

LAGEO, S.A. DE C.V.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 6 de octubre de 2017

Clasificación	Categoría (*)		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Emisor	(nueva) EAA.sv	-	Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto.
PBLAGEO1 Largo Plazo	(nueva) AA.sv	-	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.
PBLAGEO1 Corto Plazo	(nueva) N-1.sv	-	Corresponde a aquellos instrumentos cuyos 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.
Perspectiva	Estable	-	

“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”

----- MM US\$ al 30.06.17 -----			
ROAA: 5.3%	Activos: 793.2	Ingresos: 77.3	
ROAE: 9.7%	Patrimonio: 477.8	Utilidad: 27.8	

Historia: Emisor EAA (06.010.17), PBLAGEO1 Largo Plazo AA (06.10.17), PBLAGEO1 Corto Plazo N-1 (06.10.17)

La información financiera utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros no consolidados auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y sin consolidar no auditados al 30 de junio de 2016 y 2017, así como información adicional proporcionada por la Compañía.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings. S.A de C.V Clasificadora de Riesgo, dictaminó asignar la calificación AA.sv como emisor a LaGeo, S.A. de C.V. con base a la evaluación efectuada al 30 de junio de 2017 e información subsecuente a esa fecha. De igual manera, determinó asignar la categoría AA.sv al Programa de Papel Bursátil PBLAGEO1 por US\$40 millones (largo plazo con garantía y sin garantía) y N-1.sv para los tramos de corto plazo. En el caso de la emisión, la garantía presentada no aporta mayor protección a la estructura de deuda a emitir, debido a que su riesgo (opinión emitida por un tercero) es mayor que el riesgo del Emisor.

En la calificación del Emisor y sus instrumentos se ha ponderado favorablemente la destacada posición competitiva de la Compañía en el mercado eléctrico, la buena capacidad en la generación de flujos operativos, la cual sin embargo es menor a la registrada en años anteriores, la adecuada cobertura de flujos sobre el costo financiero y servicio de la deuda, el nivel actual de capitalización que favorece la flexibilidad financiera y soporte patrimonial de la Entidad, así como la continua generación de utilidades. En contraposición, las calificaciones asignadas se ven limitadas por la importancia de las transacciones (cuentas por cobrar y préstamos) a relacionadas respecto al capital

y patrimonio de la Compañía, el impacto ante cualquier cambio en la visión estratégica de la Entidad que comprometa su capacidad de pago, así como el grado de sensibilización que sobre los ingresos y resultados ejerce la tendencia de los precios de la energía y otras variables del mercado. La perspectiva de la calificación es estable, reflejando la expectativa de que LaGeo mantendría su desempeño financiero y operativo en el corto plazo.

Alto Porcentaje de Transacciones Relacionadas: las transacciones con partes relacionadas reflejan una exposición relevante, ya que éstas representan el 96% del patrimonio de LaGeo a junio 2017. Estas transacciones corresponden principalmente a préstamos otorgados a su casa matriz, una subsidiaria y a cuentas por cobrar a empleados, así como entre subsidiarias. Al comparar con las mejores prácticas internacionales de gobierno corporativo, este nivel de transacciones relacionadas es alto y supone un riesgo de crédito ante eventos de estrés sistémico.

Impacto ante Cualquier Cambio en la Visión Estratégica que Comprometa la Capacidad de Pago de la Entidad: LaGeo forma parte de un grupo, cuyo accionista último pertenece al Estado. Además, posee el monopolio de la generación geotérmica en el país. En consecuencia, está expuesta a riesgos derivados de cambios en el marco

regulatorio o en la política energética del país y a cambios en la política del Estado. En este sentido, la capacidad de pago de la Compañía podría verse afectada ante cualquier modificación en su visión estratégica proveniente de estos riesgos.

Posición Competitiva Destacada en el Mercado: LaGeo es la única empresa en el mercado salvadoreño dedicada a la generación de energía geotérmica. Históricamente, ha generado el 23% de la energía del país, produciendo 1,436 GWh en promedio de los últimos 10 años y vendiendo la totalidad de su producción, al tener prioridad de colocación en el mercado local.

Sensibilidad del Desempeño Financiero ante la Tendencia de los Precios de la Energía: El desempeño financiero de LaGeo está directamente relacionado con la variación en el precio del petróleo, principal variable del precio de la energía eléctrica. En este sentido, la generación de ingresos por venta de energía y de las utilidades operativas, por consiguiente, de los ejercicios 2015 y 2016 fueron bajas, en línea con los menores precios del petróleo observados en el mercado mundial. En consecuencia, LaGeo muestra una rentabilidad razonable, con tendencia favorable respecto del 2016, aunque por debajo del promedio histórico. Al cierre del primer semestre de 2017, la rentabilidad patrimonial pasa a 9.7% desde 8% a junio 2016, acorde a la evolución de la utilidad neta; mientras que el ROAA se ubica en 5.3% desde 4% (Promedios históricos

2013-2017: ROAE: 13.8%; ROAA: 8.7%).

Generación de Flujos y Coberturas Adecuadas con respecto a su nivel de deuda: Pese a la variación en los precios del petróleo en 2015 y 2016, los niveles de EBITDA se mantienen en promedio por encima de US\$96 millones en los últimos cuatro años y de considerar el EBITDA de doce meses, el promedio se sitúa en US\$115 millones. Lo anterior refleja la buena productividad y rentabilidad de la base de activos productivos. Los niveles de cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se sitúan en 4.9 veces a 12 meses y en 6.5 veces el indicador del período. Sin embargo, éstos comparan desfavorablemente respecto al histórico antes de diciembre 2014. Antes de esa fecha, la Compañía no mostraba deuda financiera, lo que favorecía los indicadores de cobertura. En opinión de Zumma Ratings, partir de la adquisición de la deuda, La Geo ha mostrado indicadores de cobertura adecuados.

Nivel de Capitalización Fuerte: Al cierre del primer semestre del 2017, la relación patrimonio / activos de LaGeo mostró un fuerte 60.2% (49% a junio 2016). Este indicador se benefició de un incremento de capital de US\$77.5 millones realizado por Inversiones Energéticas (INE). Zumma estima que el nivel de capitalización continuará fuerte, favorecido por una mayor generación de utilidades prevista para el cierre del 2017 y 2018

Fortalezas

1. Disponibilidad de producción cercana al 100%.
2. Prioridad en el despacho de energía en el mercado local.
3. Experiencia en el desarrollo de proyectos geotérmicos.
4. Adecuada generación de flujos con respecto a su nivel de deuda.

Oportunidades

1. Creciente demanda energética en la región.
2. Inyección por parte de las nuevas plantas (San Vicente y Chinameca) en un plazo menor al estimado.

Debilidades

1. Cambios en la visión estratégica de la compañía que comprometan su capacidad de pago.
2. Alto porcentaje de transacciones relacionadas.

Amenazas

1. Reducción en la tarifa eléctrica a consecuencia de variaciones del precio del petróleo.
2. Cambios regulatorios en el sector eléctrico.

ENTORNO ECONÓMICO

Según datos del Fondo Monetario Internacional, la expectativa de crecimiento de la economía para 2017 se mantendrá en el orden de 2.3%; por debajo de sus pares en la región. Entre los aspectos favorables que podrían continuar incidiendo en la dinámica productiva para 2017 se señalan los precios internacionales del petróleo, así como el importante flujo de remesas familiares. No obstante, existen aspectos que podrían condicionar el crecimiento del país entre los cuales destacan la persistencia de altos índices de criminalidad, la ausencia de acuerdos básicos entre los principales actores políticos y el deterioro en las finanzas públicas. La condicionante de un año preelectoral, podría asimismo limitar las expectativas de inversión de los agentes económicos.

El gasto de consumo de los hogares continúa perfilándose como el principal impulsor de la actividad económica en el país. Cabe precisar que los ingresos por remesas familiares totalizaron US\$2,873.1 millones entre enero y julio de 2017, registrando un incremento interanual del 10.7% equivalente en términos monetarios a US\$278.6 millones; reflejando un aporte significativo para la economía local. De ese total, la banca canalizó US\$1,390.1 millones (48.4%), siendo manejado el resto por las federaciones de cooperativas (48.3%), agentes y otros medios (3.3%).

Las exportaciones a julio de 2017 registraron un flujo acumulado de US\$3,381 millones (incremento interanual del 5.3%) proveniente de los sectores industria manufacturera y actividades agrícolas. Las ramas de industria manufacturera que han mostrado un mayor dinamismo en los últimos años doce meses son exportación de azúcar y prendas de vestir. Por otra parte, las importaciones en el mismo período totalizaron US\$5,968.1 millones.

La aprobación del Presupuesto General de la Nación de 2017 sin el financiamiento de algunas partidas ha generado el estancamiento en el diálogo entre los principales partidos políticos. En el tema de pensiones, diferentes iniciativas han sido analizadas en los últimos meses; habiéndose aprobado una reforma a inicios de octubre de los corrientes. Es de señalar que, a partir del año 2016, el Estado asumió los compromisos previsionales del Instituto de Previsión Social de la Fuerza Armada (IPSFA), generándose una presión adicional sobre las finanzas públicas.

Los índices de endeudamiento que presenta el Gobierno de El Salvador se ubican en niveles elevados y con una tendencia al alza en los últimos años, explicada por las recurrentes necesidades de financiamiento para cubrir la brecha negativa entre ingresos y gastos. Por otra parte, en el abril del presente año las calificadoras internacionales degradaron la nota soberana, ubicándola en: Caal (Moody's), CC (S&P) y CCC (Fitch Ratings) por el no pago por parte del Gobierno del servicio a la deuda correspondiente a los Certificados de Inversión Previsional (CIP's) adquiridos por los Fondos de Pensiones del país. A la fecha del presente informe, Fitch y S&P han mejorado la nota a B- y CCC+ respectivamente.

Al respecto, el alza en las tasas de interés como consecuencia del menor perfil soberano implicará un mayor pago de intereses para emisiones en los mercados interna-

cionales. Frente a la coyuntura económica actual, el cumplimiento al Acuerdo Marco para la Sostenibilidad Fiscal, Desarrollo Económico y Fortalecimiento de la Liquidez al Gobierno de El Salvador; es clave para la mejora de las perspectivas del país.

MERCADO ELÉCTRICO

La Ley General de Electricidad vigente a partir de 1996 sentó las bases para la realización de una reestructuración del sector eléctrico con el objeto de generar competencia y permitir la participación del sector privado. Con esta nueva estructura de mercado se creó la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET), que es la entidad reguladora encargada de vigilar el cumplimiento de las disposiciones establecidas en la Ley, así como de aprobar las tarifas eléctricas vigentes en el país.

Posteriormente, en 1998 se privatizó la distribución de electricidad, se separaron las principales actividades de CEL formándose las empresas LaGeo, S.A. de C.V. (Geotérmica Salvadoreña, 1999) y ETESAL (Empresa Transmisora Salvadoreña, 1999); además se creó la Unidad de Transacciones (UT).



Fuente: Unidad de Transacciones S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

El Salvador cuenta con una matriz energética en la cual prevalece la generación térmica. Dicho recurso aportó el 32.5% de electricidad durante el periodo comprendido entre septiembre 2016 – agosto 2017, es decir 2,119.9 GWh de los 6,516.4 GWh de inyección total; siguiendo en ese orden la generación geotérmica con el 22.5%. Cabe señalar que el mercado de importaciones ha incrementado su participación a 16.3% en 2016 desde 2.7% en 2012. En relación con los procesos de la industria, una vez generada la energía, ésta pasa por una red de transmisión que sirve para trasladar electricidad desde las plantas de generación hasta los puntos de distribución del sistema, donde es tomada por las empresas distribuidoras para luego llevarlas hasta las instalaciones de los usuarios finales (clientes residenciales, comerciales e industriales).

El mercado eléctrico de El Salvador opera mediante Contratos (Bilaterales y de Libre Concurrencia) y un Mercado Regulado por el Sistema (MRS o mercado SPOT), el cual es administrado por la Unidad de Transacciones. En el primer caso, cada participante del mercado decide las condiciones y precios ya sea pactando libremente entre las partes o a través de procesos de licitación aprobados por la Superintendencia General de Electricidad y Comu-

nificaciones (SIGET). Mientras que en el MRS concurren demandantes y oferentes de energía, materializándose bajo este mercado la formación de precios, siendo despachados con base al orden de mérito económico. En ese contexto, el mercado de contratos inyectó 3,385.3 GWh hasta agosto de 2017, en tanto el MRS gestionó 878.8 GWh.

Por otra parte, las tarifas eléctricas que cobran las distribuidoras y calidad de servicio que éstas brindan hacia los usuarios finales se encuentran reguladas, siendo la SIGET el organismo gubernamental encargado de velar por su cumplimiento. Los cargos de distribución y comercialización tienen una vigencia de cinco años, con revisiones anuales, previa autorización de la SIGET. La evolución de precios de la energía en el mercado durante 2017 determina una tendencia hacia el alza en relación con lo observado durante 2016. Así, el precio promedio mensual se ubicó en 92.6 US\$/MWh hasta agosto de 2017 (76.0 US\$/MWh agosto de 2016).

Actualmente el ajuste tarifario es fijado trimestralmente por la SIGET, destacando que se cuenta con un sistema marginal de costos, en virtud de la aplicación del Reglamento de Operación Basado en Costos de Producción (ROBCP). El Estado salvadoreño ha planteado una serie de metas tomando como base la Política Energética Nacional de El Salvador, haciendo notar que dichos objetivos se resumen en: i) garantizar el abastecimiento de energía de manera oportuna y a precios eficientes; ii) fortalecer el papel del Estado en el sector energético; iii) reducir la dependencia energética del petróleo, fomentando las fuentes de energía renovables a fin de minimizar los efectos del cambio climático. Derivado de lo anterior, el gobierno ha anunciado una serie de inversiones en el sector para producir electricidad a través de fuentes que causen menos impacto ambiental (solar, gas natural, eólica, entre otras).

Por otra parte, el Gobierno refleja un atraso de pago con las distribuidoras, por el subsidio que éstas aplican al precio final que cobran a los consumidores. Estos atrasos obedecen a los riesgos de liquidez que exhibe el soberano. Sin embargo, la Asamblea Legislativa aprobó una emisión de deuda por US\$168 millones en bonos el 28 de septiembre de 2017, para que el Órgano Ejecutivo obtenga la liquidez necesaria para terminar el ejercicio 2017, de los cuales una porción servirá para el pago a las distribuidoras eléctricas.

Al no contar el subsidio a la electricidad con una fuente de ingreso que garantice su pago sostenido, existe la posibilidad que en 2018 se presenten atrasos de pago en la cadena de suministro del sector energético. Adicionalmente, en febrero de 2017, el Gobierno reformó la Ley del Fondo de Inversión Nacional de Electricidad y Telefonía (FINET) con el objetivo de recortar el subsidio a la energía eléctrica y reducir el gasto corriente público.

ASPECTOS GENERALES DE LA COMPAÑÍA

LaGeo, S.A. de C.V., fue constituida el 31 de julio de 1998, como una sociedad anónima de capital variable, como consecuencia del proceso de descentralización de la Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa (CEL),

e inició operaciones en noviembre de 1999. El principal accionista de la Compañía es Inversiones Energéticas, S.A. de C.V. (INE), quien es 100% propiedad de CEL.

Composición accionaria:

Accionista	Participación
Inversiones Energéticas, S.A. de C.V.	99.99%
Compañía de Luz Eléctrica de Ahuachapán, S.A.	0.01%
Total	100%

Fuente: LaGeo S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

LaGeo es propietaria de Perforadora Santa Bárbara, una empresa salvadoreña dedicada a la perforación de pozos geotérmicos; LaGeo Nicaragua; y San Vicente 7 Inc.

La actividad principal de la Compañía es la generación y comercialización de energía eléctrica a partir de los recursos geotérmicos. Actualmente, la Compañía opera las centrales geotérmicas de Ahuachapán y Berlín (Usulután) y está en etapa de desarrollo los campos geotérmicos de San Vicente y Chinameca.

La capacidad instalada actual de LaGeo es 204.4 MW:

Unidad	Capacidad (MW)
AHUA-U1	30
AHUA-U2	30
AHUA-U3	35
BERL-U1	28
BERL-U2	28
BERL-U3	44
BERL-U4	9

Fuente: LaGeo S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

Gobierno Corporativo: La Junta Directiva está compuesta por 4 directores propietarios y sus suplentes. Los miembros de la Junta Directiva son elegidos para 3 años, por la casa matriz. Se destaca que el presidente de CEL es miembro de las juntas directivas de cada una de sus subsidiarias.

Es importante destacar que las transacciones con partes relacionadas representan una exposición relevante, ya que el monto de éstas representa el 96% del patrimonio de LaGeo a junio 2017.

GESTION DE RIESGOS

Las políticas y procedimientos de gestión de riesgos se revisan regularmente a fin de que reflejen los cambios en las condiciones de mercado y en las actividades de la Compañía. La Junta Directiva tiene la responsabilidad de elaborar y monitorear las políticas de administración de riesgos y supervisa cómo la administración cumple con las políticas y procedimientos establecidos, así como la revisión de la idoneidad de la política de gestión de riesgos con relación a los riesgos a los que se enfrenta la Compañía. A continuación, se señalan los riesgos que gestiona la Compañía.

Riesgo de crédito.

La exposición de la Compañía al riesgo de crédito está influenciada principalmente por las características indivi-

duales de cada cliente. Por su favorable y particular condición de “generación base” debido a su naturaleza geotérmica, única en el mercado eléctrico salvadoreño, LaGeo, S.A. de C.V. vende la totalidad de su energía eléctrica generada, la cual no se ve influenciada por externalidades tales como las condiciones climáticas o los costos relacionados a la importación de combustibles en el mercado internacional. La compañía realiza la venta bajo las modalidades ya existentes, en proporciones que varían según las condiciones que se presentan en el mercado de energía: un 42% de las ventas de energía generada por la Compañía durante el año 2016 se realizó bajo la modalidad de contratos (promedio de 8 clientes), y el 58% restante fue vendida en el mercado mayorista de energía eléctrica.

Riesgo de liquidez.

Es el riesgo de que la Compañía enfrente dificultades en obtener financiamiento para cumplir sus compromisos relacionadas a instrumentos financieros. El riesgo de liquidez puede resultar de la dificultad de vender un activo en un tiempo prudencial o vender un activo financiero por debajo de su valor razonable. La Administración de la Compañía y su casa matriz mitigan este riesgo a través del monitoreo de obligaciones presupuestadas en relación con el ingreso de efectivo operativo, uso de líneas de crédito rotativas y la obtención de cupos de líneas de crédito rotativas.

Riesgo de mercado.

El objetivo de la gestión del riesgo de mercado es administrar y controlar las exposiciones de la Compañía a los cambios en los precios de mercado (tipos de cambio de moneda extranjera, tasas de interés o suministros y precios de instrumentos de patrimonio). Para ello, se han diseñado herramientas adicionales para el monitoreo y apoyo a una mejor gestión de los riesgos de mercado, lo que permite cumplir a cabalidad los mismos. Los riesgos de mercado se detallan a continuación:

Riesgo de tipo de cambio.

Como resultado de las operaciones que realiza la Compañía en monedas extranjeras, está expuesta al riesgo por tipo de cambio, el cual consiste en el reconocimiento de diferencias cambiarias en los ingresos y gastos de la Entidad, resultantes de variaciones en los tipos de cambio entre las monedas funcionales en los países y la respectiva moneda extranjera. Al 31 de diciembre de 2016, la compañía no presenta una exposición importante al riesgo de tipo de cambio.

Riesgo de tipo de tasa de interés.

La Compañía está expuesta a los efectos de los cambios en las tasas de interés prevalecientes en el mercado, conllevando al riesgo de fluctuación del valor de los instrumentos financieros, pudiendo afectar así su situación financiera y flujos de efectivo; por tal razón LaGeo analiza las condiciones imperantes en las tasas de mercado para realizar un adecuado seguimiento. En la última evaluación se estima que los resultados de la Compañía no se verían afectados por cambios en las tasas de interés de mercado, debido a que los instrumentos financieros pactados a tasas de interés variables con instrumentos de corto plazo, mientras que los instrumentos financieros pactados a largo plazo son a tasas de interés fijas.

Administración de capital.

La Compañía mantiene capital con la finalidad de respaldar la confianza de los clientes, inversionistas, acreedores para los años futuros del negocio. La Compañía por medio de su Junta Directiva supervisa el rendimiento de la inversión. La Compañía no está sujeta a rendimientos externos de capital. A la fecha, no ha habido cambios en el enfoque de administración de capital.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

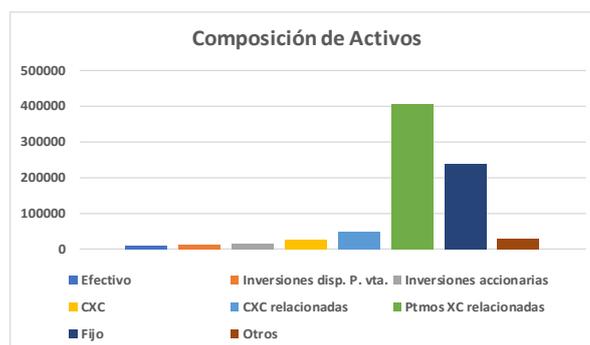
Características de la Emisión	
Denominación	PBLAGEO1
Clase de Valor	Papeles Bursátiles
Monto máximo	US\$40,000,000.00
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América
Plazo	Desde 15 días hasta 3 años
Forma de pago de capital	Al vencimiento
Forma de pago de intereses	Podrá ser mensual, trimestral, semestral, anual o al vencimiento
Tasa	Fija o variable. Se definirá al momento de la colocación
Garantía	1) Valores de Titularización VTHVAND01, tramos 12, 16, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26. Con calificación AA-(slv) otorgada por Fitch Ratings. 2) No tener garantía específica
Destino	Capital de trabajo

Fuente: LaGeo

DESEMPEÑO FINANCIERO

En relación con sus operaciones, durante los últimos 10 años, LaGeo ha tenido una producción constante, 1,436 GWh en promedio. Sin embargo, es importante destacar que, a pesar de esta producción estable, el desempeño financiero de la Compañía se ha visto afectado por el precio del petróleo, dada la relación directa que existe entre éste y el precio de la energía.

Estructura de activos



Fuente: LaGeo S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

El principal activo está representado por préstamos a compañías relacionadas desde diciembre de 2014 y concentran el 51.3% del total de activos a junio de 2017. Este activo corresponde a 2 transacciones otorgadas a: a) su casa matriz, INE (el saldo representa 63.4% del total de préstamos a relacionadas) para la adquisición de las acciones que pertenecían a un antiguo accionista (ENEL Green Power), pagadero anualmente; y b) a su subsidiaria, San Vicente 7 Inc., para financiar la etapa de desarrollo y exploratoria de perforación de los pozos geotérmicos en Chinameca y San Vicente. Es importante destacar que,

a la fecha, el pago de dividendos decretado por LaGeo ha constituido, de forma operativa, la fuente de repago del préstamo otorgado a INE. En un evento de estrés extremo, que comprometa la generación de utilidades y flujos de LaGeo, INE deberá responder con sus propios flujos para el pago de la obligación con LaGeo.

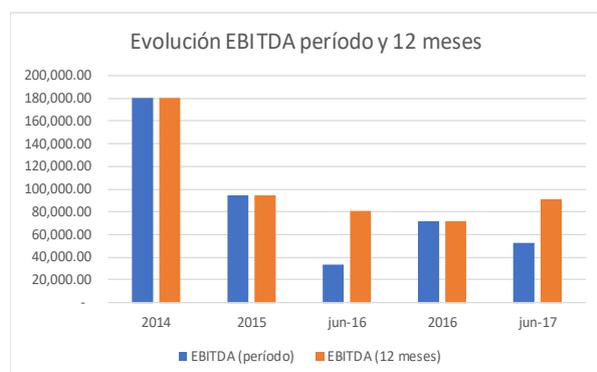
Además, existen cuentas por cobrar a relacionadas (6.3% del total de activos), principalmente a subsidiarias de LaGeo, empleados y otras empresas del Grupo CEL. En total, las transacciones activas a partes relacionadas concentran el 57.6% del total de activos a junio de 2017. En opinión de Zumma Ratings, este porcentaje de transacciones relacionadas es alto, al comparar con prácticas internacionales, y supone un riesgo de crédito para LaGeo ante eventos de estrés sistémico.

El segundo activo es la propiedad, planta y equipo, cuyo saldo neto concentra el 30.2% del total al cierre de junio de 2017. Se integra principalmente por maquinaria y equipo para la generación de energía, edificios, pozos que generan energía geotermal, así como proyectos en ejecución por la exploración de campos geotérmicos.

Por su parte, las cuentas por cobrar comerciales (distribuidoras y generadoras de energía entre otras) representan 3.4% del total de activos. La mayor proporción de cuentas por cobrar corresponde a la Unidad de Transacciones.

EBITDA, Cobertura y Flujos

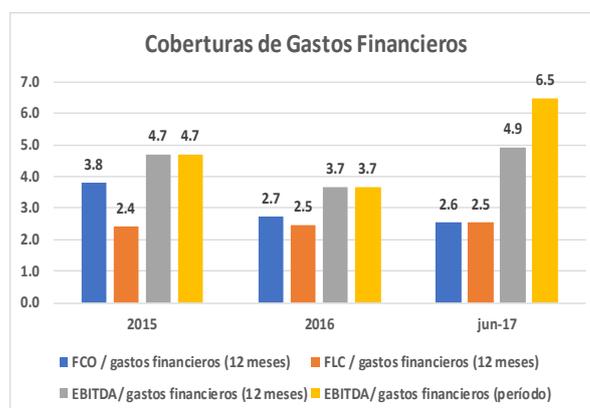
LaGeo cuenta con una generación de flujos adecuada con respecto a su nivel de deuda. La capacidad de generación de flujos se vio afectada durante 2015 y 2016 por los bajos precios del petróleo, que inciden en la determinación de la tarifa por generación de energía. Pese a esta variación, los niveles de EBITDA se mantienen en promedio por encima de US\$96 millones en los últimos cuatro años y de considerar el EBITDA de doce meses, el promedio se sitúa en US\$115 millones. Lo anterior refleja la buena productividad y rentabilidad de la base de activos productivos. En ese contexto, la ampliación y sostenibilidad de los flujos operativos se convierte en factor clave en la contribución al desarrollo de los potenciales planes de inversión y fortalecimiento patrimonial de la Compañía.



Fuente: LaGeo S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

Los niveles de cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros comparan desfavorablemente respecto al histórico antes de diciembre 2014. Antes de esa fecha, la Compañía no mostraba deuda financiera, lo que favorecía los indicadores de cobertura. A partir de la adquisición de

la deuda, LaGeo ha mostrado indicadores de cobertura adecuados. En relación con el margen EBITDA, el promedio al cierre del período evaluado es de 68.5%, mejorando respecto del observado doce meses atrás.

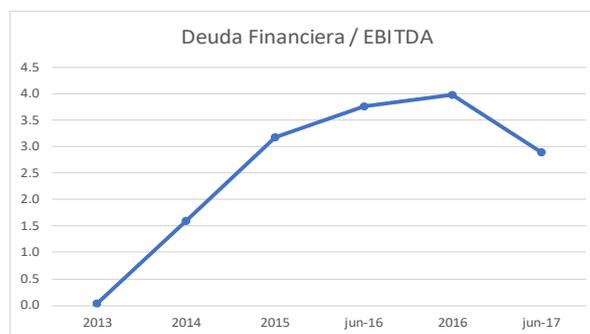


Fuente: LaGeo S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

Es de señalar que el flujo de efectivo proveniente de la operación mejora durante el primer semestre de 2017, favorecido por una mayor generación de utilidades. Los niveles de cobertura con respecto a los flujos son adecuados, y se consideran índices complementarios que reflejan la capacidad de la Compañía en cumplir con las obligaciones y pagos programados.

Pasivos y Endeudamiento

LaGeo ha mantenido un nivel de endeudamiento adecuado respecto de su capacidad de generación interna de flujos. La relación deuda financiera/EBITDA se ubica en 2.9 veces a junio de 2017, ligeramente menor a la observada al cierre del 2016 y favorecido por la expansión del EBITDA.



Fuente: LaGeo S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V.

Como ya se mencionó anteriormente, LaGeo no mostraba deuda financiera hasta el cierre del 2014. En dicho año, la Compañía emitió US\$287.6 millones correspondiente a una titularización, que constituye el principal pasivo (79% del total de pasivos a junio de 2017). Los fondos de dicha emisión fueron destinados para otorgar el préstamo a su casa matriz (INE), para la compra de las acciones de LaGeo pertenecientes a ENEL. Zumma destaca el descalce de plazos derivado de dicha obligación, dado que la periodicidad del pago de la obligación es mensual y la fuente de repago del préstamo con INE es anual. A la fecha, la Compañía no refleja deuda bancaria. Las características principales de la titularización se muestran a continuación:

Valores de Titularización con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores LaGeo 01 (FTHVGEO 01)	
Monto Emitido	US\$287,620,000
Tramos	Tramo único
Fecha colocación	11 de diciembre de 2014
Fecha colocación	11 de diciembre de 2029
Plazo	15 años (180 meses)
Tasa	5.80% fija
Pago de capital	Mensual
Pago de intereses	Mensual
Monto cesión mensual	US\$2,671
Emisor	Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora.
Calificación	AA(slv) por Fitch Ratings

Fuente: Bolsa de Valores de El Salvador. Elaboración: Zumma Ratings, S.A. de C.V.

En otro aspecto, las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar comprenden cantidades pendientes de pago principalmente originadas por la compra de insumos y gastos acumulados de las operaciones del negocio.

La estrategia de la Compañía contempla la diversificación de las fuentes de financiamiento a través de una emisión de papel bursátil por un total de US\$40 millones. Zumma anticipa que, de emitirse los US\$40 millones, el indicador de endeudamiento deuda financiera / EBITDA se elevará hasta 3.3 veces, aún considerado adecuado. Dicho indicador decrecerá en la medida que el desempeño financiero de la Compañía mejore, a través de una mayor generación de utilidades operativas, favorecidas por la tendencia al alza actual de los precios del petróleo.

Por su parte, la posición patrimonial de LaGeo es fuerte, favorecida durante 2017 por un incremento de capital de US\$77.5 millones proveniente de INE. A junio 2017, US\$34 millones habían sido pagados y los US\$43.5 millones están contabilizados como Capital suscrito no pagado. De acuerdo con la administración de LaGeo, se estima que la totalidad del capital estará pagado en noviembre del presente año. Al cierre del primer semestre del 2017, la relación patrimonio / activos de LaGeo mostró un fuerte 60.2% (49% a junio 2016). Zumma estima que el nivel de capitalización continuará fuerte, favorecido por una mayor generación de utilidades prevista para el cierre del 2017 y 2018.

Rentabilidad

LaGeo muestra una rentabilidad razonable, con tendencia favorable respecto del 2016, aunque por debajo del promedio histórico. A junio de 2017, el mejor desempeño de

la base de ingresos operativos por venta de energía ha determinado en gran medida la tendencia del resultado de la Compañía. Al cierre del primer semestre de 2017, la rentabilidad patrimonial pasa a 9.7% desde 8% a junio 2016, acorde a la evolución de la utilidad neta; mientras que el ROAA se ubica en 5.3% desde 4% (Promedios históricos 2013-2017: ROAE: 13.8%; ROAA: 8.7%). Zumma considera que la trayectoria positiva de los indicadores de rentabilidad se mantendrá para el cierre del 2017 y 2018, considerando la tendencia al alza actual de los precios del petróleo.

En relación con la eficiencia operativa, las variaciones en los índices de gastos operativos corresponden principalmente a la variación en la utilidad, más que al monto de gastos operativos. A junio de 2017, la Compañía muestra una posición favorable con un índice de gastos administrativos y de ventas a utilidad bruta del 9.1% (12.9% a junio 2016), reflejando la mejor disponibilidad de margen para absorber los egresos extraordinarios, gastos financieros e impuestos entre otros gastos.

Capital de trabajo y Liquidez

A junio 2017, LaGeo refleja un capital de trabajo neto de obligaciones corrientes positivo, favorecido por el vencimiento corriente de las cuentas y préstamos con relacionadas y un incremento en las inversiones disponibles para la venta. En años anteriores, el pago de dividendos ha influido negativamente en este indicador.

Un aspecto adecuado de la Entidad es el nivel de liquidez mostrado, registrando un promedio general a junio 2017 de 2.4 veces (1.0 veces en junio 2016). En términos de liquidez, el saldo de efectivo al cierre del período evaluado cubre de manera adecuada el nivel de compromisos de corto plazo y le permite disponer de una aceptable flexibilidad para enfrentar requerimientos inmediatos de capital de trabajo.

En relación con los índices de actividad, el ciclo de efectivo de LaGeo es débil, afectado por el ciclo de las transacciones relacionadas, aunque mejora respecto de junio 2016. Este indicador bajó a 1001 días desde 1272 días en 2016. Si se elimina el efecto de las transacciones relacionadas, este indicador mejora sustancialmente hasta 5 días a junio de 2017.

LaGeo S.A de C.V.
Balance General
(En miles de dólares)

	Dic.13	%	Dic.14	%	Dic.15	%	Jun.16	%	Dic.16	%	Jun.17	%
ACTIVOS												
Activo Corriente												
Efectivo y equivalentes de efectivo	159,182	28.9%	46,126	5.7%	3,683	0.5%	8,054	1.1%	8,075	1.1%	9,996	1.3%
Inversiones disponibles para la venta	-	0.0%	52,000	6.5%	2,248	0.3%	2,202	0.3%	2,155	0.3%	13,176	1.7%
Cuentas por cobrar - netas	35,296	6.4%	29,658	3.7%	13,933	1.8%	15,024	2.0%	22,913	3.0%	26,807	3.4%
Cuentas por cobrar a cías relacionadas	20	0.0%	11,051	1.4%	1,005	0.1%	8	0.0%	649	0.1%	50,189	6.3%
Venc. corriente de ptmos por cobrar a cías relac. a L.P.	-	0.0%	12,060	1.5%	56,358	7.4%	33,736	4.5%	32,045	4.2%	9,191	1.2%
Inventarios de repuestos - netos	-	0.0%	-	0.0%	11,171	1.5%	17,171	2.3%	19,033	2.5%	19,094	2.4%
Gastos pagados por anticipado	1,192	0.2%	2,274	0.3%	2,996	0.4%	3,413	0.5%	1,951	0.3%	3,438	0.4%
Total Activo Corriente	195,690	35.5%	153,168	19.0%	91,394	12.0%	79,607	10.7%	86,820	11.5%	131,891	16.6%
Préstamos a Relacionadas a L.P. menos venc. corriente	-	0.0%	267,940	33.3%	366,683	48.3%	381,342	51.1%	398,272	52.6%	397,552	50.1%
Cuentas por cobrar a cías relacionadas	60,590	11.0%	86,223	10.7%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Efectivo restringido	-	0.0%	2,671	0.3%	2,975	0.4%	2,975	0.4%	2,975	0.4%	2,975	0.4%
Inventarios de repuestos - netos	17,105	3.1%	17,946	2.2%	11,275	1.5%	2,834	0.4%	1,180	0.2%	1,180	0.1%
Inversiones accionarias	29,216	5.3%	17,330	2.2%	17,180	2.3%	15,725	2.1%	17,031	2.2%	15,725	2.0%
Inmuebles, maquinaria y equipo - neto	245,672	44.6%	258,153	32.1%	268,349	35.4%	260,005	34.8%	249,669	33.0%	239,802	30.2%
Plusvalía comprada	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	1,455	0.2%	-	0.0%	1,306	0.2%
Activo por impuesto sobre la renta diferido	2,436	0.4%	1,128	0.1%	1,245	0.2%	2,379	0.3%	1,271	0.2%	2,800	0.4%
Otros activos	617	0.1%	887	0.1%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Total Activo no Corriente	355,637	64.5%	652,277	81.0%	667,707	88.0%	666,716	89.3%	670,397	88.5%	661,339	83.4%
TOTAL ACTIVOS	551,326	100.0%	805,445	100.0%	759,101	100.0%	746,323	100.0%	757,218	100.0%	793,230	100.0%
PASIVOS												
Proveedores	5,848	1.1%	5,358	0.7%	2,100	0.3%	2,160	0.3%	4,429	0.6%	2,742	0.3%
Préstamos bancarios	-	0.0%	-	0.0%	19,450	2.6%	-	0.0%	17,200	2.3%	-	0.0%
Vcmto. corriente de préstamos bancarios a L.P.	8,550	1.6%	4,750	0.6%	-	0.0%	36,500	4.9%	-	0.0%	7,200	0.9%
Vcmto. corriente de obligaciones por titularizaciones a L.P.	-	0.0%	10,299	1.3%	11,518	1.5%	6,058	0.8%	12,077	1.6%	6,841	0.9%
Impuesto sobre la renta por pagar	44,386	8.1%	40,852	5.1%	35,423	4.7%	6,428	0.9%	17,744	2.3%	30,022	3.8%
Cuentas por pagar a cías. relacionadas	10,378	1.9%	5,795	0.7%	3,557	0.5%	368	0.0%	8,384	1.1%	5,549	0.7%
Dividendos por pagar	-	0.0%	-	0.0%	12,000	1.6%	25,524	3.4%	15,524	2.1%	14	0.0%
Otras cuentas por pagar y gastos acumulados	4,421	0.8%	5,428	0.7%	5,114	0.7%	1,950	0.3%	11,010	1.5%	3,390	0.4%
Total Pasivo Corriente	73,582	13.3%	72,481	9.0%	89,162	11.7%	78,988	10.6%	86,367	11.4%	55,758	7.0%
Obligaciones por beneficios de retiro	6,798	1.2%	2,291	0.3%	2,404	0.3%	2,633	0.4%	2,855	0.4%	3,152	0.4%
Obligaciones por titularización a L.P. menos vcmto corriente	-	0.0%	273,063	33.9%	261,545	34.5%	261,545	35.0%	249,214	32.9%	249,214	31.4%
Prestamos bancarios	-	0.0%	-	0.0%	7,919	1.0%	-	0.0%	7,993	0.9%	-	0.0%
Emisión Papel Bursátil	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivo por impuesto diferido	7,808	1.4%	9,467	1.2%	-	0.0%	6,376	0.9%	-	0.0%	5,605	0.7%
Impuesto sobre la renta por pagar	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	27,262	3.7%	21,262	2.8%	-	0.0%
Dividendos por pagar	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	10,000	1.3%	-	0.0%
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	561	0.1%	561	0.1%	1,379	0.2%	4,006	0.5%	1,816	0.2%	1,670	0.2%
Total Pasivo No Corriente	15,167	2.8%	285,382	35.4%	273,247	36.0%	301,822	40.4%	292,241	38.6%	259,641	32.7%
TOTAL PASIVO	88,750	16.1%	357,863	44.4%	362,408	47.7%	380,810	51.0%	378,608	50.0%	315,398	39.8%
PATRIMONIO												
Capital social	292,895	53.1%	292,895	36.4%	292,895	38.6%	292,895	39.2%	292,895	38.7%	370,395	46.7%
Reserva legal	56,459	10.2%	58,579	7.3%	58,579	7.7%	58,579	7.8%	58,579	7.7%	58,579	7.4%
Resultado acumulado	113,222	20.5%	96,108	11.9%	45,219	6.0%	14,039	1.9%	27,136	3.6%	48,858	6.2%
TOTAL PATRIMONIO NETO	462,577	83.9%	447,582	55.6%	396,693	52.3%	365,513	49.0%	378,610	50.0%	477,832	60.2%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	551,326	100.0%	805,445	100.0%	759,101	100.0%	746,323	100.0%	757,218	100.0%	793,230	100.0%

LaGeo S.A de C.V.
Estado de Resultados
(En miles de dólares)

	Dic.13	%	Dic.14	%	Dic.15	%	Jun.16	%	Dic.16	%	Jun.17	%
INGRESOS												
Venta de energía y otros servicios	234,369	100.0%	221,507	100.0%	151,851	100.0%	57,147	100.0%	124,318	100.0%	77,297	100.0%
Ingresos totales	234,369	100.0%	221,507	100.0%	151,851	100.0%	57,147	100.0%	124,318	100.0%	77,297	100.0%
Costo de producción de energía y otros servicios	(51,157)	-21.8%	(51,099)	-23.1%	(44,488)	-29.3%	(18,511)	-32.4%	(40,929)	-32.9%	(19,083)	-24.7%
Utilidad Bruta	183,212	78.2%	170,409	76.9%	107,363	70.7%	38,637	67.6%	83,389	67.1%	58,214	75.3%
GASTOS												
Gastos de administración y proyectos	(10,634)	-4.5%	(12,391)	-5.6%	(12,539)	-8.3%	(4,771)	-8.3%	(10,974)	-8.8%	(5,045)	-6.5%
Gastos de venta	(496)	-0.2%	(496)	-0.2%	(449)	-0.3%	(198)	-0.3%	(425)	-0.3%	(225)	-0.3%
Gastos de investigación y desarrollo	(321)	-0.1%	-	0.0%	-	0.0%	(5)	0.0%	(28)	0.0%	(8)	0.0%
Depreciación y amortización	-	-	-	-	(23,747)	-15.6%	(12,600)	-22.0%	(25,840)	-20.8%	(10,342)	-13.4%
Utilidad de Operación	171,761	73.3%	157,522	71.1%	70,628	46.5%	21,064	36.9%	46,122	37.1%	42,594	55.1%
OTROS INGRESOS Y EGRESOS												
Ingresos por intereses y otros ingresos	3,916	1.7%	3,781	1.7%	17,800	11.7%	6,696	11.7%	16,529	13.3%	7,342	9.5%
Gastos financieros	(360)	-0.2%	(1,518)	-0.7%	(20,049)	-13.2%	(9,226)	-16.1%	(19,527)	-15.7%	(8,165)	-10.6%
Donaciones	-	0.0%	(3,024)	-1.4%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Otros gastos - neto	(1,139)	-0.5%	(10,460)	-4.7%	(1,158)	-0.8%	(221)	-0.4%	(925)	-0.7%	(3,166)	-4.1%
Resultado antes de ISR	174,177	74.3%	146,302	66.0%	67,221	44.3%	18,314	32.0%	42,199	33.9%	38,604	49.9%
Impuesto a la renta	(48,762)	-20.8%	(48,074)	-21.7%	(21,755)	-14.3%	(3,813)	-6.7%	(13,399)	-10.8%	(9,781)	-12.7%
Contribución especial	(12,192)	-5.2%	(2,120)	-1.0%	(247)	-0.2%	(462)	-0.8%	(1,663)	-1.3%	(1,042)	-1.3%
Reserva legal	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
RESULTADO NETO	113,222	48.3%	96,108	43.4%	45,219	29.8%	14,039	24.6%	27,137	21.8%	27,782	35.9%

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Jun.16	Dic.16	Jun.17
Rentabilidad						
ROAA	20.5%	14.2%	5.8%	4.0%	3.6%	5.3%
ROAE	24.5%	21.1%	10.7%	8.0%	7.0%	9.7%
Utilidad de Operación / Ingresos	73.3%	71.1%	46.5%	36.9%	37.1%	55.1%
Utilidad Neta / Ingresos	48.3%	43.4%	29.8%	24.6%	21.8%	35.9%
Costo Financiero Promedio	4.2%	0.5%	6.7%	6.7%	6.8%	7.0%
Gastos de Operación / Utilidad bruta	6.3%	7.6%	12.1%	12.9%	13.7%	9.1%
Rentabilidad del Activo Fijo Promedio	46.1%	38.2%	17.2%	21.8%	10.5%	16.4%
Liquidez						
Activo corriente / Pasivo Corriente (veces)	2.7	2.1	1.0	1.0	1.0	2.4
Liquidez general sin relacionadas (veces)	3.1	2.0	0.4	0.6	0.7	1.4
Capital de Trabajo	\$122,108	\$80,687	\$2,232	\$619	\$453	\$76,133
EBITDA y Flujos						
Efectivo neto de las actividades de operación	\$138,278	\$89,144	\$62,265	\$18,634	\$39,697	\$41,470
Gasto Financiero neto de impuestos	\$252	\$1,062	\$14,034	\$6,458	\$13,669	\$5,716
Flujo de caja operativo (FCO)	\$138,530	\$90,206	\$76,299	\$25,092	\$53,366	\$47,185
Capex	\$26,384	\$31,952	\$27,987	\$0	\$5,160	\$250
Flujo libre de caja (FLC) sin restar dividendos	\$112,146	\$58,255	\$48,312	\$25,092	\$48,205	\$46,935
Dividendos	\$120,570	\$113,222	\$84,108	\$0	\$0	\$0
Flujo libre de caja (FLC) restando dividendos	-\$8,424	-\$54,968	-\$35,797	\$25,092	\$48,205	\$46,935
EBIT (período)	\$171,761	\$157,522	\$70,628	\$21,064	\$46,122	\$42,594
EBITDA (período)	\$192,620	\$180,164	\$94,375	\$33,664	\$71,814	\$52,936
EBITDA (12 meses)	\$192,620	\$180,164	\$94,375	\$80,785	\$71,814	\$91,086
Gasto Financiero (período)	\$360	\$1,518	\$20,049	\$9,226	\$19,527	\$8,165
Gasto Financiero (12 meses)	\$360	\$1,518	\$20,049	\$20,316	\$19,527	\$18,466
Margen EBITDA	82.2%	81.3%	62.1%	58.9%	57.8%	68.5%
Coberturas de Gasto Financiero del Período						
FCO / gastos financieros (12 meses)	384.3	59.4	3.8	1.2	2.7	2.6
FLC / gastos financieros (12 meses)	311.1	38.4	2.4	1.2	2.5	2.5
EBITDA / Flujo de actividades de operación	1.4	2.0	1.5	1.8	1.8	1.3
EBITDA/ gastos financieros (12 meses)	534.4	118.7	4.7	4.0	3.7	4.9
EBITDA/ gastos financieros (período)	534.4	118.7	4.7	3.6	3.7	6.5
Coberturas de Servicio de Deuda						
EBITDA / (Intereses + PCLP + Deuda bancaria corto plazo)	21.6	10.9	1.8	1.3	1.5	2.8
EBITDA / (Deuda bancaria corto plazo + PCLP + Deuda de LP neto de PCLP + Pasivo por operaciones de arrendamiento)	22.5	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
Estructura Financiera						
Pasivo / Patrimonio (veces)	0.19	0.80	0.91	1.04	1.00	0.66
Endeudamiento de C.P. / Patrimonio (veces)	0.16	0.16	0.22	0.22	0.23	0.12
Endeudamiento financiero (veces)	0.02	0.64	0.76	0.83	0.75	0.55
Deuda Financiera / EBITDA	0.04	1.60	3.18	3.76	3.98	2.89
Patrimonio / Activos	83.9%	55.6%	52.3%	49.0%	50.0%	60.2%
Depreciación y amortización	\$20,859	\$22,642	\$23,747	\$12,600	\$25,692	\$10,342
Exceso (deficit) de depreciación	(\$5,525)	(\$9,309)	(\$4,240)	\$12,600	\$20,531	\$10,092
Gestión Administrativa						
Ciclo de efectivo	-2	541	940	1272	1089	1001
Ciclo de efectivo (no incluye relacionadas)	-18	-28	-25	7	-69	5
Rotación de Inventarios	0	0	90	167	167	180
Rotación de cobranzas comerciales	54	48	33	47	66	62
Rotación de cobranzas global (incluye relacionadas)	147	661	1038	1355	1314	1126
Rotación de cobranzas relacionadas	93	613	1005	1307	1248	1064
Rotación de cuentas por pagar comerciales	72	76	58	40	136	58
Rotación de cuentas por pagar comerciales (incluye relacionadas)	149	121	98	82	226	126

ROAA (Return Over Average Assets) = Utilidad neta doce meses / $\{(Activos_t + Activos_{t-1}) / 2\}$

ROAE (Return Over Average Equity) = Utilidad neta doce meses / $\{(\text{Patrimonio}_t + \text{Patrimonio}_{t-1}) / 2\}$