**FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES LAGEO CERO UNO
FTHVGE01**

Comité No. 116/2025						
Informe con EEFf auditados al 31 de diciembre de 2024				Fecha de Comité: 29 de abril del 2025.		
Periodicidad de actualización: Semestral				Sector Eléctrico, El Salvador		
Equipo de Análisis						
Henry Díaz hdiaz@ratingspcr.com		Adalberto Chávez achavez@ratingspcr.com		(503) 2266-9471		
Fecha de información	jun-23	sep-23	dic-23	mar-24	jun-24	dic-24
Fecha de comité	14/09/2023	09/02/2024	18/04/2024	22/07/2024	23/10/2024	29/04/2025
Valores de Titularización Hencorp Valores LAGEO01	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Tramo 1 por USD 287,620,000	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable
Perspectivas						

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 esta, 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”. El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

“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 de clasificación de Riesgo, Pacific Credit Rating (PCR) decidió mantener la clasificación de riesgo de “**AAA**” a los **Valores de Titularización Hencorp Valores LaGeo Cero Uno** con perspectiva “**Estable**”; con información auditada al 31 de diciembre de 2024.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del fondo de titularización, respaldada por los ingresos obtenidos de la venta de energía del originador, permitiéndole mantener coberturas amplias sobre la cuota de cesión. Asimismo, se consideran los niveles de liquidez y solvencia adecuados de la entidad. Finalmente, se evalúan los respaldos legales y los resguardos financieros que fortalecen la estructura de la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **Rentabilidad del originador es buena.** La agencia opina que la rentabilidad de LaGeo es adecuada, basada en la buena generación de ingresos y una eficiente gestión del gasto. Esta tendencia seguirá en el corto y mediano plazo, producto de la evolución favorable de los ingresos por la venta de energía ocasionados por la mayor demanda de energía de los sectores económicos y hogares. A diciembre de 2024, el retorno sobre activos (ROA) de la entidad fue de 5.2% y el rendimiento sobre el patrimonio (ROE) de 7.7%, ambos mayores que los del ejercicio anterior y en línea con el comportamiento histórico de los últimos cinco años (ROA: 5.0% y ROE: 7.9%).
- **Mejora en los niveles de liquidez.** La calificadora resalta que LaGeo ha mejorado sus niveles de liquidez, garantizando el cumplimiento de las obligaciones a corto plazo y no se prevé cambios en un futuro cercano. La estructura de financiamiento de LaGeo es sólida, basada en titularizaciones y papel bursátil, proporcionándole flexibilidad para financiar proyectos y capital de trabajo. La prueba ácida (1.6x) supera tanto 2023 (1.4x) como el histórico quinquenal (1.3x), mientras la liquidez corriente (2.2x) también supera los periodos anteriores (2023: 1.9x; histórico: 1.7x), reflejando un fortalecimiento financiero continuo.
- **Solvencia y endeudamiento adecuados.** PCR destaca que LaGeo mantiene adecuados niveles de solvencia y endeudamiento, respaldados por un patrimonio robusto. El ratio pasivo a patrimonio mejoró a 0.5x (vs 0.6x en 2023 e histórico quinquenal), reflejando una gestión financiera buena. Adicionalmente, su estrategia de capitalización basada en titularizaciones y papel bursátil ha generado resultados positivos, fortaleciendo el patrimonio. La solvencia alcanzó 67.1%, superando tanto el año anterior (62.5%) como el promedio histórico (63.9%).
- **El fondo presenta un desempeño positivo.** PCR considera que el desempeño del fondo al cierre de diciembre de 2024 ha sido adecuado. Para sustentar esta opinión, la agencia verificó el cumplimiento de las cuotas de cesión, así como el registro de los flujos recolectados en la cuenta colectora. Asimismo, se constató que el originador ha cumplido con los cuatro resguardos financieros establecidos, lo cual ha contribuido a garantizar la adecuada operatividad del fondo. Adicionalmente, los mayores ingresos percibidos por la entidad han dado como resultado una cobertura de cesión de 4.8x, superior a la proyectada (4.5x).

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 3 de noviembre 2023. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Factores clave para la clasificación

Los factores que, de forma individual o conjunta, podrían impulsar una mejora en la calificación no aplican ya que el fondo cuenta con la clasificación más alta.

Los factores que, de forma individual o conjunta, podrían afectar negativamente la calificación incluyen un deterioro de la calidad crediticia del originador, el incumplimiento de los resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización y las variaciones fuertes en los precios de la energía eléctrica que impacten negativamente en la generación de ingresos del originador.

Información utilizada para la clasificación

PCR utilizó los estados financieros no auditados de LaGeo correspondientes a diciembre de 2019 a 2024, los cuales están preparados de acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente aceptados para Instituciones Gubernamentales en El Salvador. Adicionalmente, utilizó los estados financieros auditados del fondo de diciembre 2020 a 2024 y la información proporcionada directamente por la titularizadora.

Hechos Relevantes

- Al diciembre de 2024 no se presentaron hechos relevantes de consideración para el informe de calificación.

Limitaciones potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: No se encontró algún tipo de limitación para el análisis.

Limitaciones potenciales: Se 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.

Panorama Internacional

El crecimiento económico global ha mostrado signos de estabilización, registrando una tasa de expansión del 2.7% en 2023 y 2024. Este desempeño ha sido favorecido por la flexibilización de las políticas monetarias, las cuales han brindado apoyo a la actividad económica y contribuido al cumplimiento de los objetivos inflacionarios establecidos por los bancos centrales. Sin embargo, aunque la estabilidad en la tasa de crecimiento es un factor positivo, esta sigue siendo insuficiente para contrarrestar los efectos adversos derivados de diversos eventos ocurridos desde el inicio de la década.

Según las proyecciones del Banco Mundial, se espera que el crecimiento económico global se mantenga en 2.7% durante 2025 y 2026. En su informe sobre las Perspectivas Económicas Mundiales, la institución también prevé que

las economías emergentes continuarán experimentando un crecimiento en torno al 4%, aunque esta cifra se encuentra por debajo de los niveles observados antes de la pandemia. Este escenario presenta desafíos significativos para los países emergentes, particularmente en lo que respecta a la lucha contra la pobreza y la promoción del desarrollo económico sostenible.

El cambio de administración en Estados Unidos a inicios de 2025 ha marcado un giro significativo en la política comercial del país, caracterizado por la amenaza y la implementación de aranceles sobre las economías vecinas, así como sobre China y otras economías emergentes. Esta nueva postura comercial plantea riesgos de distorsiones en los mercados globales, con efectos adversos potenciales sobre las economías emergentes, las cuales podrían enfrentar tensiones adicionales en sus flujos comerciales y en sus cadenas de suministro.

Adicionalmente, un factor crucial a considerar es la crisis migratoria, exacerbada en gran medida por el endurecimiento de los regímenes autoritarios en diversas regiones del mundo. En este contexto, Estados Unidos ha adoptado políticas de deportaciones masivas, lo que no solo intensifica la presión sobre el sistema migratorio del país, sino que también agrava las dinámicas socioeconómicas y geopolíticas en las economías de origen y destino de los flujos migratorios, que a su vez podrían generar una reducción en los flujos de remesas hacia los países que tienen una alta dependencia de dichos ingresos en sus economías.

En el contexto de tasas de interés, durante el 2024 la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) realizó 3 recortes desde 5.25% hasta 4.25% a medida que los niveles de inflación se moderaban y la economía estadounidense mostraba signos de estabilidad y crecimiento. Las expectativas para 2025 se mantienen en dos recortes adicionales, según la última reunión de la FED en diciembre de 2024, hasta alcanzar el rango de 3.5% y 3.75%; lo que dependerá de los signos que muestre la economía y los efectos de la política comercial y monetaria, así como la evolución de los niveles inflacionarios de Estados Unidos.

Desempeño económico de El Salvador

La actividad económica del país se ha moderado en el segundo semestre de 2024. El Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento interanual de 1.58% al tercer trimestre, similar al del segundo trimestre (1.53%); pero por debajo del registrado en el primero (3.45%) e inferior a las expectativas que tenía el Banco Central de Reserva (BCR) para el 2024 (3.5%). Lo anterior se explica a partir de que 7 de las 21 actividades usadas en la medición de PIB reportan variaciones negativas, dentro de las que destacan la de administración pública y defensa (-3.55%), enseñanza (-3.44%), transporte y almacenamiento (-2.29%), explotación de minas y canteras (-1.63%) e industrias manufactureras (-1.34%). La actividad que presenta un mayor repunte es la de financieras y seguros con un crecimiento interanual de 9.49%, seguida de actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas (6.12%) y actividades de atención a la salud humana social (5.04%).

Por otra parte, la inflación ha reportado los niveles más bajos después de haber alcanzado rangos históricos postpandemia. A diciembre de 2024 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) resultó en 0.29%. Este comportamiento ha estado influenciado por las divisiones de la canasta básica de alimentos y bebidas no alcohólicas (-0.47%), recreación y cultura (-2.51%), muebles y artículos para el hogar (-2.18%), transporte (-1.58%) y comunicaciones (-0.39%). En términos anuales se observa una reducción significativa en el índice que cerró en 2023 en 1.23%.

Uno de los sectores que ha sido el impulsor de la economía es el financiero que ha mostrado resiliencia y un buen dinamismo al reportar una cartera de préstamos neta de USD 19,024 millones, reflejando un incremento de 6.42% (USD 1,147 millones). Los depósitos, por su parte, registraron un crecimiento de 7.91% (USD 1,478 millones), impulsados principalmente por los depósitos a la vista (+10.28%). Las tasas de interés, en concordancia con la dinámica de ajustes a la baja de las tasas de referencia internacionales, muestran una tendencia decreciente. La tasa de préstamos hasta un año plazo pasó desde 8.2% al cierre de 2023 a 7.87% a diciembre de 2024; mientras que la tasa de rendimiento de depósitos a 180 días registró un ligero aumento al pasar de 5.43% a 5.53%, dando como resultado un menor spread (2.34%) vs 2023 (2.77%).

En el sector fiscal, El Salvador cerró 2024 con un déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) de USD 955.60 millones¹, mayor en 21.3% (USD 167.9 millones) al de 2023. Según las cifras del Banco Central de Reserva los ingresos corrientes reportaron un aumento del 7.1% (USD 599.8 millones) debido principalmente a los ingresos tributarios netos; mientras que los gastos y concesión neta de préstamos registraron un aumento de 8.5% (USD 779.7 millones) producto del aumento de gastos corrientes de consumo e intereses. Cabe destacar que actualmente se tiene un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional con la finalidad de alcanzar un mejor equilibrio fiscal y sostenibilidad de la deuda.

En el sector externo, la balanza comercial de El Salvador cerró el 2024 con un déficit de USD 9,525 millones, superando en 4.1% (USD 375 millones) al déficit reportado en 2023. Las exportaciones FOB totalizaron en USD 6,448 millones y mostraron un comportamiento ligeramente a la baja (-0.8%; USD 50.6 millones) debido principalmente a la industria manufacturera de maquila (-11.18%; USD 115.3 millones). Por su parte, las importaciones registraron un aumento

¹ No se incluye pensiones

interanual de 2.1% (USD 324.3 millones), también impulsadas por la industria manufacturera (+3.9%; USD 539 millones) y que contrarrestó la reducción en otros productos.

Algunos factores positivos para la economía y el perfil de riesgo del país son las remesas que continúan creciendo y alcanzando cifras récord; aunque con una tasa de crecimiento que se ha desacelerado a niveles más bajos desde 2015. En 2024, las remesas familiares totalizaron los USD 8,479.7 millones con una tasa de crecimiento interanual de 2.5%. Estados Unidos continúa representando el principal país de donde proviene este flujo de divisas. Estas representan aproximadamente el 24% del PIB. Otro factor positivo y resultado de la mejora en el perfil de deuda del país es el riesgo país medido a través del EMBI (*Emerging Market Bonds Index*) que ha tenido una evolución positiva en el último año al pasar de 6.8% en diciembre de 2023 a 3.9% al cierre de 2024.

Análisis del Sector Energético

Al cierre de 2024, la generación nacional de energía en El Salvador alcanzó los 7,334.4 gigavatios hora (GWh), registrando una caída interanual del 0.7%. Esta contracción se debió principalmente a una significativa reducción en la generación térmica (-86.9%), así como a menores aportes de fuentes geotérmicas (-1.5%) y eólicas (-12.5%). En contraste, se observaron incrementos en la producción mediante gas natural, energía hidroeléctrica y solar. Las importaciones crecieron un 24.5%, totalizando 209.9 GWh. La dinámica en la producción responde a la estrategia de compensar con energía térmica la baja generación hidroeléctrica registrada en 2023 debido a la escasez de lluvias. Además, el mayor uso de gas natural busca reducir la dependencia de combustibles fósiles en la matriz energética.

El proceso de diversificación de la matriz energética ha permitido mejorar la estabilidad del suministro. En 2024, la capacidad instalada de la matriz energética de El Salvador alcanzó los 2,529.34 megavatios (MW), reflejando una mejora en los últimos años, impulsada por la búsqueda de una mayor eficiencia energética. La composición muestra una integración variada, con una mayor dependencia de la energía proveniente del gas natural, que representa un 28.2%, seguida de la energía hidroeléctrica con un 28% y la geotérmica con un 19.3%, lo que evidencia una importante participación de energías limpias.

El mercado eléctrico salvadoreño es regulado por la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET), con el apoyo de la Dirección General de Energía, Hidrocarburos y Minas (DGEHM), así como de la Unidad de Transacciones (UT) en la planificación y operación del sistema. A diciembre de 2024, el precio promedio del megavatio hora (MWh) fue de USD 92.97, registrando una reducción interanual del 15.3%, atribuida a una menor participación de combustibles en la generación de energía.

En 2024, la demanda en el Mercado Mayorista de Energía alcanzó los 7,232.9 GWh, lo que representó un crecimiento interanual del 7.09%, impulsado por una mayor actividad productiva y un incremento en el consumo residencial. Las exportaciones, por su parte, cayeron un 54.7% debido a cambios en el Mercado Eléctrico Regional. A pesar de ello, El Salvador mantiene un papel relevante en el comercio de energía a nivel regional. En línea con la Política Energética Nacional 2020-2050, en los próximos años se priorizarán la seguridad energética y el desarrollo de fuentes renovables.

Perfil de la Titularizadora

Reseña y operaciones.

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, es una entidad especializada en la estructuración y administración de procesos de titularización en El Salvador. Constituida en 2008, forma parte del Grupo Hencorp, un conglomerado con presencia en América Latina y Estados Unidos. Opera bajo el marco regulatorio del mercado de valores salvadoreño y cumple con los estándares normativos establecidos por las autoridades financieras.

La entidad ofrece titularizaciones respaldadas por flujos futuros y activos financieros para los sectores público y privado, mejorando el acceso a financiamiento y liquidez. Es líder en el mercado salvadoreño, con amplia experiencia y solidez, y gestiona el 59.30% del patrimonio total de las titularizaciones activas en el país.

Estructura gerencial y gestión de riesgos.

PCR considera adecuada la estructura accionaria y el liderazgo de la titularizadora, destacando un sólido Gobierno Corporativo respaldado por su Junta Directiva, manuales, comités y principios éticos, lo que fortalece la toma de decisiones estratégicas en favor de la entidad y sus accionistas. Para cumplir con la normativa NPR-11 del BCR y mitigar riesgos, Hencorp Valores implementó un Manual de Gestión de Riesgos y cuenta con auditoría externa regulada, asegurando una gestión conforme a los estándares normativos.

Resultados financieros

Dada la naturaleza del negocio de la titularizadora, resulta fundamental evaluar el riesgo de liquidez que enfrenta la entidad. En este contexto, al cierre de diciembre de 2024, Hencorp presentó una ligera disminución en su razón corriente en comparación con el resultado interanual, situándose en 2.8 veces (diciembre 2023: 3.0 veces). Sin embargo, la entidad continúa reflejando una sólida capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

El desempeño de sus ingresos y egresos influyó ligeramente en los indicadores de rentabilidad, registrando un ROA de 38.0% (diciembre 2023: 42.0%). Asimismo, el ROE se ubicó en 58.7% (diciembre 2023: 62.6%). A pesar de la

reducción en estos indicadores, la titularizadora mantiene niveles de rentabilidad elevados, alineados con su promedio de los últimos cuatro años.

Estructura de la titularización

El Fondo de Titularización Hencorp Valores LaGeo Cero Uno (FTHVGEO01) consiste en la emisión de títulos de deuda a través de un patrimonio autónomo con el fin de proveer liquidez a la autónoma para la realización de sus operaciones, según la finalidad que determine la entidad. El fondo cuenta con mecanismos de coberturas y respaldos que garantizan la operatividad y pagos de manera oportuna.

Resumen de la Estructura de Titularización - FTHVGEO01

CONCEPTO	DETALLE
Originador	LAGEO, S.A. de C.V.
Denominación:	FTHVGEO01
Monto de la Emisión	USD 287,620,000.00 millones.
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.
Tasa de interés	5.8%
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.
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, la cual es ejecutada inicialmente por la Unidad de Transacciones, S.A de C.V.
Resguardos financieros	Deuda Total dividido entre Patrimonio total: Este ratio no podrá ser mayor a uno. EBITDA dividido entre Servicio de Deuda: Este ratio no podrá ser menor a uno punto tres. Total de Activos Circulantes dividido entre Total de Pasivos Circulantes: Este ratio no podrá ser menor a uno. Los Activos Productivos entre el Saldo Vigente de los Valores con cargo al Fondo: no deben ser menor a uno punto noventa veces.
Destino de los Fondos de la Emisión	Los fondos que LaGeo, recibió en virtud de la cesión de los derechos de los 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.

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

Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros.

Mediante escritura pública de contrato de cesión y administración otorgado y su modificación, LAGEO, S.A DE C.V., cederá los primeros flujos financieros futuros de manera irrevocable y a título oneroso al Fondo de Titularización mensualmente, por medio de la Titularizadora, hasta un monto de USD 490,200,000.00, los cuales serán entregados al FTHVGEO01 en ciento noventa y siete meses sucesivos de la siguiente manera:

MONTOS DE CESIÓN DEL FTHVGEO01	
Meses	Cesión (USD)
Mes 1 al 67	USD 2,671,000
Mes 68 al 73	USD 102,000
Mes 74	USD 7,615,000
Mes 75 al 91	USD 1,170,000
Mes 92 al 197	USD 2,671,000

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

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

1. Abono de la cantidad necesaria en la cuenta restringida hasta que su saldo sea mínimo equivalente al próximo monto mensual de cesión de flujos financieros futuros;
2. Pago de intereses y capital a favor de los tenedores de valores;
3. Comisiones a pagar a la sociedad titularizadora;
4. Costos y gastos adeudados a terceros y;
5. Remanentes transferidos a LaGeo.

Factores de Riesgo

Los riesgos asociados del fondo se dividen en dos:

- 1) Riesgos asociados a la titularización: riesgo de mora, regulatorio y estratégico.
- 2) Riesgos asociados a la titularización: riesgo de liquidez, mercado y tasa de interés.

Análisis del Originador

Reseña

LaGeo es una empresa salvadoreña dedicada a la producción de energía eléctrica utilizando recursos geotérmicos de manera racional y sostenible. Fundada en 1998, es una subsidiaria de Inversiones Energéticas S.A. de C.V que, a su vez, es empresa subsidiaria de la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL), LaGeo se ha convertido en un líder en el desarrollo de energía geotérmica en Centroamérica.

Estrategias y operaciones

Los recursos de la entidad provienen de la venta de energía en el mercado nacional. LaGeo opera dos plantas geotérmicas ubicadas en Ahuachapán y Berlín (Usulután), con una capacidad instalada de generación de 204.4 Megavatios (MW). Estas centrales geotérmicas son vitales en el sector energético de El Salvador, ya que representan una parte significativa de la oferta nacional de energía. A diciembre de 2024, el 19.3% de la producción de energía de la matriz nacional es generada por la entidad, ocupando la tercera posición en las aportaciones totales del sistema. Además, la generación de energía renovable no solo ayuda a reducir la dependencia de combustibles fósiles, sino que también contribuye a la estabilización de las tarifas eléctricas y a la protección del medio ambiente.

Responsabilidad Social

PCR destaca que LaGeo realiza acciones que velan por el cuidado del medio ambiente y mitigación de riesgos sociales en sus operaciones de generación de energía. También, ha identificado a sus grupos de interés y por medio de la fundación LaGeo implementa programas medioambientales y sociales destinados para la preservación, conservación de la fauna silvestre y la mejora de las condiciones de las comunidades aledañas a las centrales en áreas de salud y educación. Esto basado en la evaluación interna de PCR a través de la encuesta de factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG por sus siglas en inglés).

Análisis financiero

Resultados

La rentabilidad de la entidad es buena, basada en la adecuada generación de ingresos y una eficiente gestión del gasto. La calificadora opina que esta tendencia se mantendrá en el corto y mediano plazo, producto de la evolución favorable de los ingresos por la venta de energía ocasionada por la mayor demanda de energía de los sectores económicos y los hogares, basado en las expectativas de crecimiento de la economía salvadoreña que rondará el 2.7% según el Banco Mundial, lo que conllevará la mayor demanda energética. A diciembre de 2024, el retorno sobre activos (ROA) de la entidad resultó en 5.2% y el rendimiento sobre el patrimonio (ROE) en 7.7%, ambos mayores que los del ejercicio anterior y en línea con el comportamiento histórico de los últimos cinco años (ROA: 5.0% y ROE: 7.9%).

Los ingresos de LaGeo provienen exclusivamente de la venta de energía, los cuales ascendieron a USD 154.7 millones, con un crecimiento interanual de 4.2% y una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) en los últimos cinco años de 5.2%. Los canales de comercialización de la energía se realizan a través del Mercado Regulador del Sistema (MRS), contratos bilaterales y de naturaleza pública. Adicionalmente, el precio promedio de venta neto por megavatio hora fue de USD 93.9 con un crecimiento interanual de 5.5% (2023: USD 89.0) y la cantidad inyectada a la matriz energética nacional fue de 1,455,491 megavatios hora (MWh), menor en 1.5% con respecto al año anterior (1,478,357 MWh).

Los costos de producción de energía aumentaron un 9.3 % interanual (equivalente a USD 5.4 millones), impulsados principalmente por el incremento en los costos indirectos de producción, en concordancia con la dinámica de crecimiento de la generación eléctrica. A pesar de esto, los márgenes de rentabilidad de la entidad se mantienen estables y en línea con los reportados históricamente. En ese sentido, el margen bruto se ubicó en 59.1%, levemente inferior a su periodo comparativo (61.0%) y al del promedio histórico de los últimos cinco años (61.4%).

En términos de eficiencia operativa, los indicadores muestran estabilidad, respaldada por una evolución controlada de los gastos administrativos, de proyectos y de venta, los cuales se mantienen alineados con el promedio histórico. Como resultado, el margen operativo se situó en 46.7 %, en línea con el promedio de los últimos cinco años (46.9 %), reflejando una gestión eficiente de los recursos. Por su parte, el margen neto alcanzó 25.9 %, manteniéndose cercano al promedio histórico de 26.3 %, lo que refuerza la solidez del desempeño financiero del emisor.

A la fecha de análisis, se observa una disminución en la cobertura de EBITDA sobre los gastos financieros y servicio de la deuda por un aumento de estos gastos; sin embargo, LaGeo mantiene una posición robusta para cumplir con sus compromisos financieros, reportando una cobertura adecuada. El EBITDA a diciembre de 2024 alcanzó USD 100.5 millones, representando un crecimiento interanual de 6.8%. La cobertura de EBITDA sobre intereses financieros se situó en 6.0 veces (x), inferior al 7.2x de diciembre de 2023 y al promedio de los últimos cinco años (6.4x); similar comportamiento obtuvo el ratio EBITDA sobre servicio de la deuda, que fue de 2.2x en diciembre de 2024, inferior al 3.7x del año anterior y del promedio histórico de los últimos cinco años (3.6x).

Adicionalmente, se registró una disminución en el indicador de deuda financiera sobre EBITDA, al pasar de 2.6x en diciembre de 2023 a 2.2x en diciembre de 2024, ubicándose por debajo del promedio de los últimos cinco años (2.4x). Esta mejora se explica por la reducción del 10.1 % en el nivel de deuda financiera, lo que implica un menor tiempo para pagar toda su deuda.

Liquidez y fondeo

La agencia destaca que LaGeo ha mostrado una mejora en sus niveles de liquidez en comparación con su desempeño histórico, lo que le permite cubrir adecuadamente sus obligaciones de corto plazo. Además, la autónoma mantiene una estructura de financiamiento sólida, basada en la titularización y emisión de papel bursátil, lo que le otorga flexibilidad necesaria para financiar sus proyectos y asegurar un capital de trabajo adecuado. Por lo tanto, se espera que la entidad continúe manteniendo esta tendencia positiva en sus niveles de liquidez en el horizonte de la calificación.

Al cierre de diciembre de 2024, los activos totales ascendieron a USD 772.7 millones, manteniéndose estables en comparación con el mismo período del ejercicio anterior. En cuanto a su composición, el efectivo registró una disminución interanual de USD 11.3 millones, parcialmente compensada por un aumento en las inversiones en instrumentos de deuda por USD 6.1 millones. Como resultado, los activos corrientes se redujeron un 4.5 % interanual. Estos representan el 17.6 % del total de activos, destacando dentro de su composición las cuentas por cobrar comerciales (4.8 %) y las inversiones en instrumentos financieros (4.6 %).

Los pasivos de LaGeo totalizaron USD 254.0 millones, mostrando una disminución interanual de 12.8% (USD 26.3 millones). Los pasivos corrientes representan el 25.0% del total, de los cuales, el vencimiento del papel bursátil es el más relevante con un 9.9%, seguido de los impuestos por pagar con un 7.0%.

Respecto a la liquidez, la prueba ácida presentó un resultado positivo, con un coeficiente de 1.6x, superior al del periodo anterior (1.4x) y al promedio histórico de los últimos cinco años (1.3x). De igual forma, la razón de liquidez corriente se situó en 2.2x, mostrando una mejora frente al valor registrado en 2023 (1.9x) y al promedio de los últimos cinco años (1.7x), lo que indica una mayor capacidad para cubrir las obligaciones de corto plazo sin comprometer la solidez financiera.

En cuanto a su estructura de fondeo, la principal fuente de financiamiento de LaGeo proviene de los valores de titularización, que representan el 83.4 % del total de pasivos. Además, los papeles bursátiles constituyen el 2.0 % del endeudamiento, lo que refleja una dependencia significativa de los instrumentos del mercado de valores para financiar sus operaciones.

Solvencia y endeudamiento

LaGeo ha mantenido niveles de solvencia y endeudamiento adecuados, respaldados por un patrimonio robusto que ha favorecido la mejora de estos indicadores. El ratio pasivo a patrimonio fue de 0.5x, menor que el del periodo anterior (0.6x) y del promedio de los últimos cinco años (0.6x), lo que indica una gestión financiera buena. Además, la entidad ha capitalizado sus resultados, lo que le ha permitido fortalecer su patrimonio, dando como resultado mejores niveles de solvencia, el cual resultó en 67.1%, superior al de 2023 (62.5%) y al del promedio histórico (63.9%).

A diciembre de 2024, el patrimonio de LaGeo totalizó USD 518.7 millones, reportando un crecimiento interanual de 6.9% (USD 33.4 millones). Dicho incremento es producto de mayores resultados acumulados. El patrimonio se compone principalmente del capital social con un 73.5%, la reserva legal con un 14.7%, los resultados acumulados con un 10.2% y el restante en otros componentes.

Cobertura de la emisión y resguardos financieros

PCR considera que el desempeño del fondo al cierre de diciembre de 2024 ha sido adecuado. La agencia ha verificado el cumplimiento del pago de las cuotas de cesión, así como el registro de los flujos recolectados en la cuenta colectora. Adicionalmente, se ha confirmado que el originador ha cumplido con los cuatro resguardos financieros establecidos, lo que ha asegurado el funcionamiento adecuado del fondo.

Coberturas de ingresos

El fondo muestra un desempeño positivo, producto de los mayores ingresos percibidos por la entidad, con una cobertura de cesión de 4.8x, superior a la proyectada (4.5x). El monto de cesión representa el 20.7% de los ingresos de LaGeo, resultando inferior al porcentaje proyectado (22.3%). La agencia considera que el desempeño positivo del fondo no sufrirá cambios en el corto y mediano plazo.

PROYECCIÓN DE INGRESOS ANUALES LAGEO (US\$ MILLONES)

Componentes	REAL				PROYECCIONES				
	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos	135.91	141.47	148.45	154.74	143.65	146.52	149.45	152.44	155.49
Cesión anual	19.42	21.55	32.05	32.05	32.05	32.05	32.05	32.05	32.05
% de Cesión	14.29%	15.23%	21.59%	20.71%	22.31%	21.88%	21.45%	21.03%	20.61%
Cobertura de Cesión	7.00	6.57	4.63	4.83	4.48	4.57	4.66	4.76	4.85

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

Resguardos financieros de la emisión

La calificadora comprobó que el originador ha cumplido con los cuatro resguardos financieros semestrales que están establecidos en el prospecto de la emisión. Los resultados de los resguardos son los siguientes:

Deuda total entre Patrimonio total: El resultado no debe ser mayor a 1.0x; a la fecha de análisis fue de 0.41 veces, cumpliendo de manera satisfactoria con el requerimiento acordado.

EBITDA entre el Servicio de la deuda: El resultado no debe ser menor a 1.0x; a la fecha de análisis fue de 3.14x, dando cumplimiento al requerimiento del fondo.

Total de activo circulante entre el total de pasivo circulante: El resultado no puede ser menor a 1.0x; a la fecha de análisis fue de 2.15x, cumpliendo de manera satisfactoria el requerimiento acordado.

Activos productivos entre el saldo vigente de los valores de titularización con cargo al fondo: El resultado no debe ser menor a 1.9x; a la fecha de análisis fue de 3.33x.

Estados financieros no auditados de LaGeo

BALANCE GENERAL (USD MILLONES)				
Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Efectivo y Equivalentes	25.70	28.16	21.46	10.11
Depósitos a plazo	-	20.00	10.00	10.00
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	24.96	16.48	36.17	37.07
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	1.91	3.76	5.40	4.87
Vencimiento corriente de préstamo por cobrar a partes relacionadas	24.26	26.29	24.93	25.30
Inversiones en Instrumentos de deuda	1.84	33.45	29.31	35.44
Inventario de repuestos y materiales - neto	7.21	5.86	6.93	8.08
Gastos pagados por anticipado	3.60	5.12	8.61	5.47
Total Activos Corrientes	89.48	139.11	142.81	136.35
Préstamo por cobrar a partes relacionadas menos vencimiento corriente	365.94	352.25	372.48	162.06
Otros préstamos por cobrar a largo plazo	-	-	-	4.57
Remanente IVA Crédito Fiscal	-	-	-	18.83
Efectivo restringido	4.38	3.97	10.48	11.11
Inversiones restringidas	43.06	6.60	6.78	-
Inventarios de repuestos netos	17.88	19.96	26.09	46.33
Inversiones en instrumentos de patrimonio	13.08	12.93	0.78	0.60
Inmuebles, maquinaria y equipo - neto	239.34	219.37	211.21	392.17
Activos por derecho de uso	0.45	0.64	0.53	0.68
Total Activos no Corrientes	684.12	615.72	633.66	636.35
Activos Totales	773.61	754.84	776.47	772.70
Proveedores	4.10	4.28	7.37	9.81
Préstamo bancario a corto plazo	10.00	-	5.00	-
Vencimiento corriente de obligaciones por titularización a largo plazo	8.38	19.78	23.49	25.11
Vencimiento corriente de pasivo por arrendamiento	0.49	0.54	0.54	0.67
Cuentas y préstamos por pagar a partes relacionadas	1.24	1.25	0.54	0.34
Dividendos por pagar	27.60	19.38	12.25	0.07
Obligaciones bursátiles emitidas	-	-	-	5.00
Otras cuentas por pagar y gastos acumulados	5.22	4.14	4.47	4.54
Impuesto sobre la renta por pagar	16.41	20.21	20.59	17.85
Total Pasivo Corriente	73.45	69.57	74.25	63.40
Obligaciones por beneficio por retiro	6.72	4.87	3.28	3.76
Obligaciones por titularización a largo plazo menos vencimiento corriente	205.79	185.88	212.50	186.60
Pasivo por impuesto sobre la renta diferido	2.59	1.38	1.17	0.23
Cuentas por pagar relacionadas	-	-	-	-
Pasivo por arrendamiento menos vencimiento corriente	-	0.11	-	0.01
Dividendos por pagar	-	-	-	-
Total Pasivo no Corriente	215.10	192.23	216.95	190.60
Pasivos Totales	288.55	261.80	291.19	254.00
Capital Social	370.39	370.39	381.40	381.40
Reserva Legal	74.08	74.08	76.28	76.28
Otros componentes de patrimonio	(3.77)	(5.13)	(3.96)	-
Resultados Acumulados	44.35	53.69	31.55	7.99
Patrimonio Total	485.06	493.03	485.27	53.04
TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO	773.61	754.84	776.47	518.71

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

ESTADO DE RESULTADO (USD MILLONES)					
Componentes	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Ingresos por venta de Energía y otros ingresos	120.34	135.91	141.47	148.45	154.74
Costo de Producción de energía	(46.04)	(48.74)	(54.92)	(57.90)	(63.30)
Utilidad Bruta	74.30	87.17	86.55	90.56	91.44
Gastos de administración y proyectos	(20.92)	(18.69)	(16.98)	(18.16)	(17.38)
Gastos de Venta	(1.49)	(1.87)	(1.27)	(1.85)	(1.81)
Utilidad de Operación	51.88	66.61	68.29	70.55	72.25
Otros ingresos	-	-	-	3.38	2.09
Ingresos por Intereses	15.99	18.27	17.62	15.87	13.64
Otros gastos	(9.97)	(14.31)	(1.12)	(19.58)	(10.73)
Utilidad antes de Intereses e impuestos	57.90	70.58	84.78	70.22	77.25
Gastos Financieros	(14.45)	(14.93)	(14.06)	(13.07)	(16.75)
Utilidad antes de impuestos y reserva legal	43.44	55.64	70.73	57.16	60.50
Reserva Legal	-	-	-	-	-
Impuesto sobre la Renta	(14.58)	(19.52)	(23.04)	(23.41)	(20.46)
Contribución Especial	(1.71)	-	-	-	-
Utilidad Neta	27.15	36.13	47.69	33.75	40.04

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

INDICADORES FINANCIEROS

Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
EBITDA	\$92.73	\$107.05	\$93.73	\$100.56
Deuda Financiera	\$225.41	\$206.90	\$241.52	\$217.05
Utilidad Neta	\$36.13	\$47.69	\$33.75	\$40.04
Rentabilidad				
Margen Bruto	64.14%	61.18%	61.00%	59.09%
Margen Operativo	49.01%	48.27%	47.52%	46.69%
Margen Neto	26.58%	33.71%	22.74%	25.88%
Margen EBITDA	68.23%	75.66%	63.14%	64.99%
ROE anualizado	7.45%	9.67%	6.96%	7.72%
ROA anualizado	4.67%	6.32%	4.35%	5.18%
Eficiencia	23.59%	21.09%	22.09%	20.99%
Rentabilidad				
Liquidez General	1.22	2.00	1.92	2.15
Prueba Ácida	0.88	1.76	1.44	1.57
Capital de Trabajo (US\$ Millones)	\$16.03	\$69.54	\$68.56	\$72.96
Ciclo de Conversión del Efectivo (días)	90	53	207	298
Endeudamiento (Veces)				
Endeudamiento (Pasivos / Activos)	0.37	0.35	0.38	0.33
Apalancamiento Patrimonial (Pasivo / Patrimonio)	0.59	0.53	0.60	0.49
Apalancamiento Financiero (Activo / Patrimonio)	1.59	1.53	1.60	3.04
Solvencia (Patrimonio/activos)	62.7%	65.3%	62.5%	67.1%
Cobertura (Veces)				
EBITDA / Gastos Financieros	6.21	7.62	7.17	6.00
EBITDA / Servicio de la deuda	3.98	3.16	3.69	3.16
Apalancamiento Financiero (Deuda Financiera / Patrimonio)	0.46	0.42	0.50	0.42
Deuda Financiera / EBITDA	2.43	1.93	2.58	2.16

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

CESIONES MENSUALES CON RESTRUCTURACIÓN DE CAPITAL E INTERESES (USD)

Meses	Cesión (USD)
Mes 1 al 67	USD 2,671,000
Mes 68 al 73	USD 102,000
Mes 74	USD 7,615,000
Mes 75 al 91	USD 1,170,000
Mes 92 al 197	USD 2,671,000

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

BALANCE GENERAL
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES LAGEO 01
(USD MILES)

COMPONENTES	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
BANCOS	2,793.92	4,448.20	5,380.97	5,382.72	5,369.74
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	19,315.00	20,375.00	29,381.00	29,381.00	29,381.00
ACTIVO CORRIENTE	22,108.92	24,823.20	34,761.97	34,763.72	34,763.72
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	259,264.00	269,771.00	237,719.00	205,667.00	173,615.00
ACTIVO NO CORRIENTE	259,264.00	269,771.00	237,719.00	205,667.00	205,667.00
TOTAL ACTIVO	281,372.92	294,594.20	272,480.97	240,430.72	240,430.72
DOCUMENTOS POR PAGAR	0.00	67.32	0.00	0.00	0.00
COMISIONES POR PAGAR	2.36	0.77	4.62	4.62	4.62
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	36.88	36.88	33.54	33.54	39.54
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	6.16	9.34	4.78	6.18	6.04
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	5,244.35	9,846.06	20,019.82	21,203.12	22,448.38
IMPUESTOS Y RETENCIONES POR PAGAR	0.00	0.03	0.00	0.02	0.01
PASIVO CORRIENTE	5,289.74	9,960.39	20,062.76	21,247.48	22,498.59
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	216,298.23	208,633.03	189,309.42	168,738.02	146,824.43
INGRESOS DIFERIDOS	84,446.96	105,210.86	92,700.64	80,366.05	68,045.80
PASIVO NO CORRIENTE	300,745.19	313,843.89	282,010.06	249,104.07	214,870.23
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	-24,662.01	-29,210.09	-29,591.84	-29,920.83	-29,920.83
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	-22,061.60	-24,662.01	-29,210.09	-29,591.86	917.75
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	2,600.41	-4,548.08	-381.75	-328.97	917.75
TOTAL PASIVO	281,372.92	294,594.20	272,480.98	240,430.72	208,365.74

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

ESTADO DE RESULTADOS
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES LAGEO 01
(USD MILES)

COMPONENTES	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
INGRESOS POR ACTIVOS TITULIZADOS	10,517.31	11,110.10	12,235.36	12,215.27	12,196.19
INGRESOS POR INVERSIONES	62.98	64.09	69.47	85.94	82.28
OTROS INGRESOS	0.00	0.00	5.80	0.92	0.00
TOTAL INGRESOS	10,580.30	11,174.20	12,310.63	12,302.13	12,278.47
POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODÍA	1,127.69	1,116.33	1,106.63	1,027.00	926.75
TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS				0.00	0.00
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	50.83	52.50	52.50	52.50	52.50
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80
POR HONORARIOS PROFESIONALES	20.00	20.00	20.02	20.00	20.00
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN. Y OPERACIÓN	1,201.33	1,191.63	1,181.93	1,102.30	1,002.05
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	11,969.31	14,520.59	11,499.48	11,527.30	10,344.55
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES BANCARIAS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
GASTOS FINANCIEROS	11,969.31	14,520.59	11,499.48	11,527.30	11,346.60
OTROS GASTOS	10.67	10.05	10.97	1.50	14.12
TOTAL GASTOS	13,180.71	15,722.27	12,692.38	12,631.10	11,360.72
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	-2,600.41	-4,548.08	-381.75	-328.97	917.75

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 esta 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.