

LAGEO, S.A. DE C.V.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 21 de mayo de 2019

Clasificación	Categoría (*)		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Emisor	EAA.sv	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	AA.sv	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	N-1.sv	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	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 31.12.18 -----			
ROAA: 6.6%	Activos: 800.5	Ingresos: 152.1	
ROAE: 10.9%	Patrimonio: 485.0	Utilidad: 51.7	

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 2015, 2016, 2017 y 2018, 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 mantener la calificación de emisor EAA.sv a LaGeo, S.A. de C.V. con base en la evaluación efectuada al 31 de diciembre de 2018 e información subsecuente a esa fecha. De igual manera, determinó mantener 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 el riesgo de los instrumentos otorgados para dicha garantía (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 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 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 una posible injerencia del

Gobierno en la entidad según la política energética, 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 88% del patrimonio de LaGeo al cierre de 2018. 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 de electricidad geotérmica en el país. En consecuencia, está expuesta a riesgos derivados de la posible injerencia del Gobierno en LaGeo según la política energética.

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 22% de la energía del país, produciendo 1,463 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, de los ejercicios 2015 y 2016 fueron bajas, pero se recuperaron durante el período de 2017-2018 en línea con las variaciones de los precios del petróleo observados en el mercado mundial durante dichos períodos. En consecuencia, LaGeo muestra una rentabilidad sobre activos y sobre patrimonio razonable, y con tendencia positiva, aunque aún se sitúa por debajo de sus promedios históricos. Al cierre de 2018, la rentabilidad patrimonial pasa a 10.9% desde 9.0% en el lapso de doce meses; mientras que el ROAA se ubica en 6.6% desde 5.0% (Promedios históricos 2013-2017: ROAE: 13.2%; ROAA: 8.3%).

Generación de Flujos y Coberturas Adecuadas con

respecto a su nivel de deuda: LaGeo presenta un incremento de 14.4% en el EBITDA al cierre de 2018 (US\$96.6 vs US\$84.5 millones en el lapso de doce meses), favorecido por una mejora en los ingresos por venta de energía. Los niveles de cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se sitúan en 5.8 veces, superior a la observada en 2017 (4.7 veces). Sin embargo, éstos comparan desfavorablemente respecto al histórico antes de diciembre 2014, pero se resalta que anterior a dicha fecha, la Compañía no mostraba deuda financiera, lo que favorecía los indicadores de cobertura. Zumma considera que, a partir de la adquisición de deuda, LaGeo ha mostrado indicadores de cobertura adecuados, no obstante, pudieran verse sensibilizados en la medida que el endeudamiento incrementa, tomando en cuenta el desarrollo de un tercer campo geotérmico.

Nivel de Capitalización Fuerte: Al cierre de 2018, la relación patrimonio / activos de LaGeo se mostró fuerte, situándose en 60.6% (60.1% en 2017). Zumma estima que el nivel de capitalización continuará fuerte, favorecido por una mayor generación de utilidades prevista para 2019, acorde a las expectativas de aumento en los precios del petróleo.

Fortalezas

1. Prioridad en el despacho de energía en el mercado local.
2. Experiencia en el desarrollo de proyectos geotérmicos.
3. Destacada posición competitiva en el mercado eléctrico.

Debilidades

1. Alto porcentaje de transacciones relacionadas.

Oportunidades

1. Inyección por parte de las nuevas plantas (San Vicente y Chinameca) en un plazo menor al estimado y el Proyecto Ciclo Binario II de la Central Geotérmica Berlín.
2. Tendencia de incremento en los precios internacionales del petróleo y sus derivados.

Amenazas

1. Cambios regulatorios en el sector eléctrico.
2. Posible injerencia gubernamental dependiendo la política energética estatal.

ENTORNO ECONÓMICO

El crecimiento real de la economía salvadoreña fue del 2.5% en 2018 (2.3% en 2017), apoyado principalmente en el fuerte y continuo envío de remesas familiares, los bajos precios del petróleo; así como en la recuperación sostenida en la economía de los Estados Unidos. Históricamente, El Salvador ha padecido de bajas tasas de crecimiento, reflejando un rezago en comparación a sus pares de la región. El Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la economía registrará una tasa de expansión del 2.5% para 2019, en sintonía con las perspectivas de desaceleración de la economía de Estados Unidos, los diversos proyectos de construcción a escala nacional, la Unión Aduanera entre El Salvador, Honduras y Guatemala para dinamizar el comercio regional, entre otros.

No obstante, los elevados niveles de delincuencia y corrupción que exhibe El Salvador; el aplazamiento de reformas en materia fiscal por falta de acuerdos entre los partidos políticos; la incertidumbre proveniente de los resultados en las elecciones pasadas de presidente en febrero de 2019; la vulnerabilidad ante eventos climáticos (fenómeno de El Niño); el encarecimiento del gasto financiero debido a la política monetaria de normalización que impulsa la Reserva Federal (FED por sus siglas en inglés) y el mayor endurecimiento en las políticas migratorias en Estados Unidos se señalan como factores de riesgo adversos para el país.

Al 31 de enero de 2019, las remesas exhiben un crecimiento interanual del 5.7%, que se explica por el aún buen desempeño de la economía estadounidense, aunado a las precauciones tomadas por salvadoreños en el extranjero debido a la incertidumbre provocada por las políticas migratorias de dicho país. En términos prospectivos, el Banco Central de Reserva (BCR) ha proyectado una desaceleración en la llegada de remesas, debido a la política anti migratoria de los Estados Unidos. Por otra parte, El Salvador continúa exhibiendo bajos niveles de inflación, ubicándose en 0.4% a diciembre de 2018 (2.0% en diciembre de 2017) asociado principalmente por su condición de economía dolarizada.

Cabe precisar que el Banco Central de Reserva (BCR) actualizó el sistema de Cuentas Nacionales (SCN), conllevando a una disminución del tamaño del PIB. Lo anterior determinó que los índices de endeudamiento experimentarían un deterioro; haciendo notar que el indicador deuda/PIB de 2017 aumentó a 71% (63% antes de la actualización del SCN). Otro hecho relevante fue la aprobación de la reforma de pensiones que disminuyó las necesidades de financiamiento de corto plazo del Gobierno.

A la fecha del presente informe, la calificación soberana del Gobierno de El Salvador es de B3 por Moody's, B- por Fitch y B- por S&P, reflejando la vulnerable y la débil posición de las finanzas públicas. Entre los principales aspectos que inhiben una mejora en el perfil crediticio del país se mencionan: el lento crecimiento económico, los recurrentes déficits fiscales, la tendencia creciente de endeudamiento y la falta de acuerdo políticos para implementar una reforma fiscal.

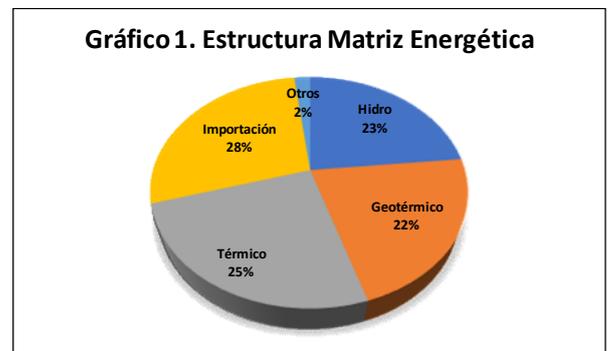
Es importante señalar que, en los próximos años, el Go-

bierno debe de cumplir con el pago oportuno de una serie de vencimientos en sus pasivos, lo cual puede ejercer una fuerte presión en su liquidez. En este contexto, impulsar el Acuerdo Marco para la Sostenibilidad Fiscal es indispensable para encaminar las finanzas públicas en la ruta de sostenibilidad. En caso de no materializarse acuerdos fiscales, el Gobierno corre el riesgo de enfrentar dificultades para financiar proyectos sociales, subsidios e inversiones en infraestructura.

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 la cual se compone principalmente de la importación, la generación térmica, hidroeléctrica y geotérmica a la fecha de evaluación (Ver Gráfico 1. Estructura matriz energética).

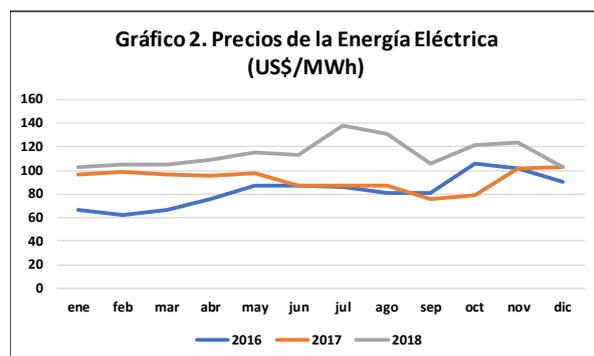
En relación con los procesos de la industria, una vez generada la energía, ésta pasa por una red de transmisión que sirve para trasladar electricidad desde las plantas de generación hasta los puntos de distribución del sistema, donde es tomada por las empresas distribuidoras para luego llevarlas hasta 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 Comunicaciones (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.

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 tienen una vigencia de cinco años, con cargos de distribución y comercialización revisiones anuales, previa autorización de la SIGET.

Debido a un prolongado período de sequía, durante la época lluviosa de 2018 la generación hidroeléctrica solo generó un 23.4% de la energía total inyectada al sistema (29.1% durante época lluviosa de 2017). Este fenómeno natural, junto a los crecientes costos del petróleo, han determinado el alza en los precios de la energía en el mercado MRS durante el segundo y tercer trimestre de 2018, como se observa en el *Gráfico 2. Precios de la energía eléctrica*. De esta forma, el precio promedio de la energía para el cierre de 2018 se ubicó en 114.1 US\$/MWh (92.0 US\$/MWh y 82.7 US\$/MWh durante el mismo período de 2017 y 2016, respectivamente).



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

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).

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; además, es accionista de Compañía Eléctrica Cucumacayán.

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 204.6 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.

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 87.2% del patrimonio de LaGeo al cierre de 2018.

Los estados financieros han sido preparados conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Al 31 de diciembre de 2018, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros auditados de la Compañía.

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.

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 78% de las ventas de energía generada por la Compañía durante el año 2018 se realizó bajo la modalidad de contratos (promedio de 12 clientes), y el 22% restante fue vendida en el mercado mayorista de energía eléctrica.

Debido a la relevancia de las cuentas por cobrar y préstamos por cobrar con compañías relacionadas, se considera que existe un moderado riesgo de crédito ante un evento de impago por parte de su subsidiaria o de su casa matriz, que representan el 58% de dichas cuentas por cobrar con relacionadas y estas a su vez representan un 52.1% del total de activos.

Riesgo de liquidez.

Es el riesgo de que la Compañía enfrente dificultades en obtener financiamiento para cumplir sus compromisos relacionadas a instrumentos financieros.

Se pondera la tendencia positiva de fortalecimiento gradual de liquidez que ha mostrado la compañía desde el año 2015, medido por las disponibilidades. Sin embargo, se considera que LaGeo presenta una modesta liquidez para cubrir sus necesidades de corto plazo, lo cual se analiza en la sección *Capital de trabajo y liquidez*.

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 2018, 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 son 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.

DESEMPEÑO FINANCIERO

En relación con sus operaciones, durante los últimos 10 años, LaGeo ha mantenido una producción constante, 1,463.4 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

El principal activo está representado por transacciones a compañías relacionadas y concentran el 53.1% del total de activos al cierre de 2018, y 88% del patrimonio a la misma fecha.

Este activo se conforma principalmente por 2 préstamos otorgados a: a) su casa matriz, INE (el saldo representa 58.0% 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. (40.5% del total de préstamos a relacionadas), 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 flujos para el pago de la obligación con LaGeo.

Por otra parte, las cuentas por cobrar comerciales (distribuidoras y generadoras de energía entre otras) representan 3.1% del total de activos. La mayor proporción de cuentas por cobrar corresponde a la Unidad de Transacciones.

El segundo activo con mayor relevancia es la propiedad, planta y equipo, cuyo saldo neto concentra el 29.9% del total al cierre de 2018. Se integra principalmente por ma-

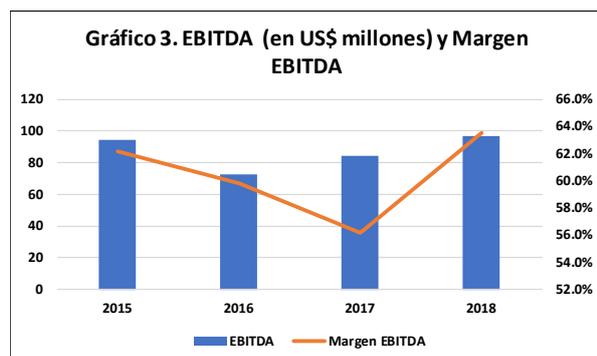
quinaria y equipo para la generación de energía, edificios, pozos que generan energía geotermal, así como proyectos en ejecución por la exploración de campos geotérmicos.

Las inversiones representan el 7.6% de los activos totales, integradas principalmente por valores con cargo al fondo de titularización FTHVAND 01, cuyo originador es la Administración de Acueductos y Alcantarillados (ANDA), seguido por las participaciones accionarias de LaGeo en sus subsidiarias (70% y 23% del total de inversiones, respectivamente). Los valores con cargo al FTHVAND 01 poseen vencimiento en diciembre de 2030 y devengan una tasa del 7.25% anual, los cuales se encuentran comprometidos como garantía para el papel bursátil PBLAGEO1.

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 continúa mostrando mejoras desde 2017, luego que durante 2015 y 2016 se viera afectada por las variaciones del petróleo en este período.

Al 31 de diciembre de 2018, el EBITDA se situó en US\$96.6 millones, superior al registrado al cierre de 2017, que se ubicó en US\$84.5 millones. Se refleja una reversión de la tendencia negativa del margen EBITDA, como se observa en el *Gráfico 3. EBITDA y margen EBITDA*. La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros al cierre de 2018 se sitúa en 5.8 veces, superior a la observada en 2017 (4.7 veces). Anterior a diciembre 2014 LaGeo no mostraba deuda financiera. 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.

Zumma considera que los flujos cubren adecuadamente sus obligaciones financieras, no obstante, la cobertura se puede reflejar sensibilizada en la medida que el endeudamiento incrementa.

Pasivos y Endeudamiento

LaGeo ha mantenido un nivel de endeudamiento adecuado respecto de su capacidad de generación interna de flujos. El indicador de endeudamiento financiero con respecto a su patrimonio al cierre de 2018 se refleja en 0.49 veces, ligeramente inferior al observado en 2017, cuando se registró en 0.53 veces.

La relación deuda financiera/EBITDA se ubica en 2.44 veces, inferior a la observada 12 meses antes (2.95). Se considera que 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.

Tabla 1. Endeudamiento LaGeo

	2015	2016	2017	2018
Endeudamiento financiero (veces)	0.76	0.75	0.53	0.49
Deuda Financiera / EBITDA	3.18	3.91	2.95	2.44

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 (*Tabla 1. Endeudamiento LaGeo*). En dicho año, la Compañía emitió US\$287.6 millones correspondientes a una titularización, que constituye su principal pasivo (75% del total de pasivos al cierre de 2018). Los fondos de dicha emisión fueron destinados para otorgar el préstamo a su casa matriz (INE), que utilizó 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 los valores de titularización 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.

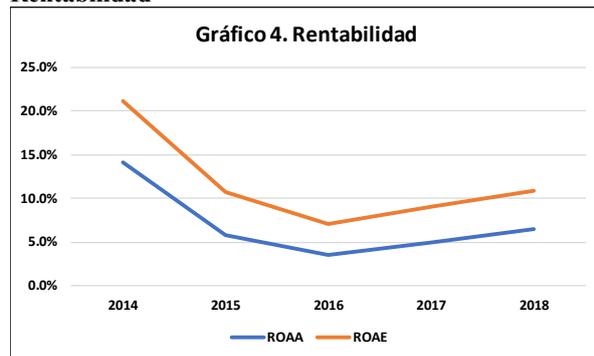
La estrategia de la Compañía contempla la diversificación de las fuentes de financiamiento a través de una emisión de papel bursátil por un total de US\$40 millones. Durante 2018, LaGeo emitió US\$10.125 millones con vencimientos entre 365 a 549 días y colocados a una tasa promedio de 5.9%. El desarrollo de un tercer campo geotérmico podría involucrar la contratación de deuda, lo cual incrementaría los indicadores de endeudamiento.

Solvencia

La posición patrimonial de LaGeo es fuerte, reflejando al cierre de 2018 una relación patrimonio / activos de 60.6%, registrándose estable en los últimos doce meses. El nivel de solvencia se fortaleció en 2017 cuando se

realizó la última inyección de capital por US\$77.5 millones proveniente de INE. Durante 2018, la Compañía decretó dividendos por \$33.8 millones, de las utilidades del ejercicio 2017; y durante 2019, se decretaron \$31.4 millones de las utilidades de 2018. Zumma estima que el nivel de capitalización continuará fuerte, favorecido por una mayor generación de utilidades prevista para el 2019, en la medida que el precio de los hidrocarburos continúe al alza.

Rentabilidad



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

LaGeo muestra una rentabilidad razonable y con tendencia positiva, aunque aún se sitúa por debajo de sus promedios históricos (Ver *Gráfico 4. Rentabilidad*). Al cierre de 2018, el mejor desempeño de la base de ingresos operativos por venta de energía y un menor nivel de gastos administrativos ha determinado en gran medida la tendencia del resultado de la Compañía. La rentabilidad patrimonial pasa a 10.9% desde 9.0% en el lapso de doce meses, acorde con la evolución de la utilidad neta; mientras que el ROAA se ubica en 6.6% desde 5.0% (Promedios históricos 2013-2017: ROAE: 13.2%; ROAA: 8.3%). Zumma considera que la trayectoria positiva de los indicadores de rentabilidad se mantendrá para el 2019,

en la medida que los precios del petróleo mantengan su tendencia al alza.

En relación con la eficiencia operativa, LaGeo compara favorablemente con respecto al cierre de 2017. El indicador de gastos de operación/utilidad bruta disminuyó hasta 22.0% desde 26.9% en el lapso de doce meses. La mejora en el indicador y la disminución en monto de los gastos operativos obedece a que en 2017 se contabilizaron US\$ 8.5 millones de gastos correspondientes a un proyecto de perforación de un pozo en Zacatecoluca que no fue productivo.

Capital de Trabajo y Liquidez

Al cierre de 2018, LaGeo refleja un capital de trabajo neto de obligaciones corrientes positivo, favorecido por el vencimiento corriente de las cuentas por cobrar a terceros, no obstante, se compara inferior al de 2017, debido a la colocación de varios tramos de la emisión de papel bursátil y, en menor medida, a la cancelación de cuentas y préstamos por cobrar corrientes a compañías relacionadas.

La entidad muestra un modesto nivel de liquidez, que se ubica en 1.1 veces a 2018 (1.4 veces en 2017). En términos de liquidez, el saldo de efectivo al cierre del período evaluado cubre de manera modesta el nivel de compromisos de corto plazo.

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 2017. Este indicador bajó a 882 días desde 933 días en el lapso de doce meses. Si se elimina el efecto de las transacciones relacionadas, este indicador mejora sustancialmente hasta -81 días al cierre de 2018.

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

	Dic.15	%	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%
ACTIVOS								
Activo Corriente								
Efectivo y equivalentes de efectivo	3,683	0.5%	8,075	1.1%	17,015	2.2%	21,248	2.7%
Inversiones disponibles para la venta	2,248	0.3%	2,155	0.3%	9,532	1.2%	4,262	0.5%
Cuentas por cobrar - netas	13,933	1.8%	22,913	3.0%	24,147	3.1%	24,483	3.1%
Cuentas por cobrar a cías relacionadas	1,005	0.1%	649	0.1%	5,090	0.7%	1,348	0.2%
Venc. corriente de ptmos por cobrar a cías relac. a L.P.	56,358	7.4%	32,045	4.2%	23,108	3.0%	23,372	2.9%
Inventarios de repuestos - netos	11,171	1.5%	19,033	2.5%	9,506	1.2%	10,876	1.4%
Gastos pagados por anticipado	2,996	0.4%	1,951	0.3%	1,704	0.2%	1,804	0.2%
Total Activo Corriente	91,394	12.0%	86,820	11.5%	90,103	11.6%	87,394	10.9%
Préstamos a Relacionadas a L.P. menos venc. corriente	366,683	48.3%	398,272	52.6%	386,650	49.8%	399,845	50.0%
Cuentas por cobrar a cías relacionadas	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Efectivo restringido	2,975	0.4%	2,975	0.4%	2,975	0.4%	2,975	0.4%
Inventarios de repuestos - netos	11,275	1.5%	1,180	0.2%	10,666	1.4%	11,631	1.5%
Inversiones accionarias	17,180	2.3%	17,031	2.2%	20,749	2.7%	13,775	1.7%
Inmuebles, maquinaria y equipo - neto	268,349	35.4%	249,669	33.0%	221,182	28.5%	239,207	29.9%
Plusvalía comprada	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Activo por impuesto sobre la renta diferido	1,245	0.2%	1,271	0.2%	1,664	0.2%	2,587	0.3%
Inversiones Restringidas	-	0.0%	-	0.0%	43,055	5.5%	43,055	5.4%
Otros activos	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Total Activo no Corriente	667,707	88.0%	670,397	88.5%	686,941	88.4%	713,074	89.1%
TOTAL ACTIVOS	759,101	100.0%	757,218	100.0%	777,044	100.0%	800,468	100.0%
PASIVOS								
Proveedores	2,100	0.3%	4,429	0.6%	1,545	0.2%	2,608	0.3%
Préstamos bancarios	19,450	2.6%	17,200	2.3%	-	0.0%	-	0.0%
Vcmto. corriente de préstamos bancarios a L.P.	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Vcmto. corriente de obligaciones por titularizaciones a L.P.	11,518	1.5%	12,077	1.6%	13,051	1.7%	14,095	1.8%
Impuesto sobre la renta por pagar	35,423	4.7%	17,744	2.3%	17,564	2.3%	19,503	2.4%
Cuentas por pagar a cías. relacionadas	3,557	0.5%	8,384	1.1%	2,175	0.3%	3,290	0.4%
Obligaciones Bursátiles	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	10,125	1.3%
Dividendos por pagar	12,000	1.6%	15,524	2.1%	21,090	2.7%	21,350	2.7%
Otras cuentas por pagar y gastos acumulados	5,114	0.7%	11,010	1.5%	7,687	1.0%	8,296	1.0%
Total Pasivo Corriente	89,162	11.7%	86,367	11.4%	63,112	8.1%	79,268	9.9%
Obligaciones por beneficios de retiro	2,404	0.3%	2,855	0.4%	3,321	0.4%	6,122	0.8%
Obligaciones por titularización a L.P. menos vcmto corriente	261,545	34.5%	249,214	32.9%	236,164	30.4%	222,069	27.7%
Préstamos bancarios	7,919	1.0%	7,093	0.9%	-	0.0%	-	0.0%
Obligaciones Bursátiles	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Pasivo por impuesto diferido	-	0.0%	-	0.0%	7,358	0.9%	8,031	1.0%
Impuesto sobre la renta por pagar	-	0.0%	21,262	2.8%	-	0.0%	-	0.0%
Dividendos por pagar	-	0.0%	10,000	1.3%	-	0.0%	-	0.0%
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	1,379	0.2%	1,816	0.2%	-	0.0%	-	0.0%
Total Pasivo No Corriente	273,247	36.0%	292,241	38.6%	246,843	31.8%	236,221	29.5%
TOTAL PASIVO	362,408	47.7%	378,608	50.0%	309,955	39.9%	315,488	39.4%
PATRIMONIO								
Capital social	292,895	38.6%	292,895	38.7%	370,395	47.7%	370,395	46.3%
Reserva legal	58,579	7.7%	58,579	7.7%	62,857	8.1%	68,213	8.5%
Resultado acumulado	45,219	6.0%	27,136	3.6%	33,837	4.4%	46,372	5.8%
TOTAL PATRIMONIO NETO	396,693	52.3%	378,610	50.0%	467,089	60.1%	484,980	60.6%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	759,101	100.0%	757,218	100.0%	777,044	100.0%	800,468	100.0%

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

	Dic.15		Dic.16		Dic.17		Dic.18	
		%		%		%		%
INGRESOS								
Venta de energía y otros servicios	151,851	100.0%	121,979	100.0%	150,447	100.0%	152,141	100.0%
Ingresos totales	151,851	100.0%	121,979	100.0%	150,447	100.0%	152,141	100.0%
Costo de producción de energía y otros servicios	(33,802)	-22.3%	(29,389)	-24.1%	(34,961)	-23.2%	(28,346)	-18.6%
Utilidad Bruta	118,049	77.7%	92,590	75.9%	115,486	76.8%	123,795	81.4%
GASTOS								
Gastos de administración y proyectos	(23,225)	-15.3%	(18,989)	-15.6%	(30,487)	-20.3%	(26,638)	-17.5%
Gastos de venta	(449)	-0.3%	(485)	-0.4%	(539)	-0.4%	(550)	-0.4%
Gastos de investigación y desarrollo	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Depreciación y amortización	(23,747)	-15.6%	(25,840)	-21.2%	(21,557)	-14.3%	(21,055)	-13.8%
Utilidad de Operación	70,628	46.5%	47,276	38.8%	62,903	41.8%	75,553	49.7%
OTROS INGRESOS Y EGRESOS								
Ingresos por intereses y otros ingresos	17,800	11.7%	16,405	13.4%	18,387	12.2%	21,427	14.1%
Gastos financieros	(20,049)	-13.2%	(19,527)	-16.0%	(17,855)	-11.9%	(16,626)	-10.9%
Otros gastos - neto	(1,158)	-0.8%	(1,956)	-1.6%	(2,321)	-1.5%	(2,942)	-1.9%
Resultado antes de ISR	67,221	44.3%	42,198	34.6%	61,113	40.6%	77,412	50.9%
Impuesto a la renta	(21,755)	-14.3%	(13,399)	-11.0%	(20,582)	-13.7%	(22,881)	-15.0%
Contribución especial	(247)	-0.2%	(1,663)	-1.4%	(2,416)	-1.6%	(2,803)	-1.8%
Reserva legal	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
RESULTADO NETO	45,219	29.8%	27,136	22.2%	38,115	25.3%	51,728	34.0%

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Dic.18
Rentabilidad				
ROAA	5.8%	3.6%	5.0%	6.6%
ROAE	10.7%	7.0%	9.0%	10.9%
Utilidad de Operación / Ingresos	46.5%	38.8%	41.8%	49.7%
Utilidad Neta / Ingresos	29.8%	22.2%	25.3%	34.0%
Costo Financiero Promedio	6.7%	6.8%	7.2%	7.0%
Gastos de Operación / Utilidad bruta	20.1%	21.0%	26.9%	22.0%
Rentabilidad del Activo Fijo Promedio	17.2%	10.5%	16.2%	22.5%
Liquidez				
Activo corriente / Pasivo Corriente (veces)	1.0	1.0	1.4	1.1
Liquidez general sin relacionadas (veces)	0.4	0.7	1.0	0.8
Liquidez inmediata (veces)	0.2	0.4	0.8	0.7
Capital de Trabajo	\$2,232	\$453	\$26,990	\$8,126
EBITDA y Flujos				
Efectivo neto de las actividades de operación	\$62,265	\$39,696	\$49,742	\$63,463
Gasto Financiero neto de impuestos	\$14,034	\$13,669	\$12,498	\$11,638
Flujo de caja operativo (FCO)	\$76,299	\$53,364	\$62,241	\$75,102
Capex	\$27,987	\$5,160	\$2,086	\$14,482
Flujo libre de caja (FLC) sin restar dividendos	\$48,312	\$48,204	\$60,155	\$60,619
Dividendos	\$84,108	\$0	\$0	\$2,105
Flujo libre de caja (FLC) restando dividendos	-\$35,797	\$48,204	\$60,155	\$58,514
EBIT (período)	\$70,628	\$47,276	\$62,903	\$75,553
EBITDA (período)	\$94,375	\$72,968	\$84,459	\$96,608
EBITDA (12 meses)	\$94,375	\$72,968	\$84,459	\$96,608
Gasto Financiero (período)	\$20,049	\$19,527	\$17,855	\$16,626
Gasto Financiero (12 meses)	\$20,049	\$19,527	\$17,855	\$16,626
Margen EBITDA	62.1%	59.8%	56.1%	63.5%
Coberturas de Gasto Financiero del Período				
FCO / gastos financieros (12 meses)	3.8	2.7	3.5	4.5
FLC / gastos financieros (12 meses)	2.4	2.5	3.4	3.6
EBITDA / Flujo de actividades de operación	1.5	1.8	1.7	1.5
EBITDA/ gastos financieros (12 meses)	4.7	3.7	4.7	5.8
EBITDA/ gastos financieros (período)	4.7	3.7	4.7	5.8
Coberturas de Servicio de Deuda				
EBITDA / (Intereses + PCLP + Deuda bancaria corto plazo)	1.8	1.5	2.7	3.1
EBITDA / (Deuda bancaria corto plazo + PCLP + Deuda de LP neto de PCLP + Pasivo por operaciones de arrendamiento)	0.3	0.3	0.3	0.4
Estructura Financiera				
Pasivo / Patrimonio (veces)	0.91	1.00	0.66	0.65
Endeudamiento de C.P. / Patrimonio (veces)	0.22	0.23	0.14	0.16
Endeudamiento financiero (veces)	0.76	0.75	0.53	0.49
Deuda Financiera / EBITDA	3.18	3.91	2.95	2.44
Patrimonio / Activos	52.3%	50.0%	60.1%	60.6%
Depreciación y amortización	\$23,747	\$25,692	\$21,557	\$21,055
Exceso (deficit) de depreciación	(\$4,240)	\$20,531	\$19,471	\$6,573
Gestión Administrativa				
Ciclo de efectivo	909	1025	933	882
Ciclo de efectivo (no incluye relacionadas)	-44	-121	-37	-81
Rotación de Inventarios	119	233	98	138
Rotación de cobranzas comerciales	33	68	58	58
Rotación de cobranzas global (incluye relacionadas)	1038	1340	1050	1063
Rotación de cobranzas relacionadas	1005	1272	993	1005
Rotación de cuentas por pagar comerciales	77	189	95	138
Rotación de cuentas por pagar comerciales (incluye relacionadas)	129	314	117	180

MONTO DE LA EMISIÓN VIGENTE AL 31 DE DICIEMBRE DE 2018

DENOMINACIÓN	MONTO AUTORIZADO	MONTO EMITIDO	TRAMO	FECHA DE COLOCACIÓN	TASA	PLAZO	GARANTÍA
PBLAGE001	40,000,000	10,125,000	1	12/2/2018	5.75%	365	Inversiones restringidas que corresponden a diez tramos de títulos valores negociables en el Mercado de Valores de El Salvador, a una tasa de interés de 7.25% provenientes del "Fondo de Titularización VTHVAND01 (Valores de Titularización Hencorp Valores - Administración Nacional de Acueductos y Alcantarillados Cero Uno)
			2 (a)	9/3/2018	6.00%	545	
			2 (b)	15/3/2018	6.00%	539	
			3	9/3/2018	5.75%	364	
			4	16/3/2018	6.00%	545	
			5	20/3/2018	6.00%	546	
			6	11/5/2018	6.00%	545	
			7	25/5/2018	6.00%	545	
			8	15/6/2018	6.00%	545	
			9	28/9/2018	5.85%	370	
10	10/10/2018	5.85%	365				

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

Las clasificaciones públicas, criterios, Código de Conducta y metodologías de Zumma Ratings Clasificadora de Riesgo S.A. (Zumma Ratings) están disponibles en todo momento en nuestro sitio web www.zummaratings.com.

Las clasificaciones crediticias emitidas por Zumma Ratings constituyen las opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de investigación publicadas por Zumma Ratings (las "publicaciones de Zumma Ratings") que pueden incluir opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda. Zumma Ratings define riesgo crediticio como el riesgo de que una entidad no pueda cumplir con sus obligaciones contractuales, financieras una vez que dichas obligaciones se vuelven exigibles, y cualquier pérdida financiera estimada en caso de incumplimiento. Las clasificaciones crediticias no toman en cuenta cualquier otro riesgo, incluyen sin limitación: riesgo de liquidez, riesgo legal, riesgo de valor de mercado o volatilidad de precio. Las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendación o asesoría financiera o de inversión, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendaciones para comprar, vender o mantener valores determinados; todas las decisiones son exclusiva responsabilidad del inversionista.

Derechos de autor por Zumma Ratings. La reproducción o distribución total o parcial de los contenidos producidos por Zumma Ratings, se entenderán protegidos por las leyes relativas a la propiedad intelectual desde el momento de su creación; por lo tanto, estará prohibida su reproducción, salvo con autorización previa y por escrito de forma electrónica. Todos los derechos reservados. Toda la información aquí contenida se encuentra protegida por Ley de Propiedad Intelectual, y ninguna de dicha información podrá ser copiada, reproducida, reformulada, transmitida, transferida, difundida, redistribuida o revendida de cualquier manera, o archivada para uso posterior en cualquiera de los propósitos antes referidos, en su totalidad o en parte, en cualquier forma o manera o por cualquier medio, por cualquier persona sin el consentimiento previo por escrito de Zumma Ratings.

Toda la información aquí contenida es obtenida por Zumma Ratings de fuentes consideradas precisas y confiables. Zumma Ratings lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se base de acuerdo con sus propias metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Zumma Ratings lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Zumma Ratings deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Zumma Ratings se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Zumma Ratings y al mercado en los documentos de oferta y otros informes.

Zumma Ratings es una entidad supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero y además sujeta al cumplimiento de la Ley contra el Lavado de Dinero y Activos; en tal sentido, Zumma Ratings podrá solicitar en cualquier momento información para el cumplimiento de las leyes y normativas aplicables, como políticas de conozca a su cliente para la realización de una debida Diligencia.

Confidencialidad. Referente a la información recibida para la evaluación y clasificación Zumma Ratings ha accedido y accederá a información que será tratada como CONFIDENCIAL, la cual es y será compartida por el emisor cumpliendo con todas las disposiciones legales en materia de reserva bancaria, protección de datos de carácter personal, debiendo este garantizar que posee autorización de los titulares de los datos para compartir información. Ninguna información será compartida cedida o transmitida por Zumma Ratings sino dentro del contexto de la Legislación aplicable. No se considerará información confidencial aquella que sea de dominio público o que haya sido obtenida por Zumma Ratings por otros medios dentro del contexto del respeto a la autodeterminación informativa y será utilizada exclusivamente para la finalidad de los servicios de clasificación.