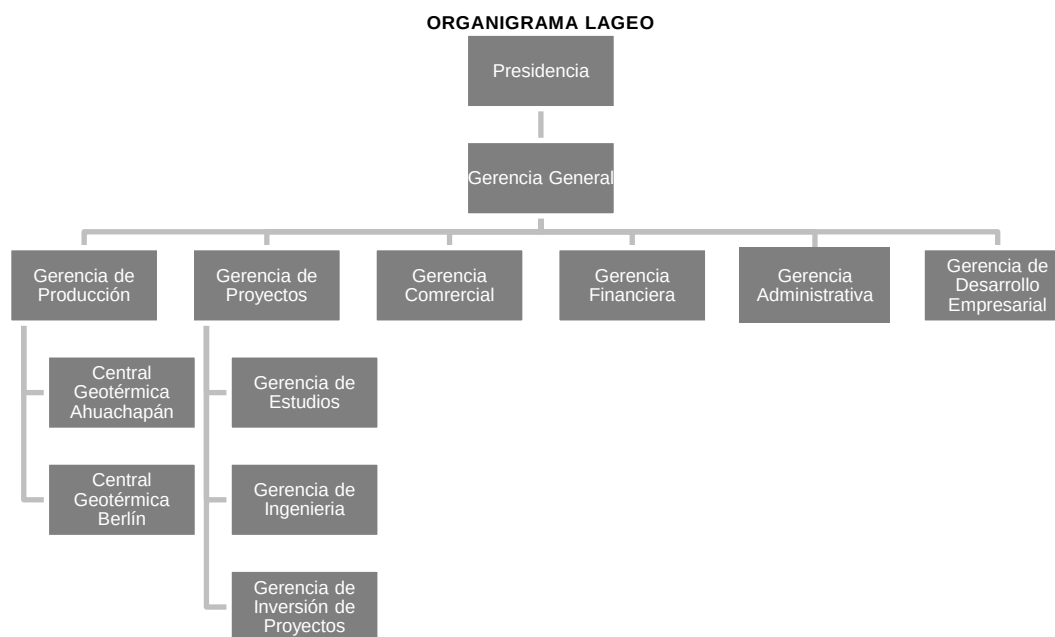
Funcionario	Cargo
Tomas Antonio Campos Villafuerte	Gerente General
José Roberto Estévez Salas	Gerente Comercial

Rosa Noemy Escobar Ayala	Gerente de Ingeniería
Carmen Isabel Iraheta Melgar	Gerente Administrativa Financiera
Evelyn Emilia Soriano Vaquerano	Gerente de Recursos Humanos
Julio Alberto Guidos Pineda	Gerente de Estudios y Evaluación
Jorge Alberto Castillo Noyola	Gerente de Proyectos
Mario Ernesto Ávila Sandoval	Gerente de Producción
Hugo Renato Jacobo Castaneda	Gerente de Desarrollo Empresarial y Sistemas
Roberto Armando Montes Rivera	Gerente Central Berlín
Ángel Roberto Menjivar Calderón	Gerente Central Ahuachapán

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

Organigrama Administrativo de LaGeo S.A. de C.V

LaGeo ha adoptado la estructura de gestión de riesgos siguiente:



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

Hechos Relevantes

- Hasta diciembre 2019, LaGeo invirtió \$3.06 millones para el proyecto Ciclo Binario II, estimando una generación de 6.4 MWh. Se espera que para el 2020 el proyecto se encuentre ejecutado en un 80%.
- Para agosto de 2019 el presidente de LaGeo afirmó que se está dando un impulso a la negociación con el Banco Mundial para el financiamiento de un proyecto por \$232 millones para sumar hasta 80 megavatios (MW) a la capacidad que ya tiene LaGeo. Además de aumentar 10 MW brutos a la capacidad instalada en el ciclo binario de Berlín y lo financiarán con recursos propios.
- En julio de 2018 recibe el premio a la excelencia por su programa geotérmico gubernamental, entregado en el quinto congreso de geotermia en América Latina.
- Durante el primer trimestre del 2017, el precio de la tarifa de energía experimentó una disminución del 15.9%, entre los factores que intervienen para el ajuste se encuentran la adecuada administración de los embalses para la generación eléctrica, incremento en la producción por biomasa, las importaciones y la generación térmica, adicionalmente ha contribuido los procesos de licitación de contratos a largo plazo, en sintonía con los cambios regulatorios establecidos.
- A partir del 12 de diciembre de 2014, luego del acuerdo entre la empresa Enel Green Power S.p.A y la Estatal salvadoreña, las acciones de la LaGeo se encuentran en manos de Inversiones Energéticas (INE) empresa subsidiaria de la CEL; de esta forma es el sector estatal quien inyecta el 41.43% al Mercado Mayorista.
- El 11 de diciembre de 2014, LaGeo, a través de Hencorp Titularizadora, coloca en el mercado de valores de El Salvador, la emisión de Valores de Titularización, VTHVGE01, por un total de US\$287.62 millones.

Análisis Financiero

El análisis financiero se ha realizado con base a los Estados Financieros Auditados 2015-2018 y no auditados a diciembre de 2019; preparados en conformidad a los Principios de Contabilidad Gubernamental, Dependencia del Ministerio de Hacienda de El Salvador, las cuales son una base contable distinta a las Normas Internacionales de Información Financiera, (NIIF).

Análisis del Balance General

Activos

Al 31 de diciembre de 2019, los activos de LaGeo S.A. de C.V. fueron de US\$793.19 millones, reflejando una disminución de US\$7.27 millones (-0.91%) en comparación al mismo periodo en 2018, producto de la reducción en los activos no corrientes, con énfasis en los préstamos por cobrar a compañías relacionadas a largo plazo en US\$10.63 millones (-2.66%), seguido por la disminución en la cuenta de maquinaria y equipo en US\$3.84 millones. Por otro lado, la institución incrementó el monto que poseía en los activos corrientes, debido al aumento en efectivo y equivalentes en US\$12.57 millones, en contraste con la reducción en las cuentas por cobrar netas de -20.09% (-US\$4.92 millones).

Estructura de los Activos (US\$ Millones)					
Componentes	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Total de Activos Corrientes	91.39	86.82	133.16	87.39	91.17
Total de Activos no Corrientes	667.71	670.40	652.02	713.07	702.02
Activos Totales	759.10	757.22	785.18	800.47	793.19

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

Pasivos y Patrimonio

A la fecha de análisis los pasivos totalizaron US\$308.28 millones, reflejando una disminución en US\$7.20 millones (-2.28%) con respecto a diciembre 2018. Motivado principalmente por la reducción en el pasivo corriente en -7.00%, que se encuentra de manera más significativa en los gastos acumulados, impuestos y otros por pagar, representando una variación de -7.53% (-US\$3.70 millones). Seguido por la disminución en la emisión de deuda por parte de la institución, con énfasis en las obligaciones bursátiles (-20.99%) y cuentas por pagar de corto plazo (-46.99%), que en conjunto se reducen en US\$3.67 millones con respecto al mismo periodo en 2018. Mientras que en el pasivo no corriente, se puede observar una reducción en las obligaciones por titularización a largo plazo por -US\$15.24 millones (-6.86%).

Estructura de los Pasivos (US\$ Millones)					
Componentes	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Total Pasivo Corriente	89.46	86.37	50.83	79.27	73.72
Total Pasivo no Corriente	272.95	292.24	246.84	236.22	234.56
Pasivos Totales	362.41	378.61	297.67	315.49	308.28

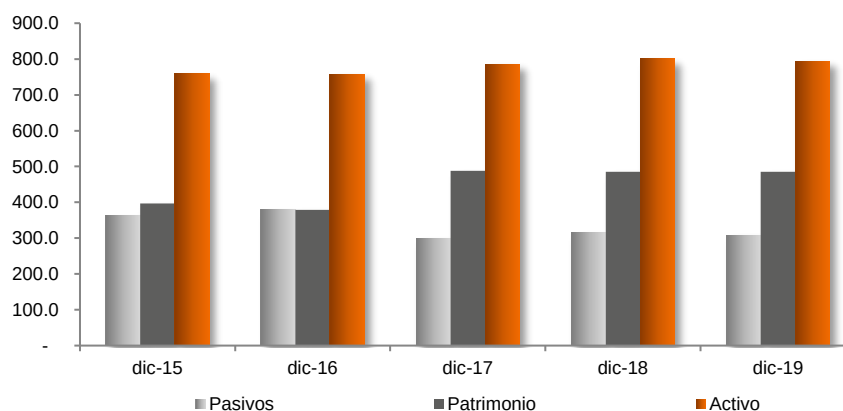
Fuente: LaGeo S.A. de C.V. / Elaboración: PCR

Respecto al patrimonio de LaGeo S.A. de C.V., este totaliza US\$484.91 millones, mostrando un comportamiento estable, con una variación de -0.01%, como consecuencia de la reducción en las utilidades acumuladas en US\$3.18 millones (-6.86%) en comparación a diciembre 2018, producto de la distribución de dividendos. Por su parte la reserva legal presenta un aumento de +US\$4.94 millones (+7.25%). El capital social representa el +76.38% del patrimonio total al periodo de análisis, además de no tener variación alguna entre dichos periodos.

Estructura del Patrimonio (US\$ Millones)					
Componentes	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Capital Social	292.89	292.89	370.39	370.39	370.39
Reserva Legal	58.58	58.58	62.86	68.21	73.16
Resultados Acumulados	45.22	27.14	54.25	46.37	43.19
Patrimonio Total	396.69	378.61	487.50	484.98	484.91

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

ESTRUCTURA DEL BALANCE GENERAL (US\$ MILLONES)



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

Análisis de Resultados

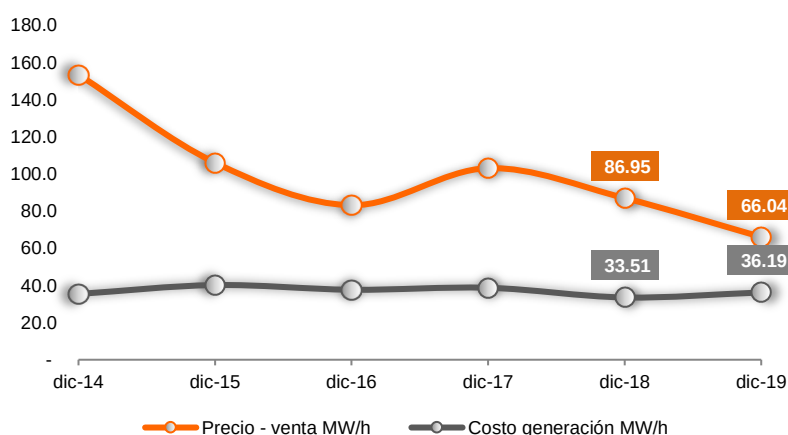
Ingresos

Al 31 de diciembre de 2019, los ingresos de LaGeo S.A. de C.V. totalizaron US\$161.14 millones, es decir US\$9.49 millones (-5.56%) menos que los obtenidos en el mismo periodo de 2018, producto de la disminución en el precio de venta neto¹⁰ entre dichos periodos (-US\$1.33 GW/h), influenciado por los precios internacionales del petróleo, aunado a la reducción en la generación de energía, pasando de 1,437.3 GWh para diciembre 2018 a 1,372.7 GWh al finalizar 2019. Por otro lado, los ingresos por intereses también se vieron afectados reduciendo en -US\$2.59 millones, de manera concreta, La disminución en las inversiones y cuentas por cobrar le dejó a la institución menores ingresos financieros por el cobro de intereses devengados.

Estructura de los Ingresos (US\$ Millones)					
Componentes	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Venta de energía y otros ingresos	151.85	121.98	150.45	152.14	144.96
Ingresos por intereses	17.80	16.40	16.43	21.43	18.84
Otros ingresos	(1.16)	(1.96)	(0.36)	(2.94)	(2.66)
Total Ingresos	168.49	136.43	166.87	170.63	161.14

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

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



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

¹⁰ Precio de venta neto: Spot+ Contratos.

Costos y Gastos

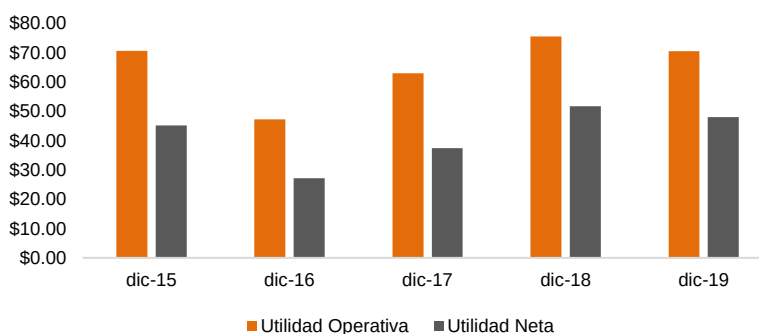
En cuanto a los costos y gastos presentados por la institución en el periodo de análisis, estos totalizaron US\$115.83 millones, disminuyendo en US\$6.01 millones (-5.19%) respecto a diciembre 2018, el cual fue influenciado por la reducción en los gastos de administración y gastos de ventas, que juntos disminuyeron en –US\$3.67 millones. Además el impuesto sobre la renta se redujo en –US\$2.39 millones (-10.43%). Para el cierre de 2019 se reportó un aumento en el costo de generación de energía eléctrica en el sector de US\$2.69 MW/h, como consecuencia de la disminución en la generación neta GWh (-4.47%) en relación al incremento en los costos de producción de energía (+3.19%).

Estructura de los Costos y Gastos (US\$ Millones)					
Componentes	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Costo de producción de energía y otros	57.55	55.23	56.52	48.15	49.68
Gastos de administración	23.23	18.99	21.95	27.89	24.33
Gastos de venta	0.45	0.48	0.54	0.55	0.44
Gastos de investigación y desarrollo	0	0	8.54	0	0
Gastos de Operación	23.67	19.47	31.03	28.44	24.77
Otros gastos	1.16	1.96	0.36	2.94	2.66
Gastos financieros	20.05	19.53	17.85	16.63	15.93
Impuesto sobre la renta	21.75	13.40	20.78	22.88	20.49
Contribución especial	0.25	1.66	2.88	2.80	2.29
Costo y Gastos totales	124.43	111.25	129.42	121.84	115.83

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

El nivel de utilidad de LaGeo S.A. de C.V., para diciembre de 2019, presenta una disminución al ser comparado con el mismo periodo en 2018, consecuencia de que se generaron menores ingresos operativos y a su vez ingresos por intereses sobre inversiones. A nivel operativo la institución obtuvo una utilidad de +US\$70.50 millones, mostrando una disminución de -US\$5.50 millones (-6.69%). Tras descontar los impuestos y contribuciones del periodo, la utilidad neta fue de US\$47.96 millones, es decir, se obtuvo una disminución de -US\$3.77 millones (-7.29%) respecto a diciembre 2018. Los elementos claves para que se diera dicho efecto, fueron la disminución en los ingresos propiamente de la venta de energía y el aumento en los costos de producción de energía.

UTILIDAD OPERACIONAL Y NETA (US\$ MILLONES)



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

Análisis de Rentabilidad

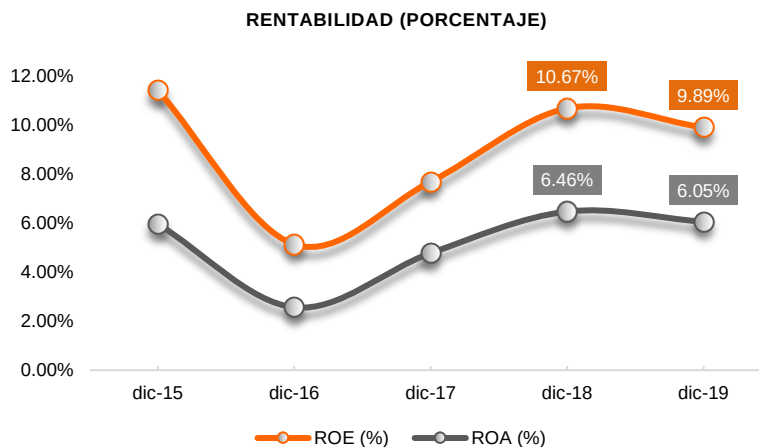
En cuanto a términos de rentabilidad, los ingresos de LaGeo S.A. de C.V. no lograron impactar en los niveles de utilidad, a pesar de una reducción en los costos y gastos; por el contrario, se reportó una disminución en el margen bruto (-2.63%), operativo (-1.02%) y neto (-0.91%).

Márgenes Bruto Operativo y Neto (Porcentaje)					
Componentes	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Margen Bruto	62.10%	54.72%	62.43%	68.35%	65.73%
Margen Operativo	46.51%	38.76%	41.81%	49.66%	48.64%
Margen Neto	29.78%	22.25%	24.90%	34.00%	33.09%

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

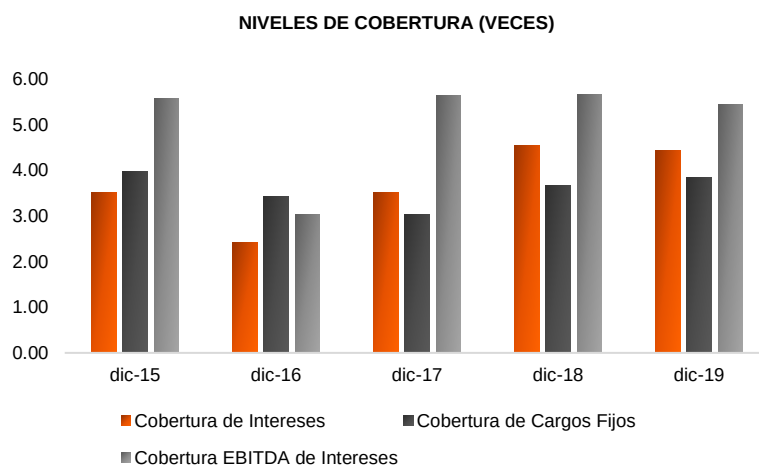
A pesar de lo anterior los niveles de rentabilidad se mantuvieron estables, el retorno sobre activos alcanzó un valor de +6.05%, reportando una leve disminución con respecto a diciembre 2018 (+6.46%). Por su parte la rentabilidad patrimonial fue de +9.89%, inferior al registrado a diciembre del año anterior (+10.67%), esto se traduce en la capacidad

de crear utilidades sin necesidad de incrementar el financiamiento. Sin embargo, ambos indicadores se vieron afectados por la disminución en la utilidad neta del ejercicio.



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

La buena gestión por parte de LaGeo, permite que la institución muestre niveles de cobertura adecuados para hacer frente a sus obligaciones. A la fecha de análisis, la utilidad operacional cubre en 4.42 veces el pago de intereses, mientras que la cobertura de los cargos fijos fue de 3.85 veces, respecto a diciembre 2018, donde la cobertura del pago de intereses y gastos fijos fue de 4.54 y de 3.66 respectivamente.



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

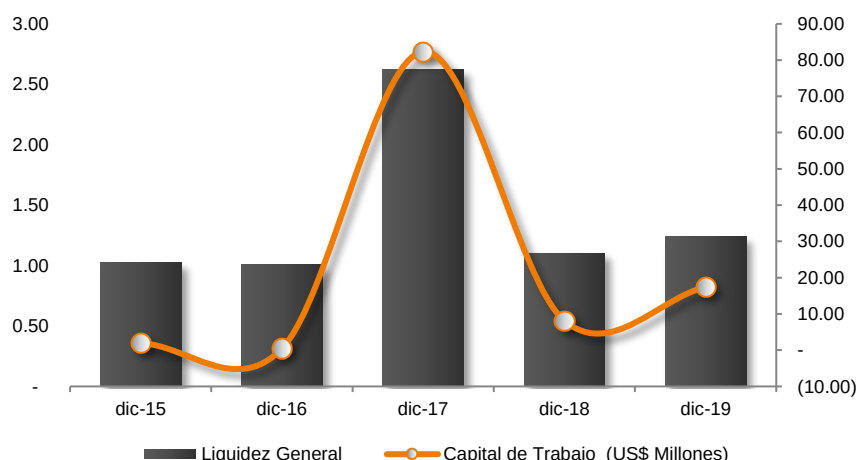
Liquidez

Al analizar la capacidad de pago de LaGeo, a través del comparativo de sus disponibilidades en relación a sus obligaciones de corto plazo; los indicadores de liquidez muestran un aumento de 0.14 p.p. respecto al mismo periodo en 2018, producto de la disminución en el pasivo corriente (-7.00%) en relación con el aumento que presentaron los activos corrientes (+4.32%). A su vez se observó un aumento en el indicador de prueba ácida, el cual al omitir las partidas menos liquidas (inventario), se obtuvo una cobertura de los activos corrientes respecto a los pasivos de 0.97 veces. Por su parte el efectivo disponible para hacer frente a cualquier obligación necesaria de forma inmediata es de US\$17.45 millones, aumentando en US\$9.32 millones.

Indicadores de Liquidez (Veces/ US\$ Millones)					
Componentes	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Liquidez General	1.02	1.01	2.62	1.10	1.24
Prueba Ácida	0.87	0.74	2.14	0.79	0.97
Capital de Trabajo (US\$ Millones)	1.94	0.45	82.33	8.13	17.45

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

INDICADORES DE LIQUIDEZ (VECES/ US\$ MILLONES)



Endeudamiento y Solvencia

En cuanto a los niveles de endeudamiento y solvencia, el endeudamiento patrimonial fue de 0.64 veces, menor en 0.01 veces que en diciembre de 2018, esto por una reducción en los pasivos totales de (-2.28%), en mayor proporción a la disminución del patrimonio total de (-0.01%). Es decir que los pasivos están levemente más resguardados por el capital propio. Caso contrario, el ratio de activos entre pasivos presenta un aumento de 0.03 veces, teniendo un menor nivel de cobertura respecto al periodo pasado.

Indicadores de Endeudamiento y Solvencia (Veces)					
Componentes	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Pasivo/Patrimonio	0.91	1.00	0.61	0.65	0.64
Activo/Pasivo	2.09	2.00	2.64	2.54	2.57

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

Proyecciones y cobertura de la emisión

La titularización de LaGeo se basa sobre los primeros ingresos futuros de la venta de energía, ingresos por intereses y otros ingresos, con base a las siguientes variables presentadas por el estructurador:

- Se estima en el precio promedio del petróleo.
- La capacidad de generación energética se mantiene constante.
- Crecimiento de los gastos operativos.
- En las cuentas principales del balance se estima un crecimiento del 3%.

A continuación, se presentan las proyecciones elaboradas por el estructurador con el propósito exclusivo de evaluar la capacidad de pago del Originador con cifras estresadas para la duración de la titularización.

PROYECCIÓN DE INGRESOS LAGEO (US\$ MILLONES)

Componente	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Venta de Energía y otros ingresos	169.90	163.10	156.58	150.31	144.30	138.53	132.99	127.67	122.56	117.66	112.95
Costo de Prod. de Energía y otros	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16	51.16
Utilidad Bruta	118.74	111.94	105.42	99.16	93.14	87.37	81.83	76.51	71.40	66.50	61.80
Gastos de Administración	12.70	13.08	13.47	13.87	14.29	14.72	15.16	15.62	16.08	16.57	17.06
Gastos de Venta	0.68	0.71	0.75	0.79	0.83	0.88	0.92	0.97	1.03	1.08	1.14
Gastos de Investigación y Desarrollo	0.39	0.41	0.42	0.43	0.45	0.47	0.48	0.50	0.51	0.53	0.55
Utilidad de Operación	104.97	97.74	90.78	84.06	77.57	71.31	65.26	59.42	53.78	48.32	43.04
Ingresos por Intereses	2.77	2.71	2.64	2.54	2.42	2.27	2.03	1.70	1.26	0.74	0.76
Otros ingresos	2.11	2.17	2.24	2.31	2.38	2.45	2.52	2.60	2.67	2.75	2.84
Donaciones	1.28	1.32	1.36	1.40	1.44	1.48	1.53	1.58	1.62	1.67	1.72
Útil. Antes de Intereses e imp.	108.57	101.31	94.29	87.50	80.92	74.54	68.29	62.14	56.09	50.14	44.92
Gasto Titularización	17.64	16.52	15.31	14.01	12.61	11.10	9.48	7.73	5.84	3.80	1.57

Gastos Financieros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Util. Antes de imp. Y res. legal	90.92	84.79	78.98	73.49	68.31	63.44	58.81	54.41	50.26	46.34	43.36		
Impuesto sobre la Renta	25.37	23.66	22.04	20.50	19.06	17.70	16.41	15.18	14.02	12.93	12.10		
Reserva Legal	6.36	5.94	5.53	5.14	4.78	4.44	4.12	3.81	3.52	3.24	3.03		
Utilidad Neta	59.19	55.20	51.42	47.84	44.47	41.30	38.28	35.42	32.72	30.17	28.22		

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

Al comparar los resultados reales con la proyección de ingresos de LaGeo S.A. de C.V., para la fecha de análisis se reflejan diferencias en los ingresos de -US\$13.64 millones y en los costos una reducción porcentual de (-1.32%). Por consiguiente, en el análisis del cumplimiento, los ingresos lograron el 92.18% de lo esperado, mientras que los costos el 98.68%. En cuanto a la utilidad neta se reportó una disminución entre el escenario esperado respecto al real, para el proyectado fue de US\$59.19 millones y el real fue de US\$47.96 millones, con una diferencia de -US\$11.23 millones, y un cumplimiento del 81% de la meta.

El fondo de titularización requiere que la institución cumpla cuatro resguardos financieros, a fin de garantizar el buen desempeño de la institución.

1. El monto de la deuda total dividido entre el patrimonio no puede ser superior a la unidad (1): A la fecha de análisis el indicador fue de 0.48 veces
2. El valor del EBITDA dividido entre el servicio de la deuda no puede ser menor a uno punto treinta veces (1.30): a la fecha de análisis el indicador fue de 2.67
3. El ratio de los activos circulantes contra los pasivos circulantes no puede ser menor a la unidad (1): En el periodo actual el indicador fue de 1.23 veces
4. Los activos productivos entre el saldo vigente de los valores del fondo de titularización no deben ser menor a uno punto noventa veces (1.90): al 31 de diciembre el valor del ratio fue de 3.02 veces

Cumplimiento de Covenants (US\$ Millones)					
Componentes	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Deuda Total/Patrimonio Total	0.74	0.74	0.51	0.51	0.48
EBITDA/Servicio de Deuda	5.56	4.50	5.64	5.66	2.67
Total de Activos Circulantes/Total de Pasivos Circulantes	1.01	1.00	2.52	1.09	1.23
Activos Productivos/Saldo vigente de los Valores de Titularización	2.30	2.42	2.52	2.66	3.02

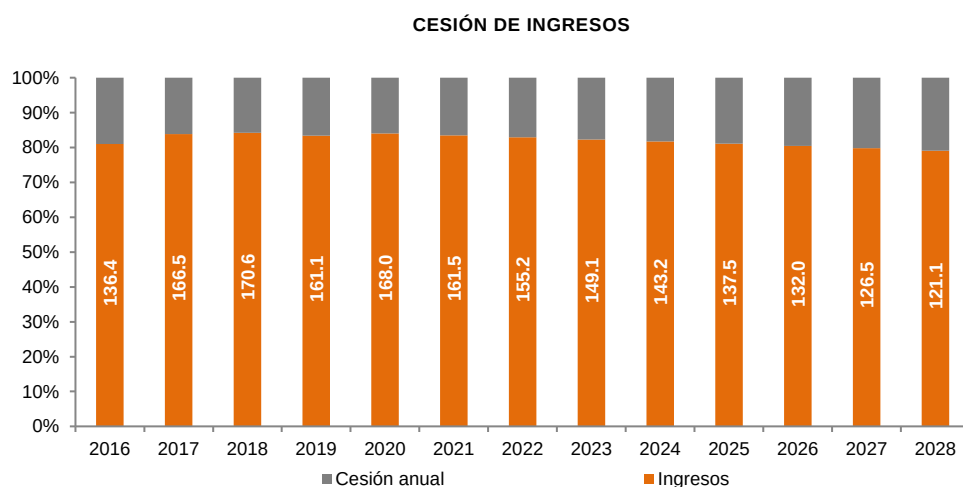
Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR

Tomando en cuenta el modelo del estructurador, este estableció una cesión a partir del año 2014, planteando una cuota mensual de US\$2.67 millones, equivalentes a US\$32.1 millones anuales, durante la vigencia de la emisión.

CESIÓN ANUAL (MILLONES US\$)														
Componente	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos	136.4	166.5	170.6	161.1	168.0	161.5	155.2	149.1	143.2	137.5	132.0	126.5	121.1	116.6
Cesión anual	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1	32.1
Cesión/Ingresos	23.49%	19.25%	18.78%	19.89%	19.08%	19.85%	20.66%	21.50%	22.38%	23.30%	24.29%	25.34%	26.46%	21.13%

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

El máximo de cesión según el modelo establecido ocurre en 2028, cuando se cede el 26.46% de los ingresos totales, mostrando un indicador promedio durante la vigencia de la emisión de 21.63%. Al 31 de diciembre de 2019 el porcentaje de los ingresos cedidos respecto al monto de cesión anual fue de 19.89% mayor al valor de cesión proyectado (18.37%).



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

La cobertura de la cesión tiene un mínimo de 3.64 veces sobre los ingresos totales, con un promedio durante la vida de la emisión de 4.60 veces, cabe mencionar que es holgada para la cesión de flujos. Se observa que se cumple con todos los parámetros establecidos en los contratos. La cobertura de cesión a diciembre 2019 resultó de 5.03 veces.

COBERTURA DE LA CESIÓN ANUAL (VECES)												
Componente	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Cobertura	5.20	5.32	5.03	5.24	5.04	4.84	4.65	4.47	4.29	4.12	3.95	3.78

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

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

BALANCE GENERAL (US\$ MILLONES)					
Componentes	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
ACTIVOS					
Efectivo y Equivalentes	3.68	8.07	17.02	21.25	33.82
Cuentas por cobrar netas	13.93	22.91	24.15	24.48	19.56
Cuentas por cobrar relacionadas	1.01	0.65	5.09	1.35	0.53
Vencimiento corriente de préstamo por cobrar a relacionadas	56.36	32.05	23.11	23.37	23.62
Inversiones disponibles para la venta	2.25	2.15	52.59	4.26	1.94
Vencimiento corriente de inventario de repuestos	11.17	19.03	9.51	10.88	7.41
Gastos pagados por anticipado	3.00	1.95	1.70	1.80	4.29
Total de Activos Corrientes	91.39	86.82	133.16	87.39	91.17
Cuentas por cobrar relacionadas LP	137.64	157.46	-	-	-
Préstamo por cobrar a relacionadas menos vencimiento corriente	229.04	240.82	386.65	399.84	389.22
Inventarios de repuestos netos	11.27	1.18	10.67	11.63	15.38
Inversiones	17.18	17.03	28.88	56.83	56.44
PPE	626.73	631.85	627.11	239.21	679.90
Depreciación Acumulada	(358.38)	(382.18)	(405.93)	-	(444.53)
Otros Activos	4.22	4.25	4.64	5.56	5.61
Total de Activos no Corrientes	667.71	670.40	652.02	713.07	702.02
Activos Totales	759.10	757.22	785.18	800.47	793.19
PASIVOS					
Proveedores	3.32	4.43	1.54	2.61	3.29
Deuda Bancaria CP	19.45	17.20	-	-	-
Deuda emisión CP	11.52	12.08	13.05	27.51	24.98
Gastos acumulados, impuestos y otros por pagar	55.17	52.66	36.24	49.15	45.45
Total Pasivo Corriente	89.46	86.37	50.83	79.27	73.72
Impuestos Diferidos	7.92	7.09	7.36	8.03	8.26
Obligaciones por beneficio por retiro	2.40	2.86	3.32	6.12	6.58
Cuentas por pagar relacionadas	1.08	1.82	-	-	12.00
Impuesto sobre la renta por pagar	-	21.26	-	-	0.9
Deuda Bancaria CP	-	-	-	-	-
Deuda emisión LP	261.55	249.21	236.16	222.07	206.83
Pago de dividendos	-	10.00	-	-	-
Obligaciones bursátiles	-	-	-	-	-
Total Pasivo no Corriente	272.95	292.24	246.84	236.22	234.56
Pasivos Totales	362.41	378.61	297.67	315.49	308.28
PATRIMONIO					
Capital Social	292.89	292.89	370.39	370.39	370.39
Reserva Legal	58.58	58.58	62.86	68.21	73.16
Resultados del Ejercicio	-	-	-	-	-
Resultados Acumulados	45.22	27.14	54.25	46.37	43.19
Patrimonio Total	396.69	378.61	487.50	484.98	484.91
TOTAL PASIVO MAS CAPITAL	759.10	757.22	785.18	800.47	793.19

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

ESTADO DE RESULTADO (US\$ MILLONES)

Componentes	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Venta de Energía y otros ingresos	151.85	121.98	150.45	152.14	144.96
Costo de Producción de Energía y otros	57.55	55.23	56.52	48.15	49.68
Utilidad Bruta	94.30	66.75	93.93	103.99	95.27
Gastos de Administración	23.23	18.99	21.95	27.89	24.33
Gastos de Venta	0.45	0.48	0.54	0.55	0.44
Gastos de Investigación y Desarrollo	-	-	8.54	-	-
Utilidad Operativa	70.63	47.28	62.90	75.55	70.50
Ingresos por Intereses	17.80	16.40	16.43	21.43	18.84
Otros ingresos	(1.16)	(1.96)	(0.36)	(2.94)	(2.66)
Donaciones	-	-	-	-	-
Utilidad antes de Intereses e impuestos	87.27	61.72	78.97	94.04	86.68
Gastos Financieros	20.05	19.53	17.85	16.63	15.93
Utilidad antes de impuestos y reserva legal	67.22	42.20	61.11	77.41	70.74
Impuesto sobre la Renta	21.75	13.40	20.78	22.88	20.49
Contribución Especial	0.25	1.66	2.88	2.80	2.29
Reserva Legal	-	-	-	-	-
Utilidad Neta	45.22	27.14	37.45	51.73	47.96

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

INDICADORES FINANCIEROS

Componentes	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
EBITDA	\$111.55	\$87.84	\$100.68	\$94.04	\$86.68
EBITDA (12 MESES)	\$111.55	\$87.84	\$100.68	\$94.04	\$86.68
UN	\$45.22	\$27.14	\$37.45	\$51.73	\$47.96
Rentabilidad					
ROE (12 meses)	11.40%	7.17%	7.68%	10.67%	9.89%
ROA (12 meses)	5.96%	3.58%	4.77%	6.46%	6.05%
Liquidez (veces)					
Prueba Ácida	0.87	0.74	2.14	0.79	0.97
Liquidez General	1.02	1.01	2.62	1.10	1.24
Capital de Trabajo (US\$ Millones)	\$1.94	\$0.45	\$82.33	\$8.13	\$17.45
Endeudamiento (Veces)					
Pasivo/Patrimonio	0.91	1.00	0.61	0.65	0.64
Activo/Pasivo	2.09	2.00	2.64	2.54	2.57
Pasivos Totales / EBITDA 12M	3.25	4.31	2.96	3.35	3.56
Pasivos Totales / Activos Totales	0.48	0.50	0.38	0.39	0.39
EBITDA / Deuda de CP + Emisión CP + Servicio de la deuda	2.19	1.80	3.26	2.13	2.12

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

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES

Con información financiera correspondiente a:	Clasificación otorgada	Perspectiva
Del 30 de septiembre de 2014 al 31 de diciembre de 2019		
Único tramo	AAA	Estable

Fuente y elaboración: PCR

CESIONES MENSUALES DE CAPITAL E INTERESES (US\$)

Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión
1	2,671,000	46	2,671,000	91	2,671,000	136	2,671,000
2	2,671,000	47	2,671,000	92	2,671,000	137	2,671,000
3	2,671,000	48	2,671,000	93	2,671,000	138	2,671,000
4	2,671,000	49	2,671,000	94	2,671,000	139	2,671,000
5	2,671,000	50	2,671,000	95	2,671,000	140	2,671,000
6	2,671,000	51	2,671,000	96	2,671,000	141	2,671,000
7	2,671,000	52	2,671,000	97	2,671,000	142	2,671,000
8	2,671,000	53	2,671,000	98	2,671,000	143	2,671,000
9	2,671,000	54	2,671,000	99	2,671,000	144	2,671,000
10	2,671,000	55	2,671,000	100	2,671,000	145	2,671,000
11	2,671,000	56	2,671,000	101	2,671,000	146	2,671,000
12	2,671,000	57	2,671,000	102	2,671,000	147	2,671,000
13	2,671,000	58	2,671,000	103	2,671,000	148	2,671,000
14	2,671,000	59	2,671,000	104	2,671,000	149	2,671,000
15	2,671,000	60	2,671,000	105	2,671,000	150	2,671,000
16	2,671,000	61	2,671,000	106	2,671,000	151	2,671,000
17	2,671,000	62	2,671,000	107	2,671,000	152	2,671,000
18	2,671,000	63	2,671,000	108	2,671,000	153	2,671,000
19	2,671,000	64	2,671,000	109	2,671,000	154	2,671,000
20	2,671,000	65	2,671,000	110	2,671,000	155	2,671,000
21	2,671,000	66	2,671,000	111	2,671,000	156	2,671,000
22	2,671,000	67	2,671,000	112	2,671,000	157	2,671,000
23	2,671,000	68	2,671,000	113	2,671,000	158	2,671,000
24	2,671,000	69	2,671,000	114	2,671,000	159	2,671,000
25	2,671,000	70	2,671,000	115	2,671,000	160	2,671,000
26	2,671,000	71	2,671,000	116	2,671,000	161	2,671,000
27	2,671,000	72	2,671,000	117	2,671,000	162	2,671,000
28	2,671,000	73	2,671,000	118	2,671,000	163	2,671,000
29	2,671,000	74	2,671,000	119	2,671,000	164	2,671,000
30	2,671,000	75	2,671,000	120	2,671,000	165	2,671,000
31	2,671,000	76	2,671,000	121	2,671,000	166	2,671,000
32	2,671,000	77	2,671,000	122	2,671,000	167	2,671,000
33	2,671,000	78	2,671,000	123	2,671,000	168	2,671,000
34	2,671,000	79	2,671,000	124	2,671,000	169	2,671,000
35	2,671,000	80	2,671,000	125	2,671,000	170	2,671,000
36	2,671,000	81	2,671,000	126	2,671,000	171	2,671,000
37	2,671,000	82	2,671,000	127	2,671,000	172	2,671,000
38	2,671,000	83	2,671,000	128	2,671,000	173	2,671,000
39	2,671,000	84	2,671,000	129	2,671,000	174	2,671,000
40	2,671,000	85	2,671,000	130	2,671,000	175	2,671,000
41	2,671,000	86	2,671,000	131	2,671,000	176	2,671,000
42	2,671,000	87	2,671,000	132	2,671,000	177	2,671,000
43	2,671,000	88	2,671,000	133	2,671,000	178	2,671,000
44	2,671,000	89	2,671,000	134	2,671,000	179	2,671,000
45	2,671,000	90	2,671,000	135	2,671,000	180	2,671,000
Total: US\$ 480,780,000							

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

Estados Financieros de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora

BALANCE GENERAL HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA (US\$ MILES)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Activo Corriente	5,804	4,151	4,023	4,740	4,192
Activo No Corriente	61	45	22	9	8
Activo Total	5,865	4,196	4,045	4,750	4,199
Pasivo corriente	2,955	1,341	1,239	1,967	1,329
Pasivo Total	2,955	1,341	1,239	1,967	1,329
Total Patrimonio	2,911	2,855	2,806	2,782	2,871
Pasivo + Patrimonio	5,865	4,196	4,045	4,750	4,199

Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA (US\$ MILES)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Ingresos por titularización de activos	3,917	3,427	3,280	3,343	3,501
Ingresos de inversiones financieras	86	74	41	40	19
Total de ingresos de operación	4,003	3,501	3,321	3,382	3,520
Costos por servicios	80	2	12	93	80
Resultado de Operación Bruto	3,922	3,499	3,309	3,290	3,440
Gastos de Administración	1,860	1,382	1,278	1,301	1,352
Gastos Financieros	64	53	27	36	10
Total costos y gastos de operación	2,004	1,437	1,317	1,430	1,442
Utilidad Operacional	1,999	2,064	2,004	1,953	2,078
Utilidad antes de Reserva e Impuestos	1,999	2,064	2,004	1,953	2,078
Impuesto sobre la Renta	562	620	603	586	625
Resultado del Ejercicio	1,437	1,444	1,401	1,367	1,453

Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora / Elaboración: PCR

Estados Financieros de VTHVGE01

BALANCE GENERAL FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES LAGEO 01 (US\$ MILES)

Componente	dic-17	dic-18	dic-19
Activo Corriente	34,765	34,765	34,743
Activo No Corriente	352,572	320,520	288,468
Activo Total	387,337	355,285	323,211
Pasivo corriente	14,283	15,280	16,329
Pasivo no corriente	389,273	359,402	328,944
Pasivo Total	403,556	374,682	345,273
Excedentes Déficit Acumulados FT	-16,219	-19,397	-22,062
Pasivo + Excedentes Acum.	387,337	355,285	323,211

Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES LAGEO 01 (US\$ MILES)

Componente	dic-17	dic-18	dic-19
Ingresos por activos titularizados	12,699	12,414	11,986
Ingresos por inversiones	56	47	74
Otros ingresos	262	-	29
Ingresos totales	13,016	12,460	12,088
Por administración y custodia	35	34	34
Por clasificación de riesgo	88	63	53
Auditoría externa y fiscal	3	3	3
Por servicios de valuación	-	-	-
Por servicios profesionales	-	-	-
Gastos de administración y operación	125	100	89
Gastos Financieros	15,027	14,278	13,472
Otros gastos	1,344	1,261	1,191
Impuesto sobre la Renta	-	-	-
Total de egresos y gastos	16,496	15,639	14,753
Resultado del Ejercicio	-3,480	-3,179	-2,664

Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de la misma le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

Con este antecedente y acorde a lo dispuesto en la normativa vigente, PCR es responsable de la opinión emitida en su calificación de riesgo, considerando que en dicha opinión PCR se pronuncia sobre la información utilizada para el análisis, indicando si esta es suficiente o no para emitir una opinión de riesgo, así como también, en el caso de evidenciarse cualquier acción que contradiga las leyes y regulaciones en donde PCR cuenta con mecanismos para pronunciarse al respecto. PCR, sigue y cumple en todos los casos, con procesos internos de debida diligencia para la revisión de la información recibida.