

Títulos con Cargo a FTHVGEO01

Estructura de Capital

Título	Clasificación	Perspectiva	Monto Original ^a (USD)	Monto Actual ^b (USD)	Tasa de Interés (%)	Plazo (meses)
FTHVGEO01	AA-(slv)	Estable	287,620,000	216,298,228	5.8	197

^aA diciembre de 2014. ^bA febrero de 2021. Notas: La clasificación supone características esperadas, con base en información provista por el originador con corte a febrero de 2021. Las clasificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

Factores Clave de Clasificación

Transacción Impactada por el Coronavirus: Fitch Ratings espera que la segunda ola de contagios pueda generar contracciones económicas en la medida en que se implementen períodos nuevos de cuarentena, similares a las del primer semestre de 2020. La transacción se beneficia de un Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos Sobre Flujos Futuros, (CCIDSFF), sobre las ventas en el mercado *spot* (mercado regulador del sistema; MRS), exponiéndola al riesgo de volumen y precio asociado con este mercado. Aunque las ventas MRS de La Geotérmica (LaGeo) se han recuperado a niveles previos a la crisis, para Fitch aún hay incertidumbre frente a la pandemia, por lo tanto, la transacción aún podría estar expuesta a déficits y, consecuentemente, depender de la capacidad de pago de LaGeo, como el último garante.

Calidad Crediticia Adecuada del Originador: La clasificación de los títulos de deuda del Fondo de Titularización FTHVGEO01 toma la calidad crediticia del originador como punto de partida. La calidad crediticia de LaGeo refleja su vínculo fuerte con su matriz; la compañía estatal Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL) y con el soberano salvadoreño [B-], cuya clasificación de largo plazo fue afirmada por Fitch el 30 de abril de 2020. Con base en los estados financieros no auditados con corte al 31 de diciembre de 2020 de LaGeo, Fitch confirma el hecho de que la transacción depende de la calidad crediticia del originador para dar cobertura a sus obligaciones de deuda.

Puntuación Alta de Evaluación de Negocio en Marcha: LaGeo debe continuar funcionando de manera que el flujo de efectivo sea generado para servir la deuda. Una estructura tradicional de flujos futuros brinda protección legal a los inversionistas de este tipo de titularizaciones siempre y cuando la empresa siga operando, incluso ante situaciones de dificultad financiera. Para capturar este elemento en una transacción de flujos futuros, Fitch utiliza la evaluación de negocio en marcha (GCA; *going concern assesment*). Para el caso particular de esta emisión se le asignó al originador una puntuación de Finanzas Corporativas de Fitch (GC1).

Diferenciación Frente a la Calidad Crediticia del Originador Limitada: El puntaje GCA que proporciona el grupo de GC1 permite una diferencia de hasta seis *notches* (escalones) con respecto a la clasificación nacional de largo plazo del originador. Sin embargo, existe un nivel alto de deuda de flujos futuros respecto a la deuda total del emisor el cual restringe la diferenciación de la clasificación. Según los estados financieros no auditados con corte al 31 de diciembre de 2020 de LaGeo, el fondo FTHVGEO01 representa 98.6% de la deuda total de LaGeo. Además, si el fondo FTHVGEO02 fuese emitido en su totalidad, la deuda de flujo futuro total representaría 99.3% de la deuda total de LaGeo. La agencia considera que esta relación es alta y aumenta el impacto potencial

Contenido	Página
Factores Clave de Clasificación	1
Aspectos Destacados	2
Participantes Clave de la Transacción	3
Comparación de la Transacción	3
Descripción del Originador	3
Sensibilidad de Clasificación	4
Estructura de la Transacción	5
Análisis del Activo Subyacente	7
Riesgo de Contraparte	10
Aplicación de Metodologías, Modelo y Suficiencia de la Información	10
Seguimiento	11

Fuentes de información:

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

- Información histórica de ingresos de LaGeo de enero de 2010 a febrero de 2021.
- Información histórica del flujo de caja y de las cuentas del FTHVGEO01 y FTHVGEO02 desde su emisión a febrero de 2021, y a febrero de 2021.
- Estados financieros no auditados de FTHVGEO01 y FTHVGEO02 a diciembre 31 de 2020.
- Estados financieros no auditados de LaGeo a diciembre 31 de 2020.

Esta revisión se realizó con los estados financieros no auditados de La Geotérmica (LaGeo) a diciembre de 2020 en consideración a que a la fecha LaGeo no cuenta con dicha información.

Metodologías Aplicables

- [Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas \(Marzo, 2021\).](#)
- [Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros \(Julio, 2020\).](#)
- [Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos \(Abril, 2020\).](#)
- [Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Diciembre, 2020\).](#)

Publicaciones Relacionadas

- [Fitch Ratings Raises Short-Term Oil and Gas Price Assumptions \(Marzo, 2021\).](#)

Analistas

Sebastián Cano
 +57 1 484 6770
sebastian.cano@fitchratings.com

María Alejandra Muñoz
 +57 1 484 6770
mariaalejandra.munoz@fitchratings.com

sobre el pago de la deuda de flujos futuros, lo cual limita el diferencial entre la clasificación de la transacción y la calidad crediticia de LaGeo.

Riesgo de Desviación de Fondos Mitigado: El CCIDSFF permite a la estructura apropiar los flujos cedidos de los ingresos de LaGeo por medio de Órdenes Irrevocables de Descuento (OID) instaladas en cualquier fuente de ingresos de LaGeo y transferir los fondos a la cuenta discrecional hasta alcanzar el monto de cesión mensual. En opinión de Fitch, esta característica estructural beneficia a los títulos emitidos por FTHVGEO01, ya que los hace preferentes sobre otras obligaciones. Sin embargo, debido a la contingencia del coronavirus, la integración de nuevos de contratos OID podría retrasarse impidiendo que el riesgo de liquidez sea cubierto de forma eficaz. En el caso de que las obligaciones con el fondo no se cumplan mediante los cobros del contrato OID, LaGeo tiene la obligación última con el fondo.

Características Estructurales: La estructura legal de la transacción permite al fondo beneficiarse de todos los ingresos de LaGeo. Sin embargo, dada la exposición de la transacción a los precios internacionales del petróleo, además de la posibilidad de retraso en la integración de nuevos contratos OID, las características estructurales de la transacción como lo son la cuenta de reserva restringida, igual a una cesión mensual, y CCIDSFF que dirige los flujos mensuales, podrían no ser insuficientes para mitigar el riesgo potencial de liquidez.

Aspectos Destacados

Efecto	Aspecto Destacado
Neutral	<p>Cambio en el Perfil de Amortización: Con el fin de llevar a cabo su plan de inversión de capital (capex) e incrementar la generación de energía sin presionar su flujo de efectivo, LaGeo junto con Hencorp Valores S.A. (Hencorp), optó por modificar el contrato de la emisión en agosto de 2020. La propuesta consideró un período de excepción difiriendo el pago de intereses por seis meses, y el pago de capital por hasta dos años. Los intereses no pagados y el capital diferido estaban programados para ser restituidos en dos posibles escenarios, ambos fueron aprobados por los tenedores y analizados por Fitch, concluyendo que no se trataba de un canje forzoso de deuda (DDE; siglas en inglés). Durante la última semana de febrero, Hencorp confirmó con la agencia que se optó por la segunda opción, donde a partir de febrero de 2021 pagarán USD6.6 millones de intereses durante los siguientes 12 meses, y el capital diferido será pagado en cuotas iguales desde agosto de 2021 hasta julio de 2022.</p>
-	<p>Incertidumbre Frente al Desempeño del Activo Subyacente: La transacción se beneficia de un CCIDSFF sobre las ventas del mercado <i>spot</i>, expuesto a los riesgos de volumen y precio asociados a este mercado. A lo largo de la transacción, la relación entre el precio del petróleo y el de la energía <i>spot</i> ha sido estrecha. Sin embargo, en los últimos meses, la recuperación en el precio del petróleo Brent no ha llevado a un alza proporcional en el precio de la energía <i>spot</i>. Considerando las condiciones actuales del mercado, Fitch estima que los niveles de cobertura siguen siendo sujetos a volatilidad y cerca a ser insuficientes para cubrir la deuda del fondo.</p>
-	<p>Endeudamiento de Flujos Futuros Relativo al Balance General: El nivel de deuda de flujos futuros es elevado en comparación con el pasivo general de LaGeo. Lo anterior restringe la diferenciación de la clasificación, aumentando el impacto potencial del pago de la deuda de flujos futuros. En caso de que el fondo FTHVGEO02 fuese totalmente emitido, el fondo FTHVGEO01 representaría cerca de 50% de la deuda total de LaGeo. Por otro lado, al considerar la subordinación estructural de FTHVGEO02, si este fuese totalmente emitido, representaría alrededor de 99% de la deuda total del originador. Las características anteriores no permiten diferenciar la calidad crediticia de FTHVGEO02 de la calidad crediticia de LaGeo.</p>

Fuente: Fitch Ratings.

Participantes Clave de la Transacción

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

Participantes Clave de la Transacción

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

Fuente: Fitch Ratings, Hencorp.

Comparación de la Transacción

LaGeo emitió el programa de bonos de FTHVGEO01 en diciembre de 2014. En cuanto al programa de bonos FTHVGEO02, este no ha sido emitido.

Comparación de la Transacción

	FTHVGEO01	FTHVGEO02 ^a
Monto (USD millones)	287.62	205.29
Tasa de interés (%)	5.8	7.25
Fecha de emisión	Dic 2014	N.A.
Plazo (meses)	197	180
Periodicidad del pago de capital	Mensual	Mensual con período de gracia de 24 meses
Periodicidad del pago de intereses	Mensual	Mensual
Monto de cesión mensual	<ul style="list-style-type: none"> Del mes 1 al 67: USD2,671,000 Del mes 68 al 73: USD102,000 Del mes 74 al 91: USD1,170,000 Del mes 75 al 91: USD1,170,000 Del mes 92 al 197: USD2,671,000 Monto Máximo Cedido Total: USD490,200,000 	<ul style="list-style-type: none"> Del mes 1 al 24: USD64,000 + USD32,950 x (Nt - 1) Del mes 25 al 180: USD2,115,000 - USD49,462 x (40 - Nt) Monto Máximo Cedido Total: USD362,322,000
Liquidez disponible (cuenta restringida)	USD1,170,000	USD2,115,000

^aCaracterísticas esperadas para el FTHVGEO02. Nt - Número de tramos colocados en el mes. N.A. - No aplica.

Fuente: Fitch Ratings, Hencorp.

Descripción del Originador

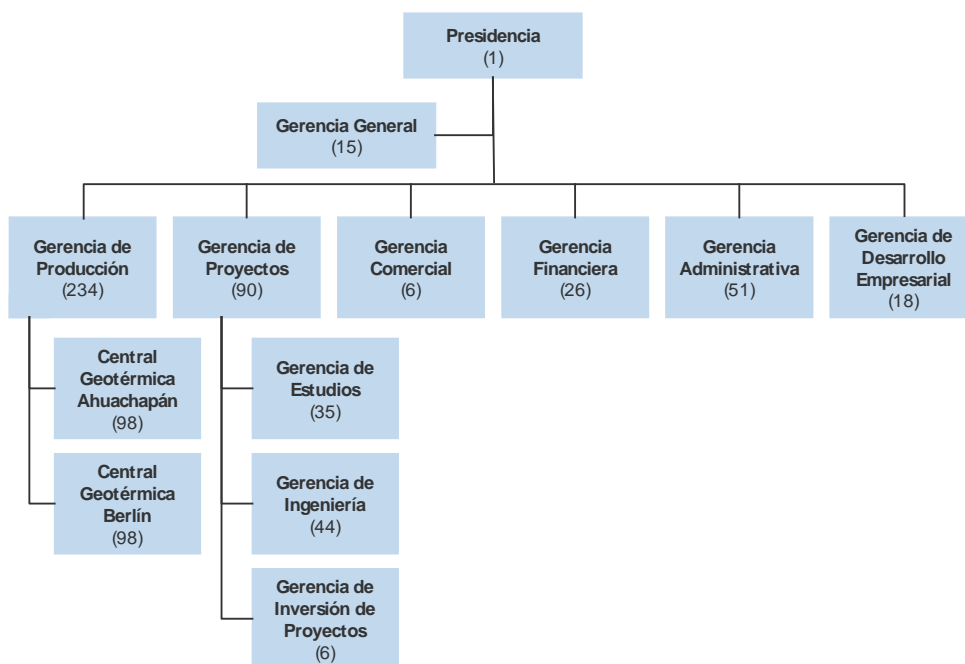
LaGeo fue constituida en julio de 1998 e inició operaciones el 1 de noviembre de 1999. Su actividad principal es la generación y comercialización de energía eléctrica a partir de recursos geotérmicos. CEL posee 100% de las acciones de LaGeo a través de sus subsidiarias.

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

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

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

Estructura Organizacional de LaGeo



Fuente: LaGeo.

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

Sensibilidad de Clasificación

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

Modificaciones en la opinión de Fitch frente a la calidad crediticia al alza de LaGeo podrían cambiar la clasificación de los bonos, la cual se movería en la misma dirección.

Una mejora en los factores que permiten la diferenciación frente a la calidad crediticia del originador, particularmente en cuanto a las características y el desempeño del activo subyacente.

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

Modificaciones en la opinión de Fitch frente a la calidad crediticia a la baja de LaGeo podrían cambiar la clasificación de los bonos, la cual se movería en la misma dirección.

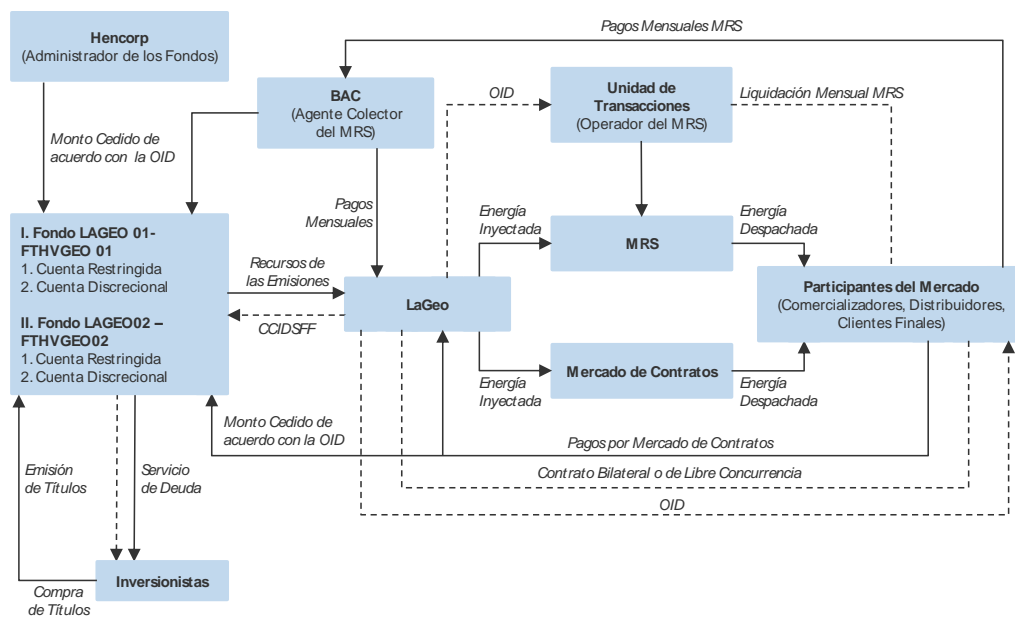
Fitch no espera que disminuciones adicionales en el precio o en las ventas en el MRS afecten la calidad crediticia de la transacción más allá de la calidad crediticia del originador, debido a que este actúa como último garante.

Estructura de la Transacción

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

Diagrama de la Estructura

Estructura de la Transacción



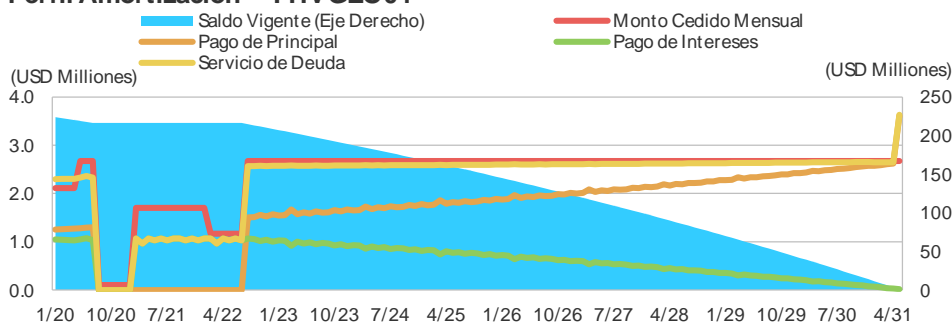
OID – Orden irrevocable de descuento. MRS – Mercado Regulador del Sistema.
Fuente: Fitch Ratings.

La titularización consiste en la adquisición de los primeros ingresos de LaGeo provenientes, por un lado, de ventas en el MRS, descontados y transferidos directamente por la unidad de transacciones a la cuenta discrecional del fondo y, por otro, de ventas en el mercado de contratos. Los recursos derivados de estos últimos también serán descontados y transferidos directamente por la contraparte del contrato, en caso de ser requeridos. Hencorp Valores S.A. (Hencorp), como administrador del fondo, adquirió la potestad de solicitar a LaGeo instalar OID en sus diferentes fuentes de ingresos hasta garantizar flujos que permitan completar el monto mensual cedido. En

caso de que los recursos no sean suficientes para cumplir con las obligaciones de la empresa con el fondo, LaGeo será responsable de trasladar oportunamente la totalidad del monto de cesión al fondo.

En agosto de 2020, los tenedores aprobaron un nuevo esquema de amortización, propuesto por Hencorp Valores, en conjunto con LaGeo. Mediante este, la compañía cedió un monto máximo de USD490.20 millones (USD480.78 millones, inicialmente) a través del CCIDSFF, divididos en 197 pagos (180 pagos iguales, inicialmente). El nuevo esquema comprende un período de gracia para el pago de intereses de seis meses (agosto 2020 – enero 2021) y un período de gracia para el pago de capital de veinticuatro meses (agosto 2020 – julio 2022). En febrero de 2022, LaGeo optó por pagar la compensación e intereses devengados a lo largo de doce meses a partir del mismo mes.

Perfil Amortización — FHVGE01



Fuente: Hencorp.

Acuerdos (Covenants)

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

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

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

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

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

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

Eventos de Incumplimiento (Default)

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

Mecanismo de Cobertura

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

Aviso de Limitación de Responsabilidad

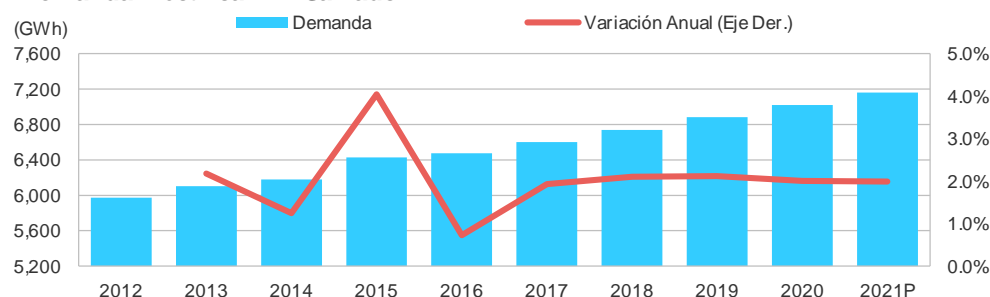
Para evitar dudas, en su análisis crediticio, la agencia se basa en opiniones legales o de temas tributarios provistos por los asesores de la transacción. Como Fitch siempre ha dejado claro, la agencia no provee asesoría legal o tributaria ni confirma que las opiniones legales o tributarias o cualquier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

Análisis del Activo Subyacente

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

La demanda de electricidad en El Salvador se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, mostrando niveles de crecimiento moderados de entre 0.7% y 4%. A pesar de la pandemia, al considerar la demanda de energía de 2020, se observa un aumento de alrededor 2%, similar al crecimiento esperado de LaGeo para 2021.

Demanda Eléctrica—El Salvador



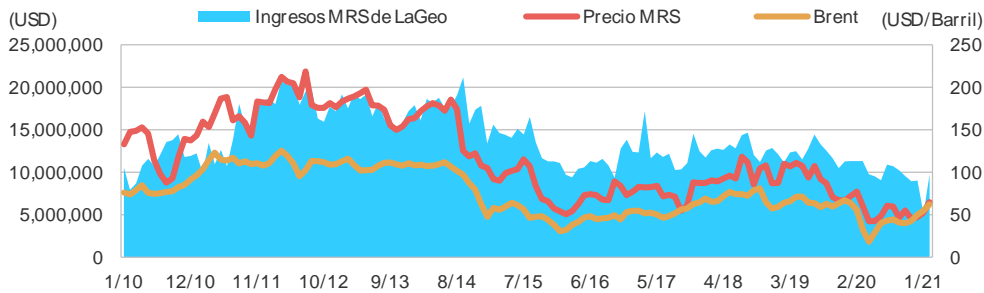
Nota: Demanda proyectada por LaGeo para 2021.

Fuente: LaGeo.

Según LaGeo, los precios del mercado *spot* dependen principalmente de los productores nacionales de energía con los costos de generación más altos (generadores térmicos). Esto significa que el mercado establece el precio *spot* de una manera en que beneficie a los productores con los márgenes más bajos. Sin embargo, los precios *spot* y futuros de electricidad de El Salvador también están impulsados por los precios internacionales del petróleo. Esto se debe principalmente al hecho de que la mayor parte de la producción de electricidad proviene de generadores térmicos.

El siguiente gráfico muestra la alta correlación (96%) entre el precio del petróleo Brent y el precio de electricidad del MRS, además de la relación estrecha entre estas variables y los ingresos de LaGeo. Debido a la elevada correlación positiva entre estas variables, se evidencia que la transacción está altamente expuesta a las fluctuaciones del precio del petróleo Brent. En cuanto de precios del petróleo, las perspectivas para el futuro cercano no son alentadoras.

Precio del Petróleo Brent frente a Energía Spot —El Salvador

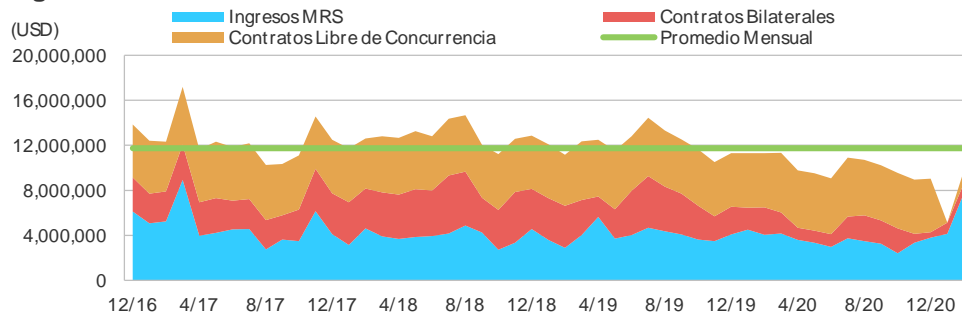


°Eje Izquierdo. MRS- Mercado regulador del sistema.
Fuente: Bloomberg, LaGeo y Hencorp.

De acuerdo a los supuestos del precio del petróleo de Fitch¹ para 2021 y 2022, la agencia espera que los precios del Brent promedien en USD58 y USD53 por barril, respectivamente, considerando un escenario base. Por otro lado, para un escenario estresado, la agencia espera que los precios del Brent promedien en USD54 y en USD35 por barril para 2021 y 2022, respectivamente. Esto significa que el precio promedio del Brent, en el caso base, indicaría un aumento del precio de 17% y de 7%, respectivamente, en comparación con el precio promedio del Brent en 2020 de USD49.56.

Asimismo, considerando que USD45 y USD35 son los precios promedio del Brent para el escenario estresado, esto significaría una disminución del precio de 9% y de 29%, para 2021 y 2022, respectivamente, en comparación con el precio de enero de 2020. De hecho, la caída previsible de los precios del crudo indica la posible disminución en los precios del mercado *spot* en El Salvador.

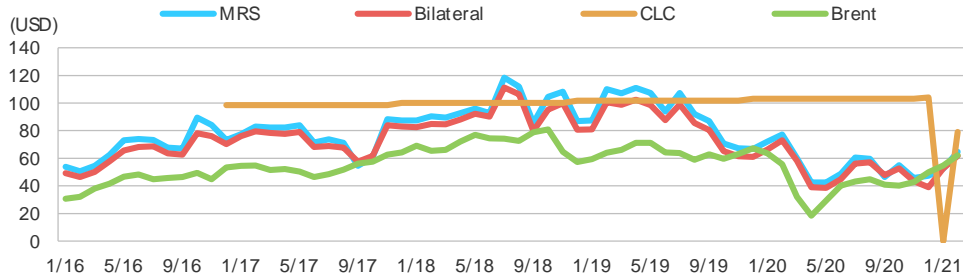
Ingresos Mensuales —LaGeo



Fuente: LaGeo y Hencorp.

¹ Fitch. [Fitch Ratings Raises Short-Term Oil and Gas Price Assumptions \(Marzo 17, 2021\).](#)

Precios Mensuales — LaGeo



MRS- Mercado regulador del sistema.
Fuente: LaGeo y Hencorp.

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

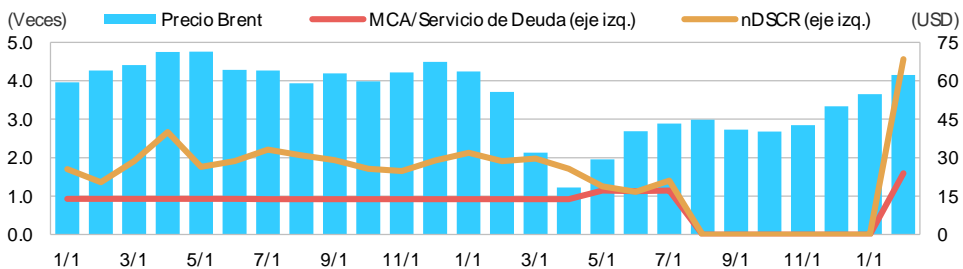
Índice de Cobertura del Servicio de la Deuda

(Veces)	Mínimo	Máximo	Promedio
Índice de Cobertura del Servicio de la Deuda FTHVGEO01	1.02	5.09	2.26

Nota: Las cifras incluyen excedentes de caja. Incluyen datos hasta febrero de 2021.
Fuente: Fitch Ratings, Hencorp.

La cobertura de la transacción ha disminuido desde el cambio en la estrategia comercial de LaGeo. De hecho, en los últimos cinco años, se alcanzó una cobertura mínima de 1.02x.

Índice de Cobertura del Servicio de la Deuda — FTHVGEO01



ªEje Derecho. Nota: De agosto de 2020 a enero de 2021, los índices son 0 para mantener la proporción de la gráfica. Durante estos meses estos indicadores alcanzaron más de 30x dado que no se pagó ni interés ni principal.
Fuente: Hencorp.

Los niveles de cobertura para la transacción podrían llegar a menos de 1x durante el período de restitución. Esto es considerando, en especial, el caso estresado de proyecciones para el precio *spot* de la energía.

Proyecciones Financieras

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

Tamaño del Programa respecto a Otros Pasivos de LaGeo

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

De acuerdo con los datos de los estados financieros no auditados de LaGeo al 31 de diciembre de 2020, la deuda de flujos futuros representó 98.6% de la deuda total en el balance general. Si el fondo FTHVGEO02 es emitido en su totalidad y en caso de que la compañía no adquiera deuda adicional, el fondo FTHVGEO01 representará cerca de 51% de la deuda de LaGeo y, al considerar la subordinación del FTHVGEO02, este representará aproximadamente 99%. Para Fitch, el tamaño relativo del programa frente al endeudamiento de la empresa es alto, otra razón por la cual la clasificación está vinculada a la del emisor.

Riesgo de Contraparte

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

Rol/Riesgo de Contraparte	Contraparte	Clasificación Relevante bajo Metodología	Clasificaciones Mínimas y Acciones Remediales
Banco con Cuentas del FTHVGEO01	Banco Cuscatlán de El Salvador, S.A.	'EAA+(slv)'	Los recursos de las distintas cuentas que hacen parte del Patrimonio Autónomo deberán estar en establecimientos cuya calificación sea mayor o igual a la calificación de riesgo crediticio de la emisión.
Banco de cuenta de recaudación	Banco de América Central S.A. (El Salvador)	'EAAA(slv)'	Los documentos de la emisión no incorporan acciones remediales.

Dado que los documentos de la transacción no incorporan acciones remediales, la calificación del FTHVGEO01 está limitado por la clasificación de Banco Cuscatlán de El Salvador, S.A.

Aplicación de Metodologías, Modelo y Suficiencia de la Información

Aplicación de Metodologías

Consulte en página 2 la lista de Metodologías Aplicables.

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

Simulación

Con el objetivo de verificar el cumplimiento de los pagos por parte del patrimonio autónomo, Fitch realizó varias simulaciones en distintos escenarios con las características definitivas de los títulos. La agencia hizo una verificación para determinar si los flujos de caja estresados y los mecanismos de

mejoras crediticias provistos por la transacción son suficientes para cubrir el pago oportuno tanto de capital como de intereses. Para ello, consideró la cascada de pagos y los mecanismos de dirección de los pagos en la forma en que se especificaron en los documentos de la emisión.

Suficiencia de la Información

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

Análisis Legal

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

- prospecto de la emisión – versión preliminar;
- contrato de cesión irrevocable a título oneroso de derechos sobre flujos financieros futuros (versión preliminar);
- OID de flujos futuros (versión preliminar);
- contrato de administración de flujos financieros futuros (versión preliminar);
- contrato de titularización (versión preliminar);
- Ley General de Electricidad;
- Reglamento de la Ley General de Electricidad;
- Reglamento de Operación del Sistema de Transmisión y del Mercado Mayorista Basado en Costos de Producción;
- Anexos del Reglamento de Operación del Sistema de Transmisión y del Mercado Mayorista Basado en Costos de Producción.

Seguimiento

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

Información Regulatoria

NOMBRE EMISOR O SOCIEDAD ADMINISTRADORA:

--Originador: LaGeo, S.A de C.V. (LaGeo);

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

FECHA DEL CONSEJO DE CLASIFICACIÓN: 21/abril/2021

NÚMERO DE SESIÓN: 043-2021

FECHA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN QUE SE BASÓ LA CLASIFICACIÓN:

--NO AUDITADA: 30/diciembre/2020.

--AUDITADA: 30/diciembre/2019.

CLASE DE REUNIÓN (ordinaria/extraordinaria): Ordinaria

CLASIFICACIÓN ANTERIOR (SI APLICA):

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

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

LINK SIGNIFICADO DE LA CLASIFICACIÓN: Las definiciones de clasificación de El Salvador las pueden encontrar en el sitio <https://www.fitchratings.com/es/region/central-america> bajo el apartado de "Definiciones de Clasificación de El Salvador".

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

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

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

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

Derechos de autor © 2021 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión clasificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una clasificación o una proyección.

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

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