

Panamá, 29 de octubre de 2020

Rfe. S/2020/099

Nota: 20/N. Superintendencia Del Mercado De Valores

Licenciado
Julio Javier Justiniani
Superintendente
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES
Ciudad. - Panamá

Referencia: Hecho de Importancia – Programa Rotativo de Bonos de Hidroeléctrica San Lorenzo S.A.

Estimada Licenciado Justiniani:

Por medio de la presente comunicación, en cumplimiento de las normativas relacionadas con las obligaciones de comunicación de Hechos de Importancia, le informamos lo siguiente:

La agencia de calificación crediticia Pacific Credit Rating (PCR) ha emitido su más reciente reporte de calificación sobre el Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Hidroeléctrica San Lorenzo S.A., el día 2 de octubre de 2020.

Como resultado del análisis realizado por la agencia calificadora, se ha mantenido la calificación de PA BB+ para el Programa Rotativo de Bonos Corporativos, con Perspectiva Estable. Adjunto a esta comunicación encontrará el reporte que constituye el hecho de importancia reportado relacionado con la calificación de riesgo del Programa Rotativo de Bonos Corporativos por Pacific Credit Rating.

Sin otro particular, quedamos de ustedes.

Atentamente,



Humberto C. Fernández M.
Director-Representante Legal
Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A.

Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. Programa Rotativo de Bonos Corporativos

Comité No. 67/2020

Informe con EEFB auditados al 31 de diciembre de 2019

Fecha de comité: 02 de octubre de 2020

Periodicidad de actualización: Semestral

Sector Energético/Panamá

Equipo de Análisis

Pamela Prado
p Prado@ratingspcr.com

Iolanda Montuori
imontuori@ratingspcr.com

(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información	dic-18	dic-19
Fecha de comité	26/06/2019	02/10/2020
Programa Rotativo de Bonos Corporativos	PA BB+	PA BB+
Perspectiva	Estable	Estable

Significado de la calificación

Categoría BB. Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas

Con el propósito de diferenciar las calificaciones domésticas de las internacionales, se ha agregado una PA a la calificación para indicar que se refiere sólo a emisores/emisiones de carácter doméstico a efectuarse en el mercado panameño. A las categorías descritas se pueden asignar los signos “+” ó “-” para indicar su posición relativa dentro de la respectiva categoría.

“La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia de una entidad financiera y no son recomendaciones de compra y/o venta de instrumentos que esta emita”.

Racionalidad

La calificación se fundamenta en el mantenimiento de apropiados niveles de liquidez, producto del incremento en el efectivo disponible. Sin embargo, derivado de los déficits acumulados, se observó una desmejora en los indicadores de solvencia con una ajustada cobertura del servicio de la deuda y un deterioro en las proyecciones. La calificación considera, además, el respaldo del Grupo Empresarial Cuerva y su experiencia en el mercado eléctrico.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada al Programa de Bonos Corporativos Rotativos de Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

- **Distribución de los Ingresos.** Al cierre de 2019, Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. Depende de cuatro (4) fuentes de ingresos que desde el 2014 al 2019 se estructuró en promedio de la siguiente manera: 63% ingresos provenientes de la venta de energía Spot, 27% de ingresos provenientes de energía PPA, 7% provenientes de la venta de contratos de Potencia Firme y 3% de ingresos por suplidor de pérdidas de transmisión. De los cuales al cierre 2019 cuenta con contratos PPA con Elektra Noreste, S.A., la Empresa de Distribución Eléctrica Metro-Oeste, S.A. y con Empresa de Distribución Eléctrica de Chiriquí, S.A. y se tiene estimado que aumentarán en el año 2020. Es importante mencionar que en Panamá no hay licitaciones por contratos de PPA y no cuenta con beneficios compensatorios como la energía renovable.
- **Disminución en los indicadores de rentabilidad.** Al finalizar el 2019, Hidroeléctrica San Lorenzo presentó una baja en su utilidad neta, al pasar de una pérdida de B/. 261.5 millares a una mayor pérdida de B/. 1.6 millones, mostrando una significativa reducción de 5 veces. El aumento en las pérdidas de la utilidad neta fue consecuencia de la reducción de los ingresos por venta de energía (-24%), que a pesar de tener menores gastos de planta (-42.6%) no pudieron ser compensados junto con menores comisiones administrativas (-60%) dado que también se redujo la cuenta otros ingresos no relacionados al giro del negocio de la Empresa (-55.3%). Esto derivó en presentar una baja interanual de

los indicadores de rentabilidad comparativamente a lo registrado en el 2018, un ROA de -0.6% y ROE de -7.6% mientras que al 2019, un ROA: -3.5% y ROE: -82.8% por la disminución constante en el patrimonio.

- **Crecimiento en los niveles de liquidez.** Al cierre de 2019, Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. incrementó sus niveles de liquidez mediata en 43% e inmediata en 43%, totalizando ambas 5.82 y 5.87 respectivamente puesto que en el 2018 se encontraban en 5.15 y 5.2. Estos indicadores fueron beneficiados por el aumento en efectivo en bancos durante a diciembre 2019 de US\$ 1 millón, logrando mejorar su liquidez a pesar de las altas cuentas por cobrar de costas legales que mantienen y por el plazo de las series de bonos emitidos, las cuales vencen hasta enero del año 2027.
- **Desmejora en los índices de solvencia.** A diciembre de 2019, el patrimonio de la compañía evidenció una desmejora interanual en 45.3% (-B/. 1.6 millones), como resultado del déficit acumulado en los ejercicios de la empresa. Lo anterior se tradujo en un incremento sobre el nivel de endeudamiento patrimonial, al presentar una desmejora interanual de 10.7 veces para mostrarse en 22.5 mientras que a diciembre 2018 se encontraba en 11.8. De igual manera, el indicador de solvencia mostró una leve reducción al totalizar 4.3% (-3.5%).
- **Adecuada cobertura proyectada.** A la fecha de análisis, y de acuerdo a las proyecciones realizadas por la Hidroeléctrica, se consideraron los niveles de cobertura adecuados en promedio de servicio sobre la deuda proyectados, presentándose en 1.23 veces, como consecuencia de la frecuencia en el pago de la deuda de cada una de las tres (3) series de la presente emisión: Serie A con un monto colocado de US\$6.7 millones a una tasa de interés del 6%, Serie B con un monto colocado de US\$ 16.8 millones con una tasa de interés de 6.5% y la Serie C con un monto colocado de US\$3 millones a una tasa de 6.5%, las cuales se amortizan con periodicidad trimestral. Asimismo, el EBITDA sobre gastos financieros presentaron una adecuada cobertura para los siguientes cinco años, posicionándose en 2.8 veces en promedio, producto del incremento en la venta de contratos que inicia en el año 2020.
- **Garantías y Uso de los Fondos.** A la fecha de análisis, los Bonos de las Series Garantizadas cuentan con la garantía de un Fideicomiso con Global Financial Funds Corp. a favor de los Tenedores Registrados de los Bonos de las Series Garantizadas, el cual incluye aportes monetarios, hipotecas de fincas, bienes muebles, seguros y cesión de ingresos del emisor. Los fondos netos recaudados de la venta de los Bonos por US\$39,808,992 serán utilizados para la cancelación de la deuda existente en US\$23,946 miles que mantiene el Emisor con Global Bank Corporation, la cancelación de cuentas con proveedores por US\$928 miles y las cuentas por pagar con partes relacionadas con Grupo Cuerva Panamá por US\$16,078 miles.
- **Respaldo del Grupo Empresarial Cuerva.** Hidroeléctrica San Lorenzo cuenta con el respaldo del Grupo Empresarial Cuerva, S.L del que forma parte, siendo esta una Corporación conformada por empresas con más de 70 años de experiencia y con una amplia trayectoria empresarial, dedicadas a la generación, distribución y comercialización de energía eléctrica. Grupo Cuerva brinda respaldo financiero y técnico a la Hidroeléctrica en caso de ser necesario.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Calificación de riesgos de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes con fecha 09 de noviembre de 2017.

Información utilizada para la calificación

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados al 31 de diciembre de 2019.
- **Riesgo de Liquidez y Solvencia:** Proyecciones financieras de 2017 a 2043.
- **Emisión:** Prospecto Informativo del Programa de Bonos Corporativos Rotativos, Contrato de Fideicomiso de Garantía, Contratos PPA, Información cualitativa del Informe de la emisión de las Series A, B y C.

Contexto Económico

Para diciembre de 2019, la actividad económica de América Latina y El Caribe, según lo indicado por el Fondo Monetario Internacional, sigue siendo lenta y avanza tenuemente. Para el 2019, el crecimiento estimado de la región fue de 0.1 %, mostrando un crecimiento débil; aunque se proyecta que se recupere en los siguientes periodos y presente un crecimiento de 1.6 % y 2.3 % para 2020 y 2021, correspondientemente. Cabe mencionar que, según datos del FMI, la tasa de crecimiento de 2019 es la más baja desde 2016, año en el que la región sufrió una contracción de 1 % tras el estancamiento en 2015. El decrecimiento en la aceleración vivida en 2019 se debe, entre otras cosas, a las sostenidas tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, que afectan a las exportaciones, así como al precio internacional de las materias primas, las cuales son una importante fuente de ingresos para las economías de la región. Aunado a lo anterior, la incertidumbre política y económica en países clave de la región también tuvieron un efecto adverso en la tasa de crecimiento. Según datos del FMI, México y Chile, dichas tasas sufrieron un recorte en sus perspectivas de crecimiento: el primero, consecuencia de la continua debilidad de la inversión y, el segundo, por las tensiones sociales sufridas durante el último semestre del año. De igual manera, se presentaron tensiones políticas y sociales en países como Ecuador, Bolivia y Perú, lo que mitiga el crecimiento de la región y aumenta la incertidumbre. Sin embargo, estas condiciones adversas se vieron moderadas por una revisión del crecimiento al alza de Brasil, tras una mejora de la postura del gobierno respecto a las pensiones y el sector minero, lo que mejora las

condiciones de inversión en el país. Se espera que las tensiones financieras globales continúen, causando condiciones financieras globales restrictivas. Sin embargo, también se espera que las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China mejoren y que, por tanto, la perspectiva de crecimiento mundial también lo haga.

Por su parte, Panamá sigue siendo uno de los países referentes de la región como consecuencia de su dinamismo. El crecimiento de Panamá para el 2019, según datos del Banco Mundial, es de 3.5 %, menor al promedio de los últimos 5 años de 5 %. Esto último, producto de que este año la economía se encontraba en un periodo de recuperación económica, arrastrada de 2018, consecuencia de una disminución causada por el bajo rendimiento en el sector de construcción y servicios, los cuales son sectores importantes para el desempeño de dicho país. Sin embargo, según datos del Banco Mundial, se proyecta que para el 2020 el crecimiento ascienda a 4.2 % y para el 2021 y 2022 a 4.6 % y 4.8 % respectivamente. Retomando así su tendencia de los últimos 5 años y confirmando su dinamismo. Asimismo, se espera que la inflación se mantenga controlada en 2 %. Por su parte, este aumento en su crecimiento actual y proyectado también se ve influenciado por una mayor inversión extranjera directa (IED), la cual, según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC), a septiembre 2019, había aumentado un 15.9 % (+B/. 4,735 millones) en comparación al mismo periodo del año anterior; influenciado por las actividades de mina y canteras y al comercio al por mayor y minorista. Asimismo, según estadísticos preliminares, se espera que la recaudación fiscal en Panamá disminuya y que el gasto por parte del gobierno aumente, causando un déficit fiscal alto. Las autoridades estiman que, de no corregirse esta tendencia y de no tomar medidas correctivas respecto al gasto presupuestario, el déficit fiscal alcance hasta el 4% del PIB en 2019.

El índice mensual de actividad económica (IMAE) de Panamá creció 3.25 % a septiembre de 2019, según datos del del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC). Entre las actividades que tuvieron mejor desempeño al tercer trimestre del año, están comercio y logística; el primero incentivado por mayor demanda mayorista y minorista y el segundo incentivado por las actividades del sistema portuario nacional y las operaciones del canal. Asimismo, sectores como el de explotación de minas y canteras, el agropecuario y el de suministro de electricidad y agua, tuvieron un buen desempeño. Por su parte, el sector construcción tuvo una desmejora de 2.6 % al tercer trimestre de 2019. Según datos del INEC, los ingresos del canal aumentaron 5.9 % de forma interanual y el valor total de comercio mayorista en la Zona Libre de Colon tuvo un decrecimiento de 11.3 % respecto al mismo periodo de 2018.

Panamá cuenta con una calificación de riesgo soberano de BBB+ con perspectiva 'Estable' para Standard & Poors (S&P), obteniendo una mejora en su calificación (la segunda vez desde 2012), a raíz del consistente crecimiento económico durante los últimos años, por encima de los países pares; su adecuada diversificación económica, que ha contribuido a duplicar el PIB per Cápita; a la estabilidad en los cambios de administración y cumplimiento de sus responsabilidades y, a los esfuerzos de fortalecimiento de la transparencia y las regulaciones del sistema financiero.

Contexto Sector

Hasta el año 1961, el servicio eléctrico de Panamá fue brindado por el sector privado, sin embargo, la creación del Instituto de Recursos Hidráulicos y Electrificación (IRHE) logró cubrir la demanda del país, exceptuando la de la Autoridad del Canal de Panamá (ACP). Fue hasta el año 1995 que se permitió nuevamente la participación parcial del sector privado en la generación eléctrica. En 1996 se creó el Ente Regulador de los Servicios Públicos (ERSP), conocido actualmente como la Autoridad de Servicios Públicos (ASEP). Para el año 1997, se logró la reestructuración del sector eléctrico, en ocho empresas, donde cuatro pertenecían a los agentes generadores, tres a los distribuidores y una de transmisión eléctrica. Poco a poco el Estado fue cediendo su control efectivo a través de la venta de sus acciones mayoritarias. A partir del año 1998, se han llevado a cabo licitaciones públicas para la contratación de Potencia y Energía y así poder cumplir con el crecimiento proyectado de la demanda. El sector se encuentra regulado por la Autoridad Nacional de los Servicios Públicos y participan los siguientes actores:

- ASEP
- CND
- Generadores
- Distribuidoras
- Grandes clientes

Durante el año 2019, la capacidad instalada del sector fue de 4,153.16 MW, siendo superior a los 2,972.9 MW presentados en el 2018. La capacidad instalada se concentra en las hidráulicas, tanto las de embalse como las de pasada, representando el 42.8% de toda la capacidad instalada. En el sector también participan centrales de carbón, generadores solares (4.6%), térmicos (36.8%), gas natural (9.2%) y eólicos (6.5%) y biogas (0.2%).

Análisis de la institución

Reseña

Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. es una sociedad anónima de duración perpetua constituida según las leyes de la República de Panamá, mediante Escritura Pública No. 13,400 del 13 de octubre de 2004. Constituida con el fin de la generación de energía eléctrica, construir y administrar sistemas hidráulicos y sistemas afines para la producción de energía eléctrica. La Hidroeléctrica posee una Central Hidroeléctrica, en el Río Fonseca, Corregimiento de Boca del Monte, Distrito de San Lorenzo, Provincia de Chiriquí, bajo un contrato de concesión de aguas permanente con la Autoridad Nacional del Ambiente (ANAM), para el uso de aguas del Río Fonseca y con la Autoridad Nacional de los Servicios Públicos (ASEP) para la generación de energía eléctrica, por un periodo de cincuenta años renovables.

Hidroeléctrica San Lorenzo inició operaciones a partir de septiembre de 2014 con el fin de generar y vender electricidad a empresas distribuidoras conforme a los términos de contratos de venta de energía, así como la venta a través del mercado ocasional y en el mercado eléctrico regional.

La Hidroeléctrica posee una Central Hidroeléctrica en el Río Fonseca, Corregimiento de Boca del Monte, Distrito de San Lorenzo, Provincia de Chiriquí, bajo un contrato de concesión permanente con la Autoridad Nacional del Ambiente (ANAM), para el uso de aguas del Río Fonseca y con la Autoridad Nacional de los Servicios Públicos (ASEP) para la generación de energía eléctrica, por un periodo de cincuenta años renovables. Hidroeléctrica San Lorenzo es una hidroeléctrica con una capacidad instalada de generación de energía de 8.7MW que utiliza el potencial de la parte más alta del Río Fonseca para generar energía, las estaciones climáticas tienen un impacto directo basado en la relación hidrología y energía generada, a hidrología en la Cuenca Alta del Río Fonseca, mayor capacidad de generación de energía eléctrica de la central San Lorenzo.

La hidroeléctrica fue creada para aprovechar las siguientes circunstancias en el mercado mayorista de electricidad en la República de Panamá:

- a) Necesidad urgente de nueva capacidad de generación
- b) Extensos recursos hidráulicos no utilizados
- c) Oportunidad de reducir emisiones de gases de efecto invernadero y vender Certificados de Reducción de Emisiones ("CER") en mercados internacionales, y
- d) Disponibilidad de contratos para la compra y venta de capacidad a largo plazo.

La Empresa Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A., fue autorizada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá para la realización de la emisión de tres series de bonos corporativos mediante Resolución No. SMV 008-17 de 5 de enero de 2017. La actividad del emisor es la generación de energía eléctrica. Esta actividad se desarrolla dentro del Mercado Eléctrico de Panamá, bajo la Ley No. 6, de 3 de febrero de 1997 que regula las actividades de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica. El marco legal regulatorio del sector de la energía de Panamá está conformado por leyes y decretos que establecen el marco general y su reglamentación para el funcionamiento y desarrollo en las actividades de generación, interconexión y distribución.

Gobierno Corporativo

Al 31 de diciembre de 2019, el capital en acciones de Hidroeléctrica San Lorenzo estaba compuesto por 100,590 acciones comunes, con valor nominal de B/. 100 cada una, para totalizar un capital accionario de B/. 10,059,000. La composición accionaria está conformada solamente por dos accionistas de los cuales ninguno cuenta con más del 70% del total de acciones comunes del Emisor, el cual se detalla a continuación:

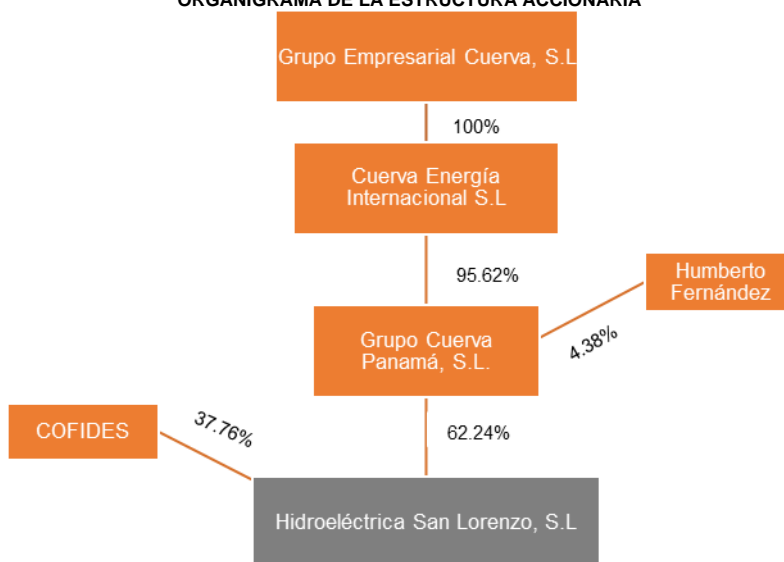
PARTICIPACIÓN ACCIONARIA	
Accionistas	Participación
Grupo Cuerva Panamá	62.24%
COFIDES	37.76%

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

El capital accionario se ha mantenido estable en B/. 10,059,000 desde el 31 de diciembre de 2014 hasta la fecha. No existe derecho preferente para la emisión de nuevas acciones. Sin embargo, existe un derecho preferente de los accionistas a comprar las acciones de la sociedad que otro accionista desee traspasar, al precio que entre ambos pacten. Sin embargo, dichas acciones podrán ser ofrecidas a terceros, siempre y cuando los accionistas no hagan uso de su derecho preferente durante un lapso de treinta días. Los pagos de dividendos están condicionados y sujetos a las autorizaciones requeridas según los contratos de financiamiento suscritos con Global Bank.

Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. es en 62.24% subsidiaria de Grupo Cuerva Panamá, S.L, la cual, a su vez, es subsidiaria de Cuerva Energía Internacional S.L. con un 95.62% de participación. Esta pertenece en su totalidad y le responde al Grupo Empresarial Cuerva, S.L. Por lo tanto, la Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. es subsidiaria de Grupo Cuerva Panamá, S.A., que a su vez es mayormente poseída por Cuerva Energía Internacional, la cual ha confirmado su respaldo financiero como parte del apoyo necesario del Grupo para cubrir sus necesidades de capital de trabajo.

ORGANIGRAMA DE LA ESTRUCTURA ACCIONARIA



Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

Producto del análisis efectuado, PCR considera que Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. tiene un nivel de desempeño óptimo¹ respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Los accionistas de Hidroeléctrica cuentan con los mismos derechos dentro de la empresa, quienes se rigen por el Reglamento de la Junta General de Accionistas. La comunicación con la Junta Directiva y todos los accionistas es llevada a cabo por la Gerencia General. Las convocatorias de las Juntas Generales de los accionistas se realizaron cumpliendo el plazo estipulado en el Estatuto, en las cuales se tiene permitido incorporar puntos a debatir por parte de los accionistas. Los accionistas no tienen autorizada delegar su voto para las Juntas. Asimismo, la Organización cuenta con un Reglamento del Directorio.

La Entidad realiza seguimiento y control de potenciales conflictos de interés mediante Auditorías Financieras y de Calidad tanto de la Hidroeléctrica como del grupo al que pertenece. De igual manera, la Compañía cuenta con políticas para la gestión de riesgos dentro de los cuales se encuentran los riesgos laborales y de procesos, riesgos medioambientales y energéticos, ciberseguridad, propiedad intelectual y protección de datos. La Entidad cuenta con un área de auditoría interna que reporta al Comité de Auditoría del Directorio. Finalmente, Hidroeléctrica San Lorenzo cuenta con un canal de comunicación interna y externa, certificado en 2019 por TUV RHEINLAND, vigente hasta septiembre de 2021.

El pacto social no contiene disposiciones más exigentes que las requeridas por la ley para cambiar los derechos de los tenedores de las acciones. La asamblea general de accionistas del Emisor ejerce el poder supremo de la sociedad y será convocada de acuerdo con la ley o a su pacto social. Habrá quórum en cualquier asamblea general de accionistas, siempre que estén representando en ella las acciones comunes que constituyen, por lo menos el 60% de las acciones emitidas y en circulación. La citación de la convocatoria ya sea ordinaria o extraordinaria, se hará de acuerdo a lo establecido en la legislación panameña, con una anticipación no menor de diez días consecutivos ni más de sesenta días a la fecha señalada para la reunión.

Junta Directiva	
Nombre	Cargo
Ignacio Cuerva Valdivia	Presidente
Gerardo Cuerva Valdivia	Vicepresidente
Francisco Javier Martín Valdivia	Tesorero
Humberto Fernández Martínez	Secretario
Julio César Mendoza Terón	Director

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

¹ Categoría GC2, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima

Plana Gerencial	
Nombre	Cargo
Humberto C. Fernández M.	Gerente General
Alfredo de St Croix	Asesor Financiero
Carlos Gutiérrez	Contador Administrativo

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

Responsabilidad Social Empresarial

PCR considera un nivel de desempeño sobresaliente² para las prácticas de Responsabilidad Social Empresarial de Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A.

La Hidroeléctrica ha identificado a sus grupos de interés como las comunidades adyacentes, los proveedores locales y los grupos ambientales a los cuales se les realizó un proceso formal de consulta y se involucraron con programas sociales y la generación de empleos, especialmente durante la construcción del proyecto. Al ser un generador de energía renovable, la Empresa promueve la eficiencia energética, trasladado al autoconsumo de la planta y las oficinas centrales; además del impacto en la matriz energética a nivel nacional. Asimismo, la Compañía llevó a cabo un programa de desechos durante la construcción con consciencia ambiental, apuntando hacia la sostenibilidad de las operaciones en campo y oficina, con el objetivo de minimizar los desechos, uso de papel, plásticos y combustibles fósiles. El consumo de agua es mínimo y cuentan con políticas de administración de embalse.

En cuanto al aspecto social, la Organización procura dar oportunidades a colaboradores de ambos sexos y promueve el avance de jerarquía entre sus colaboradores. Como parte de la política interna, la Hidroeléctrica no emplea mano de obra infantil y procura que sus proveedores tampoco lo hagan. De igual manera, la Compañía otorga, a sus colaboradores, los beneficios de ley y algunos beneficios adicionales. La Entidad mantiene activa la comunicación con los líderes comunitarios del entorno.

Operaciones y Estrategias

Operaciones

Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. es una planta de generación eléctrica renovable con 8.7 MW de capacidad. Esta planta se encuentra ubicada en el Río Fonseca, en el corregimiento de Boca del Monte, distrito de San Lorenzo, Provincia de Chiriquí. La actividad principal de esta consiste en el desarrollo, administración y operación de centrales de generación eléctrica y la compraventa de energía a través de la construcción y operación de su central.

La Hidroeléctrica es una empresa del sector eléctrico líder a nivel local y con proyectos y mercado en el ámbito internacional. La misión de la Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. es la comercialización, distribución y generación de energía eléctrica, así como el diseño, la ejecución y el mantenimiento de instalaciones eléctricas, de comunicaciones y control. En todo ello ofrece a sus clientes el máximo compromiso en calidad, eficiencia, costo y cuidado del medio ambiente. Su visión es el crecimiento consolidado de todas las áreas de negocio tanto a nivel nacional como internacional, haciendo uso para ello de la tecnología como vehículo conductor.

El plan estratégico se centra en el servicio continuo a los contratos existentes y la identificación de oportunidades adicionales de colocación de energía en contratos de Gran Cliente y Reserva que ocupe una mayor proporción de la energía producida pero aún no comprometida en ningún contrato, la cual es vendida en el mercado ocasional. En este sentido al cierre del año 2019, cuenta a su disposición con tres (3) contratos PPA:

- Contrato con Elektra Noreste, S.A.
- Empresa de Distribución Eléctrica Metro-Oeste, S.A.; y
- Empresa de Distribución Eléctrica de Chiriquí, S.A.

Adicionalmente, hacia finales del 2019 la Hidroeléctrica emprendió un esfuerzo comercial para sumar contratos adicionales a su cartera, accediendo a nuevos canales de venta de energía como lo son la contratación de Grandes Clientes y Contratos de Reserva de Energía. Obteniendo como resultado de lo anterior los siguientes nuevos contratos:

- Tipo de contrato Gran Cliente: Contrato con Petro Terminal de Panamá (PTP), duración de 5 años a partir de la fecha de inicio, 1 de abril de 2020. Se contrata una energía promedio de 2.2 GWh anuales a un precio de \$83.00/MWh.
- Tipo de contrato Reserva de Energía: Contrato con Panasolar (Generadora Fotovoltaica), duración de 3 años a partir de la fecha de inicio, 1 de marzo de 2020. Se contrata suplir energía de reserva hasta 10.0 GWh anuales durante tres años a un precio de \$80.00/MWh.

Dentro de la planificación estratégica para 2020, la Hidroeléctrica busca una ejecución proactiva sobre las oportunidades de mercado que estén al alcance de la empresa, para expandir la actividad de exportaciones hacia Centroamérica y lograr

² Categoría RSE1, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima

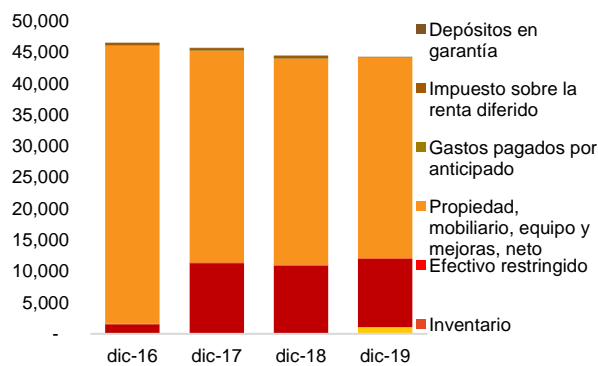
una representación de mayor impacto en reuniones de planeamiento y comités operativos del mercado. También busca la participación en licitaciones de energía convocadas por las empresas distribuidoras a través de ETESA, sin embargo, las convocatorias de este tipo contratación se han visto aplazadas por la situación del Covid-19 durante el 2020

Análisis Financiero

Activos

Al 31 de diciembre de 2019, los activos de Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. totalizaron B/. 44.5 millones, los cuales presentaron un aumento interanual de B/. 91.6 miles (+0.2%) en beneficio del aumento en efectivo y bancos por B/. 1 millón, a pesar de la disminución de mobiliario, equipo y mejoras por B/. 865.2 miles, lo cual correspondió a la mayor depreciación de la maquinaria, equipo y obra civil; encontrándose relacionada con la generación de energía. La composición de los activos se constituyó principalmente por la cuenta de propiedad, mobiliario y equipo que representó el 72 % del total de activos y las cuentas por cobrar el 24.5%, representando juntas el 96.5% de los activos de la Hidroeléctrica. Asimismo, las cuentas por cobrar presentaron un decremento de B/. 13.1 miles (-0.1%), debido a la reducción en las cuentas por cobrar correspondientes a los cargos por generación de energía mensual. Estos cargos generalmente se cobran en un período no mayor a 90 días. La Administración de la Hidroeléctrica considera que, dada la naturaleza de las operaciones en el mercado eléctrico, no es necesario realizar provisiones para las cuentas incobrables.

EVOLUCIÓN DEL ACTIVO (EN MILES DE B/.)



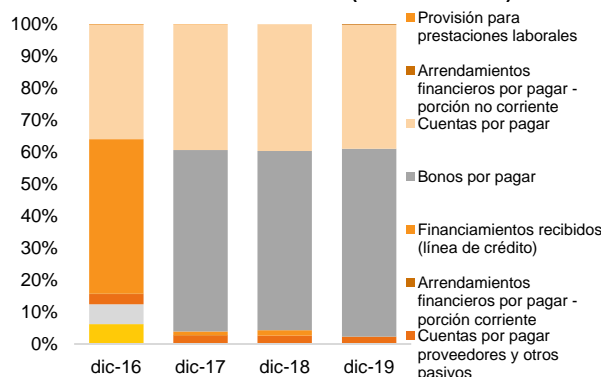
Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

Pasivos

Al cierre del 2019, los pasivos de la Hidroeléctrica se concentraron en los bonos que tienen pendientes por pagar, representando el 59.8% del total de los pasivos; correspondiente a los bonos corporativos que se encontraban en circulación y que tienen vencimiento hasta el 2027. La segunda cuenta más significativa del pasivo perteneció a las cuentas por pagar, las cuales representaron el 37.7% del total del pasivo, estas cuentas por pagar corresponden a las deudas pendientes con empresas relacionadas que se originan de transacciones relacionadas con la puesta en marcha de la planta y no se encuentran sujetas a tasas de interés. Y en pequeña proporción las cuentas por pagar a proveedores 2.6% la cual presentó una reducción de B/. 90 miles (-8.9%) producto de una programación de arreglo de pagos y el ajuste de algunas cuentas de proveedores vencidas que fueron reversadas y por último los arrendamientos financieros 2.2% que reconocen las condiciones del contrato que se han concluido y la existencia de un arrendamiento.

El total de pasivos presentaron un aumento interanual de B/. 1.7 millones (+4%), como consecuencia del aumento en la emisión de los bonos con el suplemento serie C, estos bonos por pagar son de largo plazo creando un aumento interanual de B/. 2.1 millones (+9.2%). De igual manera, las cuentas por pagar se redujeron en B/. 90.8 miles como consecuencia de pagos a la deuda con Grupo Cuerva Panamá, S.A., su casa matriz.

EVOLUCIÓN DEL PASIVOS (EN MILES DE B/.)



Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

Patrimonio

El patrimonio de Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. se encuentra compuesto únicamente por dos cuentas: el capital aportado por los dos accionistas en acciones comunes y las pérdidas de los ejercicios acumuladas. El capital accionario se ha mantenido estable a lo largo de los años sin planes a la fecha de análisis de hacer un aporte de capital, totalizando B/. 10,059,000, con la participación de Grupo Cuerva Panamá en un 62.24% del total accionario y el 37.76% restante de COFIDES. Por otro lado, el déficit acumulado ascendió a B/. 8.2 millones, producto de las pérdidas sostenidas a lo largo de los años.

Solvencia

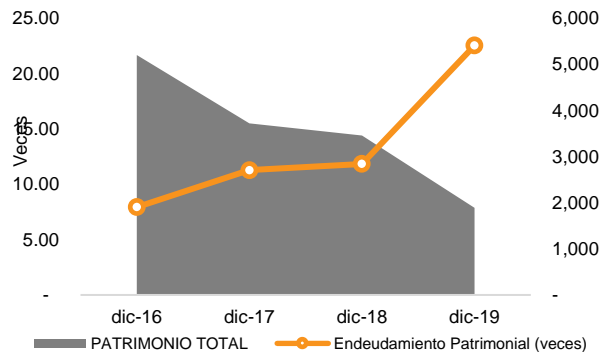
Al cierre de 2019, el endeudamiento patrimonial³ de la Hidroeléctrica presentó una dinámica atípica producto del tipo de plan de trabajo del proyecto, debido a que el proyecto necesita una inversión intensiva en los primeros años junto con los pagos de capital y amortizaciones de los préstamos, lo que provoca que todos los ingresos se dirijan a los pagos de todas las obligaciones adquiridas, y que estos no sean suficientes para cubrirlos en su totalidad, viéndose en la necesidad de utilizar el patrimonio para cubrir estos excedentes. Induciendo así una tendencia disminuyendo el patrimonio al mismo tiempo que aumentan las obligaciones contractuales al reprogramar pagos de créditos, resultando una constante desmejora interanual al pasar de 11.27 veces, en diciembre de 2017, a 11.84 veces, en diciembre de 2018 y continuar en 22.53 en diciembre 2019. De igual manera, el indicador de solvencia (patrimonio/activos) ha disminuido interanualmente de forma constante pasando de 7.8% en el 2018 para 4.3% en el 2019, mostrando una reducción de 0.4 puntos porcentuales. Es importante mencionar, que este comportamiento se tiene contemplado en la planificación del proyecto y en sus proyecciones, en las cuales se estima que se termina de pagar el préstamo y se deja de presentar la necesidad de aportes de capital en el 2027.

Intereses y Amortizaciones de las Series A, B y C

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
intereses	1,588	1,606	1,547	1,479	1,408	1,326	1,236	1,138	1,022	584
capital	922	922	1,098	1,098	1,276	1,448	1,448	1,802	1,974	12,717
servicio de deuda	2,510	2,529	2,644	2,577	2,685	2,774	2,684	2,940	2,995	13,301

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL



Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

Resultados Financieros

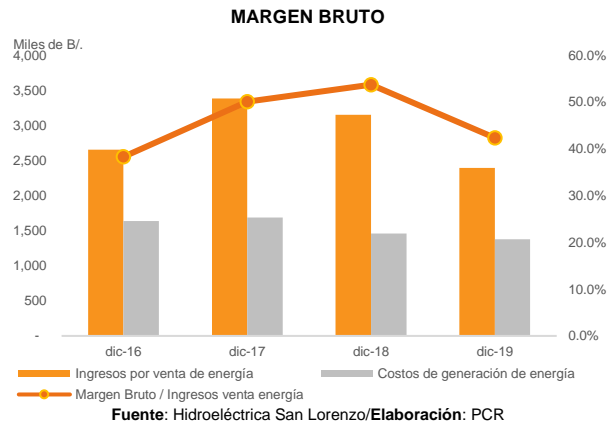
A diciembre de 2019, Hidroeléctrica San Lorenzo tiene firmado tres contratos de venta de energía y/o potencia con tres empresas de distribución eléctrica (Eléctrica Metro Oeste, S.A., Eléctrica Chiriquí, S.A., Elektra Noreste, S.A. Sin embargo, las ventas en el mercado spot son los principales ingresos con el 56.8 % y los ingresos por contratos 39.8 %, así mismo, los ingresos por contratos junto con los ingresos por la venta en el mercado spot en conjunto representan la principal fuente de ingresos con el 96.6 %, seguido de los ingresos por pérdidas 2.1 % y el restante 1.3 % en ingresos por venta de potencia en firme. En cuanto a la distribución de venta de energía generada el 63.1% corresponde a la venta spot, el 34.4% a la energía contratada y el 2.5% al suplidor de pérdidas de transmisión.

Distribución de ingresos		
	Ingresos (\$)	Participación
Ingresos Spot	1,360,452	56.8%
Ingresos PPA	951,881	39.8%
Ingresos pérdidas	49,473	2.1%
Potencia firme	31,783	1.3%
Total Ingresos (\$)	2,393,589	100.0%

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

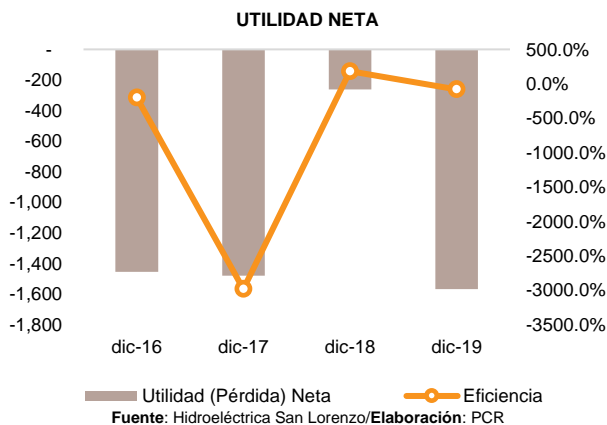
³ Pasivos/Patrimonio

Los ingresos por energía generada mostraron un decremento interanual de B/. 757.6 miles (-24%) totalizando B/. 2.4 millones, como consecuencia de la baja de contratos de venta de energía (PPA) adicionales que generen mayor rentabilidad sin depender del precio y mercado spot. Asimismo, la generación de energía se vio afectada por baja hidrología afortunadamente los costos de generación de energía se redujeron B/. 79.3 miles (-5.4%), sin embargo, se advirtió disminuida la utilidad bruta en el presente período de análisis en B/. 678.3 miles (-40.1%), para totalizar B/. 1 millón. La razón del margen bruto frente a los ingresos por venta de energía decayó en el presente periodo por 11 puntos porcentuales con respecto a diciembre 2018 (53.7%), totalizando 42.4%.



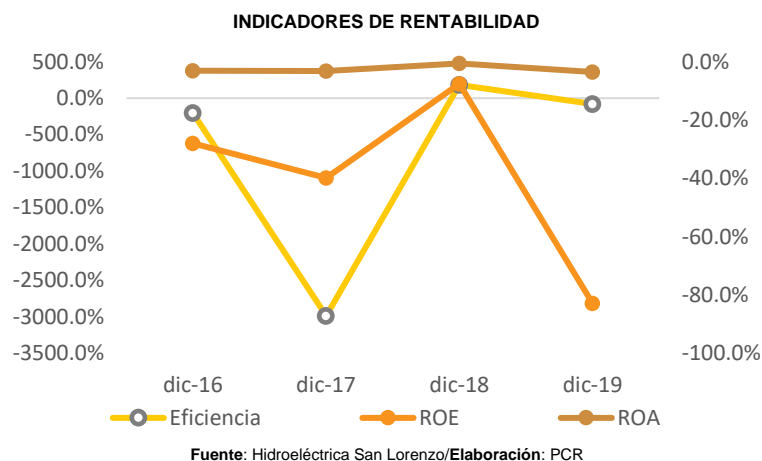
A la fecha de análisis, los gastos generales y administrativos mostraron una leve reducción al pasar de B/. 577.5 miles a B/. 524.3 miles (-9.2%). Este decremento fue consecuencia de la disminución principalmente de gastos de planta (-42.6%) y de las menores comisiones administrativas (-60%). Por el contrario, los intereses pagados a los bonos corporativos mostraron un incremento interanual del 12% derivado del incremento en la tasa de interés pagada, la cual en 2017 se situó en 6%, en diciembre 2018 a 6.4% y a diciembre 2019 6.5% (en la Serie A, B y C), siendo este costo el rubro más alto en estos primeros años de operación del proyecto, estos representaron el 77.9% de los ingresos por venta de energía. Por el mismo lado, los otros ingresos que presenta la Hidroeléctrica tuvieron una baja al pasar de B/. 443.4 miles a B/. 198 miles, que son reversiones de cuentas con proveedores, lo que mermó las pérdidas de la Empresa.

Al cierre de 2019, la Hidroeléctrica experimentó una pérdida neta de B/. 1.6 millones, representando una desmejora interanual de 5 veces con respecto al diciembre anterior (-B/. 261.5 miles). Este incremento de la pérdida se debe principalmente a la reducción de los ingresos por venta de energía en 24% y reducidos ingresos no relacionados al giro del negocio de la Empresa 55.3%, sumado a que los costos de generación de energía eléctrica representan el 57.6% de la venta de energía y el pago de intereses por financiamiento representa 1.84 veces los ingresos brutos y las amortizaciones a capital 1 vez los ingresos brutos. En este sentido, a pesar de presentar en el período de análisis menores gastos de planta, menores comisiones administrativas. El déficit de la Hidroeléctrica representó el 65.5 % de sus ingresos.



Rentabilidad

Derivado del tipo de proyecto, desde su inicio se han presentado pérdidas netas reflejadas en todos los períodos promediando B/. 1.3 millones, sin embargo, en el presente cierre 2019 se mostró por arriba del promedio por B/. 329.5 miles totalizando B/. 1.6 millones. Para el presente período los indicadores de rentabilidad de Hidroeléctrica San Lorenzo presentaron una baja interanual, registrando, en 2018, un ROA de -0.6% y ROE de -7.6% mientras que al 2019, un ROA: -3.5% y ROE: -82.8% por la disminución constante en el patrimonio.



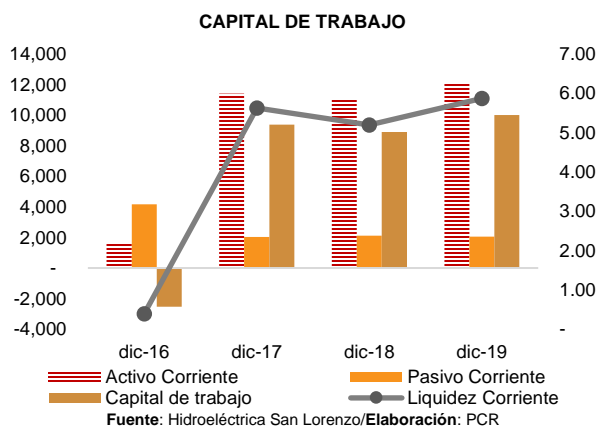
Liquidez y Flujo de Efectivo

Al finalizar el año 2019, los activos corrientes de Hidroeléctrica San Lorenzo se situaron en B/. 12 millones, compuestos principalmente por las cuentas pendientes de cobro, las cuales representaron el 90.5% de los activos corrientes, el efectivo en bancos representa el 8.7% proveniente de la emisión serie C que todavía no se ha utilizado y el 0.2% restante por el inventario, la cual corresponde a los repuestos que se encuentran almacenados en la central. Respecto a los pasivos corrientes, estos se ubicaron en B/. 2.1 millones, conformados principalmente por los bonos por pagar (53.5%) y cuentas por pagar a proveedores (45.2%). La Compañía registró altos niveles de liquidez, debido a que los activos corrientes fueron superiores a los pasivos corrientes, registrando un capital de trabajo por B/. 10 millones.

INDICADOR DE LIQUIDEZ

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Activos Corrientes	1,629,781	11,405,939	11,010,942	12,041,982
Pasivos Corrientes	4,167,686	2,027,346	2,119,298	2,052,929
Liquidez	0.39	5.63	5.20	5.87

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR



Instrumento calificado

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	Primer Programa
Emisor:	Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A.
Instrumento:	Programa Rotativo de Bonos Corporativos
Moneda:	Dólares de Estados Unidos de América ("Dólares")
Monto de la Oferta:	La emisión total será por hasta cuarenta millones de Dólares (US\$40,000,000.00).
Valores emitidos y en circulación:	Serie A: US\$6.7 millones Serie B: US\$16.8 millones Serie C: US\$3 millones.
Fecha de Oferta:	12 de enero de 2017
Fecha de Vencimiento:	La fecha de vencimiento de cada una de las Series a ser emitidas será determinada por el Emisor y comunicada a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá mediante un suplemento al Prospecto Informativo que será presentado por lo menos dos (2) días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la respectiva Serie
Tasa de interés:	La Tasa de Interés será determinada por el Emisor y comunicada a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá mediante un suplemento al Prospecto Informativo que será presentado por lo menos dos (2) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta de la respectiva Serie (la "Tasa de Interés"). La Tasa de Interés anual para cada una de las Series podrá ser fija, variable o una combinación de dichas a opción del Emisor.
Garantías	Los Bonos de las Series Garantizadas de esta Emisión estarán garantizados por un Fideicomiso de Garantía con Global Financial Fund Corp. a favor de los Tenedores Registrados de los Bonos de las Series Garantizadas de conformidad con los términos y condiciones del Fideicomiso de Garantía.
Forma y denominación de los bonos:	Los Bonos serán emitidos en forma rotativa, nominativa, registrada y sin cupones en denominaciones de mil dólares (US\$1,000) y múltiplos de dicha denominación.
Pago de Capital:	Para cada una de las Series, el cronograma de amortización será determinado por el Emisor y comunicada a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Panamá mediante un suplemento al Prospecto Informativo que será presentado por lo menos dos (2) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta de la respectiva Serie.
Redención Anticipada	Los términos particulares de la redención anticipada (si tendrán o no penalidades por redención anticipada) será determinada por el Emisor y comunicada a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá mediante un suplemento al Prospecto Informativo que será presentado por lo menos dos (2) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta de la respectiva Serie.
Uso de los fondos:	Los fondos netos recaudados de la venta de los Bonos por US\$39,808,992 serán utilizados para la cancelación de la deuda existente en US\$24,119,410 que mantiene el Emisor con Global Bank Corporation, la cual fue adquirida para refinanciar las obligaciones que mantenía el Emisor con Banco Internacional de Costa Rica, S.A. y Corporación Interamericana de Inversiones. Además, de la cancelación de cuentas con proveedores por US\$1,360,128; las cuentas por pagar con partes relacionadas con Grupo Cuerva Panamá en US\$13,865,308 y para abonar a las cuentas por pagar con partes Relacionadas con Montajes Eléctricos Cuerva, S.A. por US\$464,146
Agente Estructurador y Agente de Pago, Registro y Transferencia:	Global Bank Corporation
Custodio	Central Latinoamericana de Valores, S.A.
Fiduciario	Global Financial Funds Corp.

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

Garantía y Respaldo

Los Bonos de las Series Garantizadas de esta Emisión estarán garantizados por un Fideicomiso de Garantía con Global Financial Funds Corp. a favor de los Tenedores Registrados de los Bonos de las Series Garantizadas. El Fideicomiso de Garantía contendrá los siguientes bienes y derechos:

- Aportes iniciales por la suma de US\$1,000 a razón de US\$500 para cada Cuenta Fiduciaria.
- Primera Hipoteca y anticresis sobre las fincas No. 30170148, No. 92032, No. 92234, No. 71578, No. 428124, No. 409678, No. 434727, No. 362563, No. 92453 y No. 92235. Estas son propiedades del Emisor y con cada una de las mejoras construidas sobre dichas fincas, incluyendo las fincas que corresponden a la concesión hidroeléctrica del Emisor y sus correspondientes derechos de servidumbre.
- Primera Hipoteca sobre los activos materiales muebles del Emisor.
- Prenda sobre el 100% de las acciones emitidas y en circulación del Emisor.
- Cesión de todos los ingresos del Emisor, incluyendo los flujos provenientes de la venta de potencia y energía a través de los contratos PPA (DME-026-11 con Elektra Noreste, S.A., No. 034-11 con Empresa de Distribución Eléctrica Metro-Oeste, S.A. y No.046-11 con Empresa de Distribución Eléctrica de Chiriquí, S.A.) o a través del mercado ocasional de energía y otros servicios auxiliares.
- Cesión condicional del Contrato de Acceso No. G-0101-2010 celebrado entre el Emisor y Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. el día 09/12/2010 y el No. 15-10 celebrado entre el Emisor y Empresa de Distribución Eléctrica Chiriquí, S.A. el día 02/07/2010.
- Todos los dineros depositados en las Cuentas Fiduciarias
- Endoso de todas las pólizas de seguro del Emisor, exceptuando las pólizas de responsabilidad civil, con coberturas usuales para este tipo de negocios, emitidas por compañías aceptables al Agente Fiduciario.
- La Carta de Crédito Stand-By.

- j) Cualesquiera otros dineros, bienes o derechos que, de tiempo en tiempo, se traspasen al Fiduciario para que queden sujetos al Fideicomiso.

Redención Anticipada

Los términos particulares de la redención anticipada (si tendrán o no penalidades por redención anticipada) será determinada por el Emisor y comunicada a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá mediante un suplemento al Prospecto Informativo que será presentado por lo menos dos (2) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta de la respectiva Serie. Cualquier redención anticipada, ya sea parcial o total, podrá ser efectuada en cualquier día hábil. La porción redimida del saldo de los Bonos dejará de devengar intereses a partir de la Fecha de Redención Anticipada, siempre y cuando el Emisor aporte e instruya al Agente de Pago, Registro y Transferencia a pagar las sumas de dinero necesarias para cubrir la totalidad de los pagos para la redención anticipada.

Pago de capital

Para cada una de las Series, el cronograma de amortización será determinado por el Emisor y comunicada a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Panamá mediante un suplemento al Prospecto Informativo que será presentado por lo menos dos (2) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta de la respectiva Serie.

Uso de los Fondos

Los fondos netos recaudados de la venta de los Bonos por US\$39,808,992 serán utilizados para la cancelación de la deuda existente en US\$23,946 miles que mantiene el Emisor con Global Bank Corporation, la cual fue adquirida para refinanciar las obligaciones que mantenía el Emisor con Banco Internacional de Costa Rica, S.A. y Corporación Interamericana de Inversiones. Además, de la cancelación de cuentas con proveedores por US\$928,628 y las cuentas por pagar con partes relacionadas con Grupo Cuerva Panamá por US\$16,078,524.

Detalle de los Bonos en circulación

A diciembre de 2019, la Hidroeléctrica mantuvo en circulación US\$ 26,579,863, de los cuales el 25.4% correspondió a la Serie A, la cual cerró el año pagando una tasa de interés de 6.5%, el 63.3% correspondió a los Bonos de la Serie B, los cuales finalizaron el año pagando una tasa de interés de 6.5% y el 11.3% de emisión en circulación restante correspondió a los Bonos de la Serie C, pagando del mismo modo 6.5% de tasa de interés. Las series A y B tienen frecuencias de pago trimestrales iniciando la emisión el 16 de enero de 2017 y tienen una duración de diez (10) años y la Serie C tiene frecuencia de pago semestral, el 15 de julio de 2019 con una duración de cuatro (4) años.

Características	SERIE A	SERIE B	SERIE C
Serie:	A	B	C
Monto inicial:	US\$ 9,000,000	US\$ 17,522,000	US\$ 17,522,000
Monto en circulación:	US\$ 6,748,200	US\$ 16,831,663	US\$ 3,000,000
Tasa:	Libor 3M + 4.00% con piso de 6.00%	Libor 3M + 4.00% con piso de 6.50%	Libor 3M + 4.00% con piso de 6.50%
Frecuencia de pago de intereses:	Se pagarán trimestralmente el 30 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 30 de diciembre de cada año.	Se pagarán trimestralmente el 30 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 30 de diciembre de cada año.	Se pagarán semestralmente el 30 de septiembre y 30 de marzo de cada año.
Frecuencia de pago de capital:	Trimestral	Trimestral	Semestral
Año base:	Días calendario /360	Días calendario /360	Días calendario /360
Plazo	10 años	10 años	4 años
Fecha de oferta:	12 de enero de 2017	12 de enero de 2017	12 de enero de 2017
Fecha de emisión:	16 de enero de 2017	16 de enero de 2017	15 de julio de 2019
Fecha de vencimiento:	16 de enero del 2027	16 de enero del 2027	15 de julio del 2023

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

Proyecciones Financieras

Hidroeléctrica San Lorenzo, S.A. realizó proyecciones financieras para un periodo de hasta 25 años (hasta el año 2043). Sin embargo, El presente flujo de caja analizado, corresponde a las proyecciones de los cinco años siguientes al periodo de análisis 2019. Se proyecta que la organización tenga resultados negativos del ejercicio en promedio de B/. 412 miles. Los ingresos de la Hidroeléctrica corresponden a la venta de energía y potencia, tanto los por los contratos que se tienen con las compañías distribuidoras, los cuales tienen vigencia de 15 años desde la fecha celebrada (vencimiento: 2029).

Por otra parte, se proyectó un decrecimiento de los intereses pagados por la organización, producto de la amortización trimestral de la deuda. De igual manera, los gastos por intereses disminuyen interanualmente, por el mismo concepto de la amortización de los bonos emitidos, sin embargo, se considera que la tasa permanece constante a lo largo de los cinco años. Como consecuencia de las amortizaciones, el resultado del flujo de caja disponible para la distribución presentó saldos negativos en los últimos cuatro años, de modo que el saldo negativo promedio proyectado fue de B/. 855 miles.

FLUJO DE CAJA

Cash Flow Proforma Hidroeléctrica San Lorenzo S.A.	2019	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P
Flujo de Caja						
Utilidad Neta	(1,432)	(1,153)	(454)	(105)	(157)	828
Depreciación	1,053	1,053	1,053	1,053	1,053	1,053
Gastos de Intereses	1,547	1,479	1,408	1,326	1,236	1,138
Variaciones del Capital de Trabajo	114	(27)	(78)	(33)	17	(125)
Flujo de Caja Operativo	1,282	1,353	1,929	2,241	2,149	2,895
Actividades de Inversión						
CAPEX (Inversión de Capital)	(111)	(112)	(113)	(113)	(114)	(114)
Flujo de Caja de Actividades de Inversión	(111)	(111)	(112)	(113)	(113)	(114)
Flujo de Caja Libre (disponible para el servicio de la deuda)	1,171	1,241	1,817	2,128	2,036	2,782
Actividades Financieras						
Gastos de Intereses	(1,547)	(1,479)	(1,408)	(1,326)	(1,236)	(1,138)
Incremento (decremento) neto en la Deuda a Corto Plazo / Porción corriente Deuda Largo Plazo	-	179	172	1	354	172
Incremento (decremento) neto de Deuda Largo Plazo	(1,098)	(1,276)	(1,448)	(1,448)	(1,802)	(1,974)
Flujo de caja de Actividades Financieras	(2,644)	(2,577)	(2,685)	(2,774)	(2,684)	(2,940)
Efectivo disponible para la distribución (Año Fiscal)	(1,473)	(1,336)	(867)	(646)	(648)	(159)
Efectivo disponible para la distribución (acumulado)	(1,473)	(1,336)	(867)	(646)	(648)	(159)

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

En la evaluación del EBITDA sobre los gastos financieros, se presenta una cobertura promedio proyectada de 2.79 veces, con un mínimo de cobertura de 1.5 veces durante todos los años. Por su parte, la cobertura de servicio sobre la deuda promedio es de 1.23 veces, en donde el mínimo de cobertura es de 0.9 veces durante el 2019. Esto indica que la Hidroeléctrica cuenta con la cobertura ajustada para cubrir el pago de los intereses y de la amortización de los bonos emitidos durante los siguientes cinco años.

INDICADORES DE COBERTURA

(En miles B./)	2019	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P
EBITDA	2,266	2,477	3,284	3,722	3,580	4,822
Amortización Capital	1,098	1,098	1,276	1,448	1,448	1,802
Gastos por Intereses	1,547	1,479	1,408	1,326	1,236	1,138
Deuda Neta	22,483	21,207	19,759	18,310	16,508	14,535
EBITDA / Gastos Financieros	1.5	1.7	2.3	2.8	2.9	4.2
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	0.9	1.0	1.2	1.3	1.3	1.6
Deuda Neta / EBITDA	9.9	8.6	6.0	4.9	4.6	3.0

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

La información empleada en la presente calificación 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 informe se trabajó con el Prospecto Informativo y el Contrato de Fideicomiso en versión preliminar.

Anexos

BALANCE GENERAL				
(Cifras en US\$)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Activo Corriente	1,629,781	11,405,939	11,010,942	12,041,982
Efectivo en bancos	14,489	4,415	1,946	1,046,094
Cuentas por cobrar, otras	1,515,232	11,298,371	10,905,843	10,892,735
Anticipo a proveedores	-	-	-	-
Inventario	100,060	103,153	103,153	103,153
Activo No Corriente	44,815,966	34,257,563	33,403,759	32,160,847
Efectivo restringido	-	1,000	1,000	1,000
Propiedad, mobiliario, equipo y mejoras, neto	44,361,638	33,780,621	32,909,364	32,044,161
Gastos pagados por anticipado	54,722	76,336	92,186	98,877
Impuesto sobre la renta diferido	390,000	390,000	390,000	-
Depósitos en garantía	9,606	9,606	11,209	16,809
ACTIVO TOTAL	46,445,747	45,663,502	44,414,701	44,202,829
Pasivo Corriente	4,167,686	2,027,346	2,119,298	2,052,929
Sobregiro bancario (financiamientos recibidos)	2,723,967	-	2,264	-
Bonos por pagar	-	922,316	1,097,536	1,097,536
Cuentas por pagar proveedores y otros pasivos	1,430,007	1,094,544	1,019,498	928,628
Arrendamientos financieros por pagar - porción corriente	13,712	10,486	-	26,765
Intereses por pagar	-	-	-	-
Pasivo No Corriente	37,077,209	39,916,015	38,836,737	40,561,525
Financiamientos recibidos (línea de crédito)	21,259,163	504,150	699,800	-
Bonos por pagar	-	23,285,528	22,343,157	24,399,419
Cuentas por pagar	15,764,747	16,079,626	15,793,780	16,078,524
Arrendamientos financieros por pagar - porción no corriente	8,965	-	-	83,582
Provisión para prestaciones laborales	44,334	46,711	-	-
PASIVO TOTAL	41,244,895	41,943,361	40,956,035	42,614,454
Acciones comunes	10,059,000	10,059,000	10,059,000	10,059,000
Déficit acumulado	(4,858,148)	(6,338,859)	(6,600,334)	(8,167,149)
PATRIMONIO TOTAL	5,200,852	3,720,141	3,458,666	1,891,851
PASIVO + PATRIMONIO	46,445,747	45,663,502	44,414,701	44,506,305

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS

(Cifras en miles de US\$)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Ingresos por venta de energía	2,653,243	3,383,614	3,151,231	2,393,589
Costos de generación de energía	1,637,208	1,688,333	1,458,369	1,379,049
Utilidad Bruta	1,016,035	1,695,281	1,692,862	1,014,540
Gastos generales y administrativos	1,035,288	1,432,696	577,514	524,260
Otros ingresos (egresos)	- 1,527,472	- 1,743,296	- 1,376,823	- 1,667,095
Otros ingresos	29,516	69,573	443,412	198,009
Intereses de leasing	(2,644.00)	(3,052.00)	(368.00)	-
Intereses por financiamiento	(1,554,344.00)	(1,662,664.00)	(1,664,703.00)	(1,865,104.00)
Amortización de costos de emisión de deuda	-	(147,153.00)	(155,164.00)	-
Pérdida antes de impuesto sobre la renta	(1,546,725.00)	(1,480,711.00)	(261,475.00)	(1,176,815.00)
Impuesto sobre la renta	-	-	-	-
Impuesto sobre la renta diferido	91,000	-	-	390,000
Utilidad (Pérdida) Neta	(1,455,725.00)	(1,480,711.00)	(261,475.00)	(1,566,815.00)

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

(Cifras en miles de US\$)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Liquidez				
Liquidez inmediata (veces)	0.37	5.58	5.15	5.82
Liquidez mediata (veces)	0.39	5.63	5.20	5.87
Capital de trabajo	(2,537,905.00)	9,378,593.00	8,891,644.00	9,989,053.00
Solvencia				
Patrimonio / Activos	11.2%	8.1%	7.8%	4.3%
Endeudamiento Patrimonial (veces)	7.93	11.27	11.84	22.53
Pasivos / Activo	88.8%	91.9%	92.2%	95.7%
Rentabilidad				
ROA	-3.1%	-3.2%	-0.6%	-3.5%
ROE	-28.0%	-39.8%	-7.6%	-82.8%
Utilidad Neta / Ingresos	-54.9%	-43.8%	-8.3%	-65.5%
Eficiencia	-202.4%	-2983.9%	182.7%	-80.3%

Fuente: Hidroeléctrica San Lorenzo/Elaboración: PCR