

FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES LAGEO CERO UNO – FTHVGEO01

Comité No.: 125-2026

Fecha de Comité: 28 de abril de 2026

Informe con Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2025

Antiguo Cuscatlán – El Salvador

Equipo de Análisis

Sonia Rivas

Adalberto Chavez

(503) 2266-9471

srivas@ratingspcr.com

achavez@ratingspcr.com

Calificación

AAA

Significado De La Calificación

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 "-" indica un nivel mayor de riesgo.

Instrumento Calificado	Calificación actual	Calificación anterior	Fecha de comité
Valores de titularización	AAA	AAA	28 de abril de 2026
Perspectiva	Estable	Estable	

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. 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 constituye 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 "AAA" a todos los tramos de los **Valores de Titularización Hencorp Valores LaGeo Cero Uno**, con perspectiva "Estable", con información al 31 de diciembre de 2025. La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del fondo, respaldada por los ingresos provenientes de la comercialización de energía del originador, quien mantiene una posición relevante dentro de la matriz energética del país. A pesar de la exposición a la volatilidad de los precios del mercado de energía, el fondo sostiene coberturas holgadas sobre la cuota de cesión. Asimismo, se consideran adecuados niveles de solvencia y un endeudamiento moderado. Si bien durante el periodo la liquidez de corto plazo registra una disminución, se mantiene en niveles apropiados para el cumplimiento de sus compromisos. Finalmente, se valoran los mecanismos de cobertura, la estructura legal y el cumplimiento de los resguardos financieros que fortalecen la emisión.

Resumen Ejecutivo

- Estructura de la titularización y características del instrumento:** El Fondo de Titularización Hencorp Valores LaGeo Cero Uno (FTHVGEO01) es un fondo de titularización respaldado por flujos futuros de LaGeo, destinado a proveer liquidez a la entidad, mediante una emisión autorizada de hasta USD 338.2 millones, con un plazo de hasta 180 meses, cuyo servicio depende exclusivamente del patrimonio del fondo y cuenta con mecanismos de cobertura y resguardos financieros que fortalecen su capacidad de pago.
- Perfil de operación del originador:** LaGeo, fundada en 1999, es una empresa líder en energía geotérmica en El Salvador, subsidiaria de la CEL. Opera dos plantas operativas con una capacidad instalada de 212.9 MW, aportando el 19.2% de la generación eléctrica nacional a 2025. Asimismo, la empresa mantiene un enfoque de responsabilidad social a través de programas comunitarios, ambientales y de desarrollo sostenible, fortaleciendo su impacto positivo en las zonas donde opera.
- Desempeño financiero favorable:** Al cierre de 2025, LaGeo mantiene una posición financiera sólida, pese a la moderación de ingresos asociada a la caída en los precios de la energía. No obstante, la entidad conserva adecuados niveles de rentabilidad y eficiencia operativa, sustentados en una generación de EBITDA por USD 102.9 millones y una holgada cobertura de intereses de 6.2 veces, lo que refleja una capacidad consistente para atender sus compromisos financieros.
- Niveles de solvencia y liquidez adecuados:** LaGeo presenta una sólida posición de solvencia, sustentada en una base patrimonial robusta y niveles de endeudamiento moderados, lo que le otorga una adecuada capacidad para absorber pérdidas y sostener su perfil financiero. Si bien durante el periodo se observa una menor holgura en los indicadores de liquidez de corto plazo, estos se mantienen en niveles apropiados para atender oportunamente sus obligaciones. La sostenibilidad de esta posición dependerá de la evolución de los resultados y de las necesidades de inversión en el mediano plazo, por lo que la estrategia de financiamiento y la composición del fondeo constituyen factores de seguimiento para la flexibilidad financiera futura.
- Desempeño favorable del fondo y cumplimiento de resguardos financieros:** El fondo de titularización ha mostrado un desempeño estable y alineado con las proyecciones, cumpliendo oportunamente con las cuotas de cesión y la recaudación de flujos. La cobertura de ingresos alcanzó 4.3 veces las obligaciones del fondo, lo que evidencia un margen adecuado para el cumplimiento de los compromisos financieros. Asimismo, todos los resguardos financieros establecidos han sido cumplidos, con indicadores dentro de los límites requeridos, lo que confirma la solidez operativa del fondo y la viabilidad del esquema de titularización en el corto y mediano plazo.

Factores Clave

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 y de su capacidad de cobertura de servicio de la deuda.

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-ANA-MET-NR-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 30 de octubre de 2025. 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.

Información utilizada para la calificación

PCR utilizó los estados financieros no auditados de LaGeo correspondientes de diciembre de 2019 a 2025, 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 2020 a 2025; además de la información proporcionada directamente por la Titularizadora.

Hechos relevantes

A la fecha de análisis no se encontraron hechos relevantes de consideración para el presente informe.

Limitaciones para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:** A la fecha de análisis no se encontraron limitaciones para realizar el presente informe.
- **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 panorama económico internacional en 2025 estuvo marcado por tensiones comerciales y geopolíticas que moldearon el crecimiento económico hasta alcanzar un 2.7 %, según datos del Banco Mundial. Este nivel de crecimiento estuvo ligeramente por encima de las estimaciones (2.4 %). Para 2026 se proyecta un crecimiento económico mundial de 2.6 %, similar al reportado en los últimos años, explicado por un panorama mixto entre efectos adversos por políticas arancelarias e incertidumbre geopolítica versus un contexto de condiciones de financiamiento favorables, en línea con la política monetaria más flexible.

Para América Latina, el Banco Mundial estima un crecimiento de 2.3 %, limitado en buena medida por restricciones comerciales aún significativas y con economías con demandas internas aún bajas que pueden llegar a contrarrestar el efecto positivo de una política monetaria más flexible y un acceso a financiamiento favorable. Otro riesgo previsible en el ámbito social es un endurecimiento de las políticas migratorias que frenen el flujo de remesas hacia países con dependencia mediana y alta de estos ingresos, en conjunto con efectos del cambio climático, específicamente el fenómeno de "La niña" que podría provocar sequías y afectar los niveles de producción principalmente en productos agropecuarios.

En el contexto de tasas de interés, tras la aplicación de una política monetaria prudente por parte de la Reserva Federal durante 2025, se prevé que en 2026 continúe una trayectoria moderada a la baja, hasta situarse en un rango de entre 3.0% y 3.25% hacia finales del año, condicionada a la evolución de la inflación en Estados Unidos y al desempeño del mercado laboral.

Desempeño económico

La economía de El Salvador registró un desempeño favorable en 2025 con un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del 3.9 %, según datos del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR). Desde el enfoque de la producción, la mayoría de las actividades económicas (15/19) registraron un crecimiento anual, sobresaliendo Construcción (24.4 %), Minas y canteras (8.7 %), Transporte (6.1 %) y Actividades financieras y de seguros (4.5 %). El crecimiento se fundamentó en la ejecución de proyectos de construcción, tanto del sector público como privado, aumento de la demanda de servicios de transporte de carga y de pasajeros, la buena dinámica del sistema financiero y del turismo que registró cifras récord que además promovieron la demanda de otros servicios complementarios.

En el panorama del sistema financiero y monetario se evidencia que la liquidez fue favorecida ante el aumento significativo de remesas y de depósitos. Las Reservas Internacionales Netas (RIN) registraron un crecimiento de 28.8 %; mientras que las reservas de liquidez de los bancos se reforzaron al pasar de representar el 11.8 % de los depósitos en noviembre de 2024 a 14.1 % al cierre de noviembre de 2025. Por otra parte, la inflación se mantuvo en niveles controlados durante 2025, donde la variación en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) reflejó un comportamiento mixto con variaciones negativas durante 5 meses del año y cerrando con un crecimiento moderado de 0.91 % en diciembre como resultado principalmente de los rubros de restaurantes y hoteles, bebidas alcohólicas y tabaco, salud y alimentos y bebidas no alcohólicas. Los niveles inflacionarios se alinearon con las expectativas iniciales del Fondo Monetario Internacional (FMI), entidad que proyecta para 2026 una inflación cercana al 1.8%, consistente con una mayor dinámica de crecimiento económico.

En materia fiscal se materializan algunas mejoras y se mantienen perspectivas optimistas. De acuerdo con el marco de política fiscal acordado entre El Salvador y el FMI se proyecta una trayectoria de consolidación fiscal gradual en el mediano plazo. En este escenario base, el déficit fiscal se ubicaría alrededor de 3.0% del PIB en 2025, se reduciría adicionalmente en 2026 hasta un rango aproximado de 2.5%–2.8% del PIB, y continuaría disminuyendo en 2027 hacia niveles cercanos a 2.0%–2.3%. Esta senda refleja la implementación progresiva de medidas de ajuste fiscal, fortalecimiento de la recaudación y reformas estructurales, orientadas a mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas y colocar la deuda pública en una trayectoria descendente.

En el sector externo el país sigue enfrentando una balanza comercial deficitaria marcada por un crecimiento más acelerado de las importaciones (12.9 %) con respecto a las exportaciones (1.9 %). Por otra parte, las remesas representan un flujo significativo de divisas, dado que en 2025 marcaron un récord al presentar un crecimiento del 17.8 % interanual, favoreciendo el consumo interno y representando aproximadamente el 24 % del PIB.

Por otra parte, al cierre de 2025, el EMBI de El Salvador se ubicó en alrededor de 329 puntos básicos, lo que representó una reducción relevante frente al nivel observado al cierre de 2024, cercano a 388 puntos básicos. Esta disminución refleja una mejora en la percepción de riesgo soberano por parte de los inversionistas, asociada a una mayor estabilidad macroeconómica y a avances en la gestión fiscal y financiera del país. No obstante, pese a la compresión del spread, El Salvador continuó registrando el EMBI más elevado de Centroamérica, evidenciando la persistencia de riesgos estructurales.

Sector energético

Al cierre de 2025, el sector eléctrico salvadoreño mantiene una dinámica operativa estable, registrando una inyección nacional transada de 7,454.0 GWh, lo que representa un crecimiento interanual de 1.6 %. Este comportamiento estuvo respaldado principalmente por el mayor aporte de la generación a partir de gas natural, con un incremento de 99.9 GWh, seguido por la energía solar (+70.2 GWh) y la eólica (+26.5 GWh). En contraste, la generación térmica tradicional y la hidroeléctrica mostraron una contracción, sin que ello tuviera un impacto material sobre el volumen total de energía transada. El crecimiento moderado de la inyección nacional transada, sostenido por mayores aportes de gas natural y fuentes renovables no convencionales, confirma un desempeño operativo estable del sistema eléctrico, con capacidad suficiente para absorber ajustes en la composición de la generación sin afectar el volumen total de energía transada.

En términos de matriz productiva, la generación a partir de gas natural se posicionó como la principal fuente, concentrando el 29.2 % de la producción total, seguida por la hidroeléctrica (27.5 %) y la geotérmica (19.1 %). En conjunto, estas cifras reflejan un esquema diversificado y balanceado, consistente con una transición energética progresiva y con una dependencia acotada de fuentes térmicas tradicionales.

De acuerdo con la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET), a octubre de 2025 el país registra una capacidad instalada total aproximada de 3,101.2 MW. Asimismo, según información de la Unidad de Transacciones (UT), al cierre de 2024 el 63 % de la energía generada en El Salvador provino de fuentes renovables, destacando el crecimiento sostenido de la generación geotérmica, solar, biomasa y eólica. En el ámbito regional, las importaciones de energía presentaron una contracción interanual de 11.6 % (24.3 GWh), mientras que las exportaciones aumentaron 12.1 % (30.6 GWh), reflejando una menor dependencia del mercado regional y una adecuada capacidad del sistema para atender la demanda local. El nivel de capacidad instalada, junto con la elevada participación de energías renovables y un balance comercial regional favorable, evidencia una posición estructural sólida del sistema eléctrico.

La configuración contractual del mercado eléctrico, junto con un esquema de formación de precios basado en costos marginales y el aprovechamiento de la integración regional, ha permitido mantener señales de precios estables y predecibles, contribuyendo a la sostenibilidad operativa del sector y a una menor exposición a volatilidad de costos. La estructura del mercado eléctrico se sustenta en contratos bilaterales, contratos de largo plazo y procesos de licitación pública, lo que contribuye a mayor estabilidad y previsibilidad en los costos del sector.

En el mercado mayorista, los precios se forman con base en los costos marginales de generación, condicionados por las dinámicas de oferta y demanda. A diciembre de 2025, el precio promedio del mercado mayorista se ubicó en USD 87.88 por MWh, lo que representa una reducción interanual de 5.5 %, en línea con un entorno de costos más estable. Adicionalmente, la integración regional del sistema eléctrico permite a El Salvador fortalecer la estabilidad operativa del sistema y optimizar costos a través del intercambio regional de energía.

La distribución eléctrica en El Salvador, operada por ocho empresas bajo un marco regulatorio consolidado, ha permitido mantener estabilidad tarifaria y estándares adecuados de calidad del servicio, complementados por subsidios focalizados para hogares de menores ingresos. En línea con la Política Energética Nacional 2020–2050, el país avanza en el fortalecimiento de la seguridad energética y la transición hacia fuentes renovables, respaldado por financiamiento multilateral.

El entorno regulatorio y macroeconómico ofrece condiciones favorables para la inversión en generación renovable, almacenamiento energético y modernización de redes de distribución, así como en electrificación rural y eficiencia energética. Si bien persisten desafíos asociados a la flexibilidad del sistema y a la gestión de la variabilidad de las fuentes renovables, el sector eléctrico salvadoreño continúa presentando oportunidades estratégicas para inversiones en infraestructura resiliente y sostenible, bajo un esquema de previsibilidad regulatoria y estabilidad operativa.

No obstante, hacia adelante el sector podría enfrentar presiones derivadas de factores externos, particularmente ante un eventual incremento en los precios internacionales del petróleo asociado a tensiones geopolíticas, lo que podría incidir en los costos de generación térmica y de gas natural. Asimismo, la posible transición hacia condiciones del fenómeno de El Niño podrían reducir la disponibilidad de recursos hídricos, afectando la generación hidroeléctrica y aumentando la dependencia de fuentes térmicas. En este contexto, la evolución de los precios de los combustibles y la variabilidad climática se perfilan como factores clave a monitorear por su potencial impacto en los costos de generación y en la dinámica de precios del mercado eléctrico.

Perfil de la titularizadora

Reseña y operaciones.

Hencorp Valores Ltda, Titularizadora (2008) pertenece al Grupo Hencorp y opera en El Salvador como entidad dedicada a estructurar, integrar y administrar procesos de titularización. Su actividad comprende la constitución de patrimonios autónomos, la coordinación con originadores, administradores y custodios, y el reporte periódico a inversionistas, conforme a la normativa del mercado de valores. La entidad se rige por políticas y procedimientos de gobierno, gestión de riesgos y cumplimiento acordes con la regulación aplicable, incluyendo requerimientos de aislamiento patrimonial y controles fiduciarios. A diciembre de 2025, las titularizaciones activas bajo su administración representaban 69.1% del saldo del mercado.

Estructura gerencial y gestión de riesgos.

Hencorp Valores opera con un gobierno corporativo formalizado: Junta Directiva, comités de apoyo y manuales que regulan la toma de decisiones y la conducta (incluye código de ética). La gestión integral de riesgos está documentada en un Manual alineado a la NPR-11 para entidades del mercado bursátil y se complementa con auditoría externa regulada y funciones de cumplimiento y auditoría separadas de la operación, en línea con las exigencias normativas aplicables.

Resultados financieros

Debido a la naturaleza del negocio, la evaluación del riesgo de liquidez de la titularizadora es prioritaria. Al cierre de diciembre de 2025, el ratio de prueba ácida se mantuvo estable, pasando de 2.88 veces a 2.9 veces. Este indicador confirma una capacidad sostenida para cubrir obligaciones de corto plazo sin variaciones significativas en su estructura de liquidez.

En cuanto al desempeño operativo, la gestión de ingresos y egresos permitió que la utilidad neta alcanzara los USD 3.28 millones, lo que representa un crecimiento interanual del 42.7%. Este incremento impulsó los indicadores de rentabilidad por encima de sus promedios históricos de los últimos 5 periodos: el ROA se situó en 43.5% (promedio: 40.3%) y el ROE en 66.7% (promedio: 60.6%). Estos resultados no solo reflejan una mayor eficiencia operativa, sino que fortalecen la resiliencia financiera de la entidad frente a posibles fluctuaciones del mercado.

El patrimonio de la titularizadora ascendió a USD 4.91 millones, registrando un aumento del 25.6% respecto a diciembre de 2024, impulsado principalmente por los resultados del ejercicio y el fortalecimiento de las reservas de capital. Este crecimiento consolida la solvencia de la institución y asegura un cumplimiento holgado del capital mínimo requerido por la normativa vigente para las sociedades titularizadoras de activos.

Estructura de la titularización

El Fondo de Titularización Hencorp Valores LaGeo Cero Uno (FTHVGE001) fue creado con la finalidad de titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros de LaGeo, S.A. de C.V., sobre una porción de los ingresos percibidos, a través de un patrimonio autónomo permitiendo así proveer liquidez a la autónoma para la generación y comercialización de la energía eléctrica a partir de recursos geotérmicos. Los mecanismos de cobertura y respaldos con los que cuenta el fondo garantizan la operatividad y el pago efectivo de manera oportuna.

Principales características del instrumento

Originador:	LAGEO, S.A. de C.V.
Denominación:	FTHVGEO01
Monto de la Emisión:	Hasta USD 338,185,000.00
Plazo de la Emisión:	La emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tiene un plazo de hasta 180 meses, contados a partir de la fecha de colocación.
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:	LaGeo se encuentra sujeta a cumplir con los siguientes 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. - 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 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.

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

Análisis del Originador

Reseña

LaGeo, S.A. de C.V. (en adelante LaGeo), fue fundada en 1999 como una empresa dedicada a la producción de energía eléctrica utilizando los recursos geotérmicos que dispone el país, permitiéndole así posicionarse como líder en el desarrollo de energía geotérmica en Centroamérica. LaGeo es una subsidiaria de Inversiones Energéticas, S.A. de C.V., que, a su vez, es subsidiaria de la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL)

Estrategias y operaciones

LaGeo opera dos plantas geotérmicas ubicadas en Ahuachapán y Berlín (Usulután), con una capacidad instalada de generación de 212.9 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 2025, el 19.2 % de la producción de energía de la matriz nacional es generada por la entidad, ocupando la segunda 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 considera que LaGeo mantiene una gestión de responsabilidad social adecuada, sustentada en un enfoque integral orientado al desarrollo sostenible, que incorpora la gestión ambiental y la mitigación de riesgos sociales en sus operaciones. A través de FUNDAGEO, la compañía implementa programas en educación, salud, infraestructura y desarrollo comunitario, así como iniciativas de conservación, incluyendo el georesguardo de fauna silvestre. En opinión de PCR, estas acciones, junto con la generación de empleo local y el fortalecimiento de capacidades en comunidades aledañas, evidencian una estrategia consistente orientada a mejorar la calidad de vida y fomentar un desarrollo inclusivo y sostenible.

Análisis financiero

Resultados

En opinión de la calificadora, LaGeo mantiene una posición financiera sólida al cierre de 2025, aunque con una moderación en sus resultados asociada principalmente a menores precios de venta de energía. A pesar de este ajuste, la entidad continúa mostrando niveles saludables de rentabilidad, eficiencia operativa y cobertura de deuda, apoyados por una gestión operativa eficiente y una demanda energética estable en El Salvador. La evolución futura de sus ingresos y márgenes estará condicionada principalmente por la dinámica de los precios en el mercado eléctrico, constituyéndose como el principal factor de sensibilidad.

Los ingresos, provenientes principalmente de la venta de energía, totalizaron USD 138.3 millones, reflejando una contracción interanual de 10.6 %, explicada por la reducción en el precio promedio neto de venta, el cual se ubicó en USD 82.9 por MWh (-11.7 % interanualmente). Esta variación se explica por la volatilidad mostrada en los precios internacionales del petróleo, que incide tanto en el mercado spot como en las tarifas reguladas, afectando directamente los niveles de facturación de la compañía.

En términos operativos, la generación energética alcanzó 1,462.8 megavatios hora (MWh), mostrando un incremento respecto al período previo, lo que contribuye a sostener la base de ingresos. La energía es comercializada a través del Mercado Regulador del Sistema (MRS), contratos bilaterales y mecanismos de carácter público, lo que favorece la diversificación de ingresos y mitiga parcialmente la exposición al riesgo de precios.

Por su parte, los costos de producción registraron una reducción interanual de 4.6 %, lo que permitió mitigar parcialmente la caída en ingresos. En consecuencia, la utilidad bruta se situó en USD 77.9 millones, con un margen bruto de 56.3 %, inferior al 59.1 % registrado en 2024, aunque aún en niveles adecuados. En línea con ello, los indicadores de rentabilidad se mantienen estables, con un ROA de 5.5 % y un ROE de 8.5 %, consistentes con el perfil histórico de la entidad.

En cuanto a eficiencia operativa, la compañía mantiene un desempeño estable, apoyado en el control adecuado de gastos administrativos y de proyectos. El margen operativo se ubicó en 46.1 %, ligeramente inferior al observado en 2024, mientras que el margen neto alcanzó 31.6 % (28.5 % en 2024), evidenciando una buena capacidad de la empresa para convertir ingresos en resultados finales a pesar de un entorno operativo más retador.

Finalmente, la posición financiera continúa siendo adecuada para atender sus compromisos. El EBITDA anualizado alcanzó USD 102.9 millones, permitiendo una cobertura de intereses de 6.2 veces, en línea con los resultados históricos. Asimismo, la cobertura de EBITDA sobre el servicio total de deuda se situó en 2.4 veces, reflejando una holgada capacidad de pago. El indicador de deuda financiera sobre EBITDA se mantuvo en 2.2 veces, evidenciando un nivel de apalancamiento moderado. En conjunto, estos indicadores reflejan una estructura de capital equilibrada y una adecuada capacidad de repago en el corto y mediano plazo.

Liquidez y fondeo

Al cierre de 2025, LaGeo presenta una menor holgura, aunque aún en niveles razonables, para atender obligaciones de corto plazo. Esta evolución responde principalmente al incremento significativo de pasivos corrientes, particularmente asociados a financiamiento de corto plazo, junto con una ligera reducción de activos líquidos. En este contexto, si bien la entidad mantiene acceso a fuentes de financiamiento estructuradas mediante instrumentos de titularización, la evolución reciente de la liquidez se constituye en un factor de seguimiento, especialmente ante potenciales escenarios de presión sobre los flujos de caja o mayores requerimientos de inversión.

Los activos totales de la entidad ascendieron a USD 798.7 millones; sin embargo, los activos corrientes se redujeron en 2.6 %, evidenciando una menor disponibilidad relativa de recursos líquidos. En contraste, los pasivos totales alcanzaron los USD 287.9 millones (+12.6 % interanual), impulsados principalmente por un aumento en los pasivos corrientes asociados a mayores obligaciones financieras de corto plazo, incluyendo préstamos bancarios y emisiones bursátiles, lo que incrementa la concentración de vencimientos en el corto plazo y ejerce presión sobre la liquidez.

En línea con lo anterior, los indicadores de liquidez mostraron una contracción, con una razón corriente de 1.1 veces (2.1 veces en 2024) y una prueba ácida de 0.9 veces (1.5 veces en 2024), reflejando una cobertura más ajustada, aunque aún adecuada, de las obligaciones de corto plazo. Asimismo, el capital de trabajo se redujo a USD 13.4 millones desde USD 71.2 millones en el período previo, en línea con los movimientos en la estructura de balance.

En cuanto al fondeo, la estructura continúa concentrada en instrumentos de titularización, los cuales proporcionan estabilidad en el acceso a recursos de mediano y largo plazo. No obstante, durante el período se observó una mayor participación de financiamiento de corto plazo, particularmente a través de préstamos bancarios y emisiones bursátiles, por lo que resulta relevante monitorear la composición y el perfil de vencimientos de dichas fuentes ante su potencial incidencia sobre la liquidez.

Solvencia y endeudamiento

En opinión de la calificadora, LaGeo mantiene una posición de solvencia sólida y niveles de endeudamiento moderados, respaldados por una base patrimonial robusta y una política financiera conservadora. No obstante, la capacidad de la entidad para sostener estos niveles se encuentra condicionada por la generación de resultados y sus necesidades de inversión, lo cual podría incidir en su flexibilidad financiera interna. En este sentido, si bien la estructura patrimonial continúa siendo un factor positivo para su perfil crediticio, la dependencia de financiamiento externo podría incrementarse en el mediano plazo para sostener el crecimiento.

Al cierre de 2025, el endeudamiento patrimonial se ubicó en 0.6 veces, levemente superior a 0.5 veces en 2024, pero en línea con el promedio de los últimos cinco años (0.6 veces), reflejando un nivel conservador. Por su parte, el indicador de solvencia (patrimonio sobre activos) alcanzó 64.0 %, inferior al 67.1 % del período previo, aunque en línea con su promedio histórico (63.9 %), evidenciando una adecuada capacidad de absorción de pérdidas.

El patrimonio totalizó USD 510.9 millones (-2.3 % interanual), explicado principalmente por la disminución en los resultados acumulados. En cuanto a su estructura, se compone mayoritariamente de capital social (74.7 %), seguido por la reserva legal (14.9 %) y resultados acumulados (8.9 %), lo que evidencia una base de capital estable y de bajo riesgo.

Cobertura de la emisión y resguardos financieros

En opinión de PCR, al cierre de diciembre de 2025, el desempeño del fondo se ha mantenido adecuado y consistente con los supuestos y métricas previstas en la estructura de titularización. Se validó el cumplimiento oportuno de las cuotas de cesión, así como la adecuada recaudación de los flujos a través de la cuenta colectora conforme a lo estipulado. Asimismo, el originador ha dado cumplimiento a la totalidad de los resguardos financieros establecidos. En conjunto, estos factores reflejan una operación estable del fondo y un alineamiento sostenido con los parámetros operativos y financieros definidos en la estructura.

Cobertura de ingresos

A diciembre de 2025, el monto de cesión representó el 23.2 % del total de ingresos del originador, nivel que se mantiene en línea con las proyecciones iniciales. En este contexto, los ingresos disponibles proporcionaron una cobertura de 4.3 veces sobre las obligaciones asociadas al fondo, reflejando un margen adecuado para el cumplimiento de los compromisos financieros, sin anticipar cambios en el corto y mediano plazo.

COMPONENTE	dic-24	dic-25	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
INGRESOS DE LAGEO (USD MM)	154.74	138.28	146.52	149.45	152.44	155.49	158.60
CESIÓN TOTAL (USD MM)	32.05	32.05	32.05	32.05	32.05	32.05	32.05
% DE CESIÓN	20.71%	23.18%	21.88%	21.45%	21.03%	20.61%	20.21%
COBERTURA CESIÓN (VECES)	4.83	4.31	4.57	4.66	4.76	4.85	4.95

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

Resguardos financieros de la emisión

El fondo mantiene cuatro resguardos financieros establecidos en el prospecto de la emisión, validando a la fecha de análisis el cumplimiento de estos según el siguiente detalle:

- Deuda total entre Patrimonio total: El resultado no debe ser mayor a 1.0 veces; a la fecha de análisis fue de 0.46 veces, cumpliendo de manera satisfactoria con el requerimiento acordado.
- EBITDA entre el Servicio de la deuda: El resultado no debe ser menor a 1.0 veces; a la fecha de análisis fue de 3.21 veces, dando cumplimiento al requerimiento del fondo.
- Total de activo circulante entre el total de pasivo circulante: El resultado no puede ser menor a 1.0 veces; a la fecha de análisis fue de 1.11 veces, 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 1.9 veces; a la fecha de análisis fue de 5.60 veces.

Estados financieros no auditados de LaGeo

BALANCE GENERAL (EN MILLONES USD)					
Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
ACTIVOS					
Efectivo y Equivalentes	25.7	48.2	21.5	10.1	15.0
Depósitos a plazo	-	-	10.0	10.0	12.5
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	25.0	16.5	36.2	37.1	26.7
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	1.9	3.8	5.4	4.9	1.8
Vencimiento corriente de préstamo por cobrar a partes relacionadas	24.3	26.3	24.9	25.3	25.7
Inversiones en Instrumentos de deuda	1.8	33.4	29.3	35.4	36.1
Inventario de repuestos y materiales - neto	7.2	5.9	6.9	8.1	7.7
Gastos pagados por anticipado	3.6	5.1	8.6	5.5	7.3
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	89.5	139.1	142.8	136.4	132.8
Préstamo por cobrar a partes relacionadas menos vencimiento corriente	365.9	352.2	372.5	167.9	190.9
Otros préstamos por cobrar a largo plazo	-	-	5.3	4.6	2.7
Remanente IVA Crédito Fiscal	-	-	-	18.8	18.8
Activo por impuesto sobre la renta diferido	-	-	-	-	0.2
Efectivo restringido	4.4	4.0	10.5	11.1	10.6
Inversiones restringidas	43.1	6.6	6.8	-	-
Inventarios de repuestos netos	17.9	20.0	26.1	-	-
Inversiones en instrumentos de patrimonio	13.1	12.9	0.8	0.5	0.5
Inmuebles, maquinaria y equipo - neto	239.3	219.4	211.2	438.5	441.1
Gastos pagados por anticipado	-	-	-	-	0.5
Activos por derecho de uso	0.5	0.6	0.5	0.7	0.5
Otros activos	-	-	-	0.1	0.1
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	684.1	615.7	633.7	642.2	666.0
ACTIVOS TOTALES	773.6	754.8	776.5	778.5	798.7
PASIVOS					
Proveedores	4.1	4.3	7.4	9.8	10.3
Préstamo bancario a corto plazo	10.0	-	5.0	-	8.0
Vencimiento corriente de obligaciones por titularización a largo plazo	8.4	19.8	23.5	25.1	27.2
Vencimiento corriente de pasivos por arrendamiento	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6
Cuentas y préstamos por pagar a partes relacionadas	1.2	1.2	0.5	0.3	0.4
Dividendos por pagar	27.6	19.4	12.3	0.1	16.1
Obligaciones bursátiles emitidas	-	-	-	5.0	36.1
Otras cuentas por pagar y gastos acumulados	5.2	4.1	4.5	4.5	5.0
Impuestos sobre la renta por pagar	16.4	20.2	20.6	19.6	15.6
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	73.5	69.6	74.2	65.2	119.4
Obligaciones por beneficio por retiro	6.7	4.9	3.3	3.8	3.7
Obligaciones por titularización a largo plazo menos vencimiento corriente	205.8	185.9	212.5	186.6	159.4
Obligaciones bursátiles emitidas a LP	-	-	-	-	5.0
Pasivo por impuesto sobre la renta diferido	2.6	1.4	1.2	0.2	-
Cuentas por pagar relacionadas	-	-	-	-	0.4
Pasivo por arrendamiento menos vencimiento corriente	-	0.1	-	0.0	0.0
Dividendos por pagar	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	215.1	192.2	216.9	190.6	168.5
PASIVOS TOTALES	288.5	261.8	291.2	255.8	287.9
Capital Social	370.4	370.4	381.4	381.4	381.4
Reserva Legal	74.1	74.1	76.3	76.3	76.3
Efecto fusión por absorción	-	-	-	-	-
Otros componentes de patrimonio	(3.8)	(5.1)	(4.0)	8.0	7.9
Resultados Acumulados	44.4	53.7	31.6	57.1	45.3
PATRIMONIO TOTAL	485.1	493.0	485.3	522.7	510.9
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	773.6	754.8	776.5	778.5	798.7

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

ESTADO DE RESULTADOS (EN MILLONES USD)					
Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos por venta de Energía y otros ingresos	135.9	141.5	148.5	154.7	138.3
Costo de Producción de energía	(48.7)	(54.9)	(57.9)	(63.3)	(60.4)
UTILIDAD BRUTA	87.2	86.5	90.6	91.4	77.9
Gastos de administración y proyectos	(18.7)	(17.0)	(18.2)	(17.4)	(12.3)
Gastos de Venta	(1.9)	(1.3)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
UTILIDAD DE OPERACIÓN	66.6	68.3	70.5	72.2	63.8
Ingresos por Intereses	18.3	17.6	15.9	13.6	13.5
Otros ingresos (gastos)	(14.3)	(1.1)	(19.6)	(10.7)	(9.0)
UTILIDAD ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	70.6	84.8	70.2	83.0	78.9
Gastos Financieros	(14.9)	(14.1)	(13.1)	(16.8)	(16.6)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y RESERVA LEGAL	55.6	70.7	57.2	66.3	62.3
Reserva Legal	-	-	-	-	-
Impuesto sobre la Renta	(19.5)	(23.0)	(23.4)	(22.2)	(18.6)
Contribución Especial	-	-	-	-	-
UTILIDAD NETA	36.1	47.7	33.8	44.1	43.7

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

Estados financieros auditados FTHVGE001

BALANCE GENERAL (EN MILES USD)

Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Bancos	4,448.2	5,381.0	5,382.7	5,369.7	5,373.0
Activos en titularización	20,375.0	29,381.0	29,381.0	29,381.0	29,381.0
ACTIVO CORRIENTE	24,823.2	34,762.0	34,763.7	34,763.7	34,754.0
Activos en titularización largo plazo	269,771.0	237,719.0	205,667.0	173,615.0	141,563.0
ACTIVO NO CORRIENTE	269,771.0	237,719.0	205,667.0	205,667.0	141,563.0
TOTAL ACTIVO	294,594.2	272,481.0	240,430.7	240,430.7	176,317.0
Documentos por pagar	67.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Comisiones por pagar	0.8	4.6	4.6	4.6	2.2
Honorarios profesionales por pagar	36.9	33.5	33.5	39.5	26.9
Otras cuentas por pagar	9.3	4.8	6.2	6.0	0.7
Obligaciones por titularización de activos	9,846.1	20,019.8	21,203.1	22,448.4	23,782.9
Impuestos y retenciones por pagar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PASIVO CORRIENTE	9,960.4	20,062.8	21,247.5	22,498.6	23,812.8
Obligaciones por titularización de activos	208,633.0	189,309.4	168,738.0	146,824.4	123,490.6
Ingresos diferidos	105,210.9	92,700.6	80,366.1	68,045.8	55,763.2
PASIVO NO CORRIENTE	313,843.9	282,010.1	249,104.1	214,870.2	179,253.8
Excedente acumulado del fondo de titularización	-29,210.1	-29,591.8	-29,920.8	-29,920.8	-26,749.6
Reservas de excedentes anteriores	-24,662.0	-29,210.1	-29,591.9	917.8	-29,003.1
Excedentes del ejercicio	-4,548.1	-381.8	-329.0	917.8	2,253.5
TOTAL PASIVO	294,594.2	272,481.0	240,430.7	208,365.7	176,317.0

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

ESTADO DE RESULTADOS (EN MILES USD)

Componentes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos por activos titulizados	11,110.1	12,235.4	12,215.3	12,196.2	12,178.2
Ingresos por inversiones	64.1	69.5	85.9	82.3	86.9
Otros ingresos	0.0	5.8	0.9	0.0	7.5
TOTAL INGRESOS	11,174.2	12,310.6	12,302.1	12,278.5	12,272.5
Por administración y custodia	1,116.3	1,106.6	1,027.0	926.8	32.0
Titularizadora de activos	0.0	0.0	0.0	0.0	787.6
Por clasificación de riesgo	52.5	52.5	52.5	52.5	47.0
Por auditoría externa y fiscal	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
Por honorarios profesionales	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	1,191.6	1,181.9	1,102.3	1,002.1	889.4
Intereses valores titularización	14,520.6	11,499.5	11,527.3	10,344.6	9,122.5
Gastos por obligaciones con instituciones bancarias	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
GASTOS FINANCIEROS	14,520.6	11,499.5	11,527.3	11,346.6	10,012.0
Otros gastos	10.1	11.0	1.5	14.1	7.1
TOTAL GASTOS	15,722.3	12,692.4	12,631.1	11,360.7	10,019.0
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	-4,548.1	-381.8	-329.0	917.8	2,253.5

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., 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.