Equilibrium

EQPA19/064

Panamá, 12 de marzo de 2019.

Señores
Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
Ciudad de Panamá

Atención: Licda. Olga Cantillo
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento que, según la revisión de información financiera intermedia al 30 de septiembre de 2018, el Comité de Calificación de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A., decidió mantener la categoría BBB.pa a la Serie A de Bonos Corporativos Garantizados, hasta por US$12.0 millones, de Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. (en adelante, HBDT o el Emisor). Asimismo, decidió asignar la categoría BBB.pa a la Serie B de Bonos Garantizados hasta por US$3.5 millones, las mismas que se encuentran contempladas dentro de un Programa Rotativo de hasta US$32.0 millones. La perspectiva se mantiene Estable.

Equilibrium ha calificado a Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. de manera privada a partir del 13 de julio de 2018 (Informe con cifras auditadas al 31 de diciembre de 2017 y al 31 de marzo de 2018). A solicitud del emisor estamos haciendo pública la calificación a partir de esta fecha.

A su vez, se adjunta el informe de calificación de riesgo con los fundamentos del rating, disponible también en nuestra página web: www.equilibrium.com.pa.

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Programa Rotativo de Bonos Corporativos Garantizados y Bonos Subordinados No Acumulativos hasta por US$32.0 millones (Serie A hasta por US12.0 millones)	BBB.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Programa Rotativo de Bonos Corporativos Garantizados y Bonos Subordinados No Acumulativos hasta por US$32.0 millones (Serie B hasta por US3.5 millones)	(nuevo) BBB.pa	
Perspectiva	*Estable*	

La extensión ".pa" indica que está referida a una calificación local (Panamá); es decir, comparable con otras entidades panameñas. Por su parte, los signos "+" y "–" se emplean para expresar menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría. La perspectiva indica el escenario más probable de la calificación a futuro.

Atentamente,

Reynaldo Coto
Gerente General

Bolsa de Valores de Panamá
Recibido por: Leyda G.
Fecha: 12-3-2019.
Hora: 2:12 p.m.

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Edificio Frontenac, Oficina 5-A
Bella Vista - Panamá
Tel: (507) 214.3790 (507) 214.7931
E-mail: equilibrium@equilibrium.com.pa

Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

HIDROELECTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación

Sesión de Comité: 12 de marzo de 2019

Contacto:
(507) 214 7049

María Gabriela Sedda
Analista
msedda@equilibrium.com.pa

Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo
acarrizo@equilibrium.com.pa

Instrumento	Calificación (*)
Bonos Corporativos	BBB.pa
Perspectiva	*Estable*

(*) Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones y de los instrumentos calificados, referirse a los Anexos I y II en la última sección del informe.

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Calificadora. En la página web de la empresa (http://www.equilibrium.com.pa) se puede consultar documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015,2016 y 2017; Estados Financieros interinos no auditados al 30 de septiembre 2017 y 2018 de Hidroeléctrica Bajos del Totuma S.A., así como información adicional proporcionada por esta última que incluye la versión final del Prospecto Informativo del Programa Rotativo de Bonos hasta por US$32.0 millones, así como de los Suplementos de las Series A y B Garantizadas y el Contrato de Fideicomiso de Garantía. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/2017.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió mantener la categoría BBB.pa a la Serie A de Bonos Corporativos Garantizados, hasta por US$12.0 millones, de Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. (en adelante, HBDT o el Emisor). Asimismo, decidió asignar la categoría BBB.pa a la Serie B de Bonos Garantizados hasta por US3.5 millones, las mismas que se encuentran contempladas dentro de un Programa Rotativo de hasta US$32.0 millones. La perspectiva se mantiene Estable.

La calificación otorgada se sostiene en el respaldo que brinda la estructura de los Bonos Garantizados, considerando además que el objetivo principal de esta emisión es sustituir deuda con entidades bancarias. En esa línea, pondera de manera positiva el Fideicomiso en el cual descansará la estructura evaluada, el cual contempla garantías de bienes muebles e inmuebles, cesión del Contrato de Reserva de energía contratada con la compañía relacionada Empresa Nacional de Energía, S.A. (en adelante, EMNADESA) y los contratos de suministro de energía, venta de energía y venta de potencia en el mercado de contratos y en el mercado ocasional celebrados y a ser celebrados en el futuro por el Emisor. Asimismo, cabe indicar que el saldo insoluto de los Bonos emitidos y en circulación deben mantener una cobertura de bienes inmuebles más el saldo existente en las cuentas fiduciarias, mayor a 1.00 veces. Por otro lado, la estructura contempla la existencia de resguardos financieros que establecen una cobertura mínima de los gastos financieros con el EBITDA de 1.75 veces, así como un indicador que mide la participación del Patrimonio Neto (incluyendo las cuentas por pagar a accionistas) sobre el total de activos, el cual no deberá ser menor a 30%, adicionalmente, la emisión mantiene restricciones de adquisición de deuda financiera. No menos importante resulta el costo marginal nulo que tienen las hidroeléctricas de pasada en Panamá, lo cual les permite tener prioridad de despacho de energía, así como las sinergias que mantiene el Emisor con la relacionada EMNADESA, la cual posee contratos de compraventa de energía (PPAs, por sus siglas en inglés) por encima de su capacidad de generación, lo que conlleva a que el Emisor tenga toda su capacidad contratada mediante el Contrato de Reserva vigente hasta el 31 de diciembre de 2019, el cual es renovado anualmente, obligándose EMNADESA a comprarle toda la energía generada que tenga disponible. Al respecto, se considera favorable la revisión anual del contrato en mención, lo que permitirá al Emisor realizar ajustes de precios de acuerdo a la capacidad de generación de flujos de la empresa. Igualmente, pondera de manera positiva la garantía que les proporciona EMNADESA Holdings y el soporte implícito del Grupo Económico Tropical Energies Corporation, el cual cuenta con una trayectoria de más de 60 años en el mercado local de hidrocarburos. Adicionalmente, se considera el fortalecimiento de las prácticas de Gobierno Corporativo con la incorporación del nuevo Director Independiente con experiencia en el sector de energía, aprobado en la Junta de Accionistas del 14 de diciembre de 2018, el Acta correspondiente se encuentra en proceso de inscripción de Registro Público, a la fecha de este informe.

No obstante a lo señalado previamente, a la fecha limita a HBDT obtener una mejor calificación, los ajustados niveles de liquidez que presenta la Compañía, así como la elevada palanca contable (pasivos/patrimonio neto) que presenta HBDT, situación que recoge las pérdidas acumuladas

durante los periodos preoperativos del Emisor. Cabe indicar que, de incluirse en el patrimonio neto las cuentas por pagar a accionistas (*cuasi capital)*, la palanca contable se ubicaría dentro de un nivel adecuado.

Igualmente se considera el elevado apalancamiento financiero (deuda financiera / EBITDA), y la ajustada cobertura que le brindan, tanto el EBITDA como el Flujo de Caja Operativo (FCO) al Servicio de Deuda, lo cual recoge la estructura actual de la deuda financiera (amortizaciones trimestrales). La Emisión de Bonos Corporativos Garantizados contemplará un único pago al vencimiento (bullet), por lo cual se espera que la cobertura del Servicio de Deuda mejore una vez que la deuda actual sea reemplazada con dicha emisión. A pesar de lo anterior, este cambio en la estructura de deuda conlleva un riesgo de refinanciamiento, dado que las proyecciones recibidas del Emisor muestran que los flujos generados y el efectivo acumulado a la fecha de vencimiento de la obligación, cubrirían parcialmente la totalidad de la deuda.

Adicionalmente, se considera la alta dependencia que tiene el Emisor sobre la relacionada EMNADESA para la generación de flujos, la cual ha presentado pérdidas netas durante los últimos ejercicios, producto de periodos preoperativos de las hidroeléctricas Bugaba I, Bugaba II y Bugaba Solar, aunado a la carencia de contratos de compraventa de energía que mantenía dicha empresa antes del 2017. Esto último, se subsana durante el 2017 a través de la firma de contratos (PPA's) por encima de la capacidad de generación. De esta manera, EMNADESA contrata con el Emisor la compra de toda la energía generada que tenga disponible. Sin embargo, a pesar de que EMNADESA contó con toda la energía generada por HBDT durante los tres primeros trimestres del 2018, al no tener esta última PPAs pactados para venta de energía durante el 2018, EMNADESA continúa generando pérdidas, dado que sus plantas -incluyendo la de HBDT- no logran generar toda la energía requerida para cumplir con los contratos PPAs, teniendo que recurrir al mercado spot para comprar la energía faltante, en algunos casos, a un precio mayor al pactado. Para mitigar esta situación, los accionistas de EMNADESA han realizado una capitalización de US$2.9 millones en diciembre de 2018 y, según lo señalado por la Gerencia, esperan realizar una capitalización adicional por US$10.3 millones durante el segundo semestre de 2019. Estas capitalizaciones les permitiría reducir los niveles de deuda y mejorar los flujos de la empresa. Adicionalmente, cualquier ajuste en la capacidad de pago o en la caja de EMNADESA para honrar el pago al Emisor, se mitiga por el hecho de que la relacionada mantiene un Fideicomiso de Flujos administrado por Global Bank como respaldo de los Bonos emitidos, en el cual el pago correspondiente a facturas de compras de energía tiene una prioridad de pago posterior al servicio de deuda y establecimiento de reservas para el pago de intereses sobre las emisiones que mantienen vigentes. Al 30 de septiembre de 2018, los fondos mantenidos en dicho fideicomiso cubren 100% el servicio de deuda más la reserva de intereses de los bonos. Es relevante mencionar que, las garantías que constituirán el Fideicomiso de Garantías que respaldará las Series de Bonos Garantizados, se encuentran actualmente registradas bajo otro Fideicomiso en respaldo de obligaciones que serán canceladas con los fondos que se obtengan de la emisión de las Series A y B, con lo cual a la fecha de la oferta inicial no se contará con dichas garantías como respaldo de los instrumentos calificados. Sobre este punto, según el Acuerdo 3-2017 de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), el Emisor tiene un plazo máximo de 120 días para la constitución de dichas garantías.

Como hecho relevante, es de señalar el incumplimiento observado en las proyecciones recibidas, las cuales estimaban utilidades al cierre de 2018, pero debido a factores externos de naturaleza hidrológica acontecidos durante el último trimestre (desastres naturales que paralizaron la planta por 2 semanas y el inicio de la temporada seca antes de lo previsto), los niveles de generación de energía de HBDT se vieron afectados, lo que impidió que el Emisor alcanzara el nivel de ingresos requerido para obtener utilidades. En consecuencia, HBDT continúa presentando pérdidas, las cuales han absorbido un 75% del patrimonio.

En ese sentido, al corte de análisis y de acuerdo a los cálculos internos de Equilibrium, el covenant de cobertura de intereses con EBITDA - estipulado en el Programa Rotativo de Bonos Garantizados- no se estaría cumpliendo. Adicionalmente, es importante mencionar que al 30 de septiembre de 2018, dos (2) de los tres (3) covenants que mantiene el Emisor con el Banco de Panamá están en incumplimiento. Al respecto, de acuerdo a lo manifestado por la Gerencia, HBDT está negociando con dicho banco la obtención de la dispensa por el incumplimiento de ambos covenants, tanto para el año culminado 2018 como para el presente ejercicio 2019. Respecto a lo anterior, cabe recalcar que con la emisión de las series evaluadas en el presente informe se cancelará el saldo total que mantiene el Emisor en Banco Panamá.

Finalmente, Equilibrium realizará seguimiento a la evolución de los principales indicadores financieros del Emisor, a sus proyecciones, así como al cumplimiento de los resguardos y la correcta constitución de garantías, de tal manera que la categoría asignada se mantenga acorde con el nivel de riesgo del instrumento calificado.

Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento Potencial en la Calificación:

- Disminución progresiva de la palanca financiera del Emisor.
- Fortalecimiento del patrimonio del Emisor a través de nuevos aportes de capital.
- Mejora sostenible en la generación del Emisor que posibilite incrementar las coberturas que proporcionan el Flujo de Caja Operativo y el EBITDA sobre el servicio de la deuda, así como reducción de la palanca financiera.
- Disminución en la dependencia de ingresos de la compañía relacionada EMNADESA, a través de la firma de nuevos PPAs con otras empresas.

Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución Potencial en la Calificación:

- Aumento significativo de la deuda y/o disminución relevante en los flujos operativos del Emisor o de EMNADESA, en tanto sea el cliente más importante de HBDT.

- Incumplimiento en el traspaso de los bienes inmuebles cedidos en garantía en el tiempo estipulado en el Prospecto de la Emisión, así como también la cesión de los contratos de ventas de energía.
- Incumplimiento de alguno de los resguardos y/o compromisos por parte del Emisor.
- Ajuste en los términos y condiciones de los Bonos que termine afectando el respaldo de la estructura.
- Incumplimiento en las proyecciones financieras, que además conlleven un impacto en los niveles de solvencia y coberturas del Emisor.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Equilibrium no ha recibido -por parte del Emisor- la Certificación de Cumplimiento de los covenants de la deuda que mantiene el Emisor con Banco Panamá para validar el cumplimiento de los mismos.

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE BONOS

Antecedentes

Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. (en adelante, HBDT o el Emisor) es una sociedad anónima constituida conforme a las leyes de la República de Panamá, inscrita en el Registro Público en abril de 2001. Su actividad consiste en la generación y venta de energía y potencia a compañías de distribución de servicio público de electricidad, y a la empresa generadora relacionada, Empresa Nacional de Energía, S.A. (en adelante, EMNADESA).

El Emisor posee una concesión para la construcción, mantenimiento y explotación de la central hidroeléctrica denominada Bajos del Totuma, aprovechando las aguas del Rio Colorado, situado en el corregimiento de Volcán, Distrito de Bugaba, provincia de Chiriquí, para disponer de una potencia nominal instalada de 3.36 MW, según Resolución No. JD-5842 de fecha 3 de febrero de 2006 otorgada por la Autoridad Nacional de los Servicios Públicos (ASEP). Esta concesión es por cincuenta (50) años, termina en julio de 2060 y puede ser prorrogada por un período adicional de hasta cincuenta (50) años, previa solicitud del concesionario al ente regulador, ASEP[1]. Durante el período de construcción de la central hidroeléctrica, se realizaron varias actualizaciones a la capacidad de generación, y mediante la Resolución AN No.6462 de fecha 13 de agosto de 2013 (Adenda No.4) la capacidad de generación fue aumentada a 6.3 MW.

HBDT realiza, mediante contratos de suministro de energía, venta de energía y venta de potencia. El Emisor posee un contrato de Reserva de Energía firmado con la compañía relacionada Emnadesa, por medio de la cual esta última se compromete a comprarle toda la energía generada. Dicho contrato se renueva anualmente, por lo tanto, la relación entre el Emisor y su relacionada Emnadesa es considerada de largo plazo.

Hasta el mes de diciembre de 2016, el Emisor era una subsidiaria cuyos accionistas eran Stern Hydro, Inc.(60%) y Cafetales, S. A. (40%). El 7 de diciembre de ese año esta última adquirió el 100% de las acciones del Emisor. El 8 de mayo de 2017, Cafetales, S.A. traspasa a título gratuito el 100% de las acciones emitidas, liberadas, pagadas y en circulación del Emisor a la sociedad EMNADESA Holding, S.A. A su vez, Energía Natural, S.A. traspasa a título gratuito el 100% de las acciones emitidas, liberadas, pagadas y en circulación de Empresa Nacional de Energía, S.A. a la sociedad EMNADESA Holding, S.A. El resultado de esta operación conllevo a que EMNADESA Holding, S.A. tenga como accionistas a Cafetales, S.A (25%) y a Energía Natural, S.A. (75%), quien pasó a ser la controladora de EMNADESA Holding, S.A.

Hechos de Relevancia

En el Acta de Junta de Accionistas del 14 de diciembre de 2018 se aprobó la incorporación de un nuevo Director Independiente en la Sociedad, el cual mantiene experiencia en el sector de energía. Cabe señalar que, a la fecha de este informe, el Acta se encuentra en proceso de inscripción ante el Registro Público.

Durante el mes de noviembre de 2018, la planta hidroeléctrica tuvo que detener sus operaciones por quince días debido a derrumbes que impactaron una de las tuberías de la planta. Lo anterior, impactó el volumen de energía producida durante dicho mes (1,720.1 MWh), disminuyendo un 26.59% con respecto a la energía producida en noviembre de 2017 (2,343.1 MWh).

Como hecho relevante, es de señalar el incumplimiento observado en las proyecciones recibidas, las cuales estimaban utilidades al cierre de 2018, pero debido a factores externos de naturaleza hidrológica acontecidos durante el último trimestre (desastres naturales que paralizaron la planta por 2 semanas y el inicio de la temporada seca antes de lo previsto), los niveles de generación de energía de HBDT se vieron afectados, lo que impidió que el Emisor alcanzara el nivel de ingresos requerido para obtener utilidades. En consecuencia, HBDT continúa presentando pérdidas, las cuales han absorbido un 75% del patrimonio.

Estructura de los Bonos

En agosto de 2018, el Emisor registró un Programa Bonos Corporativos a ser emitidos mediante series de Bonos Garantizados y Bonos Subordinados No Acumulativos. Los Bonos calificados por Equilibrium corresponden a las Series A y B de Bonos Garantizados que HBDT emitirá por un monto de US$12.0 millones y US$3.5 millones, respectivamente.

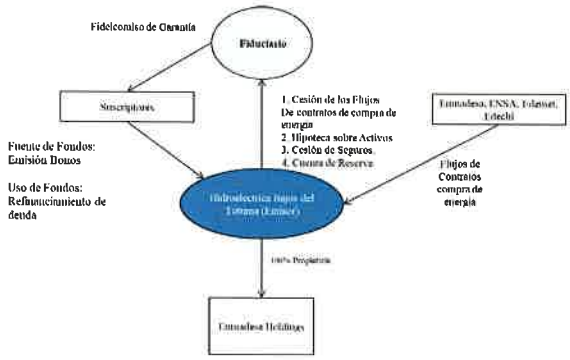
Los Bonos Garantizados se emitirán bajo un programa rotativo. Dicho programa no podrá exceder los US$32.0 millones. A medida que se vayan venciendo o redimiendo anticipadamente (total o parcialmente) los Bonos Garantizados, el Emisor podrá emitir y ofrecer nuevas Series de Bonos Garantizados por un valor nominal igual a la suma vencida o redimida. El saldo a capital de los Bonos Garantizados emitidos y en circulación en ningún momento podrá exceder la suma de Dieciséis Millones de Dólares (US$16,000,000.00).

El Programa, en trámite de registro, establece que los Bonos Garantizados podrán ser emitidos con plazos de pago de capital de dos (2) a diez (10) años, contados a partir de la fecha de emisión de cada serie. Dicho programa también establece que el saldo insoluto del capital de los Bonos a emitir podrá pagarse mediante (i) un solo pago a capital, en su respectiva fecha de vencimiento; o (ii) mediante amortizaciones a capital, en cuyo caso el Emisor tendrá derecho a establecer un período de gracia para el pago del capital para una o más series de Bonos, el cual no podrá ser mayor a veinticuatro meses (24) meses, contados a partir de sus respectivas fechas de emisión. Una vez transcurrido el Período de Gracia, si lo hubiere, el saldo insoluto a capital de los Bonos Garantizados de cada serie se pagará mediante abonos trimestrales.

[1] Autoridad Nacional de Servicios Públicos

El repago del capital e intereses de los Bonos Garantizados provendrá de los flujos de dinero depositados en las cuentas del fideicomiso producto de los ingresos generados por el contrato de Reserva de Energía Contratada con Empresa Nacional de Energía, S. A. (EMNADESA) y por los contratos de suministro de energía, venta de energía y venta de potencia en el mercado de contratos y en el mercado ocasional celebrados y a ser celebrados en el futuro por el Emisor.

En la estructura propuesta, el Emisor cederá la totalidad de los flujos provenientes de los contratos de suministro de energía al fiduciario Banistmo Investment Corporation. El diagrama de la estructura se detalla a continuación:



Fuente: HBDT / *Elaboración: Equilibrium*

Garantía de las Emisiones de Bonos Corporativos

El Fideicomiso de Garantía poseerá los siguientes bienes los cuales serán cedidos por parte del Emisor, con la finalidad de respaldar sus emisiones corporativas:

1. Primera hipoteca y anticresis sobre la Concesión Hidroeléctrica inscrita a la finca N° 453496, las fincas propiedad del Emisor N° 430258, 441619 y 461374 y la Servidumbre sobre la finca N° 424860 a favor de la finca N° 453496 con un valor de apreciación de US$22.4 millones, de acuerdo con el avalúo realizado por AVINCO de fecha 26 de noviembre de 2017.
2. Cesión de las acciones comunes emitidas y en circulación del Emisor.
3. Cesión de los créditos de los contratos de compra-venta de energía y potencia, celebrados y a ser celebrados en el futuro, al igual que de los créditos y derechos a recibir por transacciones realizadas en el Mercado Ocasional.
4. Cesión de las pólizas de seguros y fianzas del Emisor.
5. El saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuentas de Reservas.
6. Los intereses y demás créditos que generan los activos que conformen el Fideicomiso.
7. Fianza otorgada por EMNADESA Holding.
8. Los flujos de dinero depositados en las cuentas del Fideicomiso producto de los fondos provenientes de la venta de los Bonos.
9. Cualesquiera otros bienes o sumas de dinero que se traspasen al Fideicomiso por el Fideicomitente Emisor u otros Fideicomitentes que se puedan adherir al Fideicomiso en un futuro.

Administración de los Flujos

La descripción de las cuentas administradas por el Fideicomiso de Garantía, que estará amparando las Series A y B de Bonos Garantizados, se detalla a continuación:

- ***Cuenta de Concentración:*** En esta cuenta se recibirán todos los ingresos que genere la Central Hidroeléctrica, así como las demás sumas que deban recibirse en la Cuenta de Concentración de acuerdo a lo previsto en el Fideicomiso, incluyendo los flujos derivados de la emisión de los Bonos Garantizados y de los Bonos Subordinados No Acumulativos, para ser distribuidos según se establece en el Contrato de Fideicomiso de Garantía, lo cual se detalla más adelante en el informe.
- ***Cuenta de Mercado Ocasional***: En esta cuenta, la cual será fondeada desde la Cuenta de Concentración en la fecha de distribución conforme a los requerimientos de compras en el Mercado Ocasional, se depositarán las sumas necesarias para cubrir los requerimientos de compras en el Mercado Ocasional. Los saldos acreedores por las transacciones realizadas en el Mercado Ocasional por el Fideicomitente que sean acreditados en la Cuenta del Mercado Ocasional, serán traspasados por el Fiduciario a la Cuenta de Concentración.
- ***Cuenta de Servicio de Deuda:*** El Fiduciario transferirá mensualmente a esta cuenta la suma que indique el Agente de Pago y Registro para cubrir los pagos de servicio de deuda de los Bonos Garantizados.
- ***Cuenta Operativa:*** Fiduciario transferirá mensualmente los montos correspondientes para hacer frente a los gastos de operación y mantenimiento por mes anticipado indicados en la solicitud de gastos operativos que así le notifique el Fideicomitente Emisor.

Mecanismo de Asignación de Flujos

Mientras el Fiduciario no reciba una declaración de vencimiento anticipado, en cada fecha de distribución, el Fiduciario usará los fondos en la Cuenta de Concentración en el orden y con la prioridad que se establece a continuación:

1. Para pagar, siempre que haya fondos suficientes en la cuenta y hasta donde alcancen, todas las comisiones, honorarios, gastos e indemnizaciones que el Fideicomitente deba pagar en cualquier concepto al Fiduciario, al Agente de Pago y Registro, al Puesto de Bolsa, a la SMV, a la BVP y a LatinClear y a sus respectivos asesores, así como cualquier Impuesto u otro gasto relacionado con la emisión de Bonos Garantizados, de conformidad con los términos de los Documentos de los Bonos Garantizados.
2. Para depositar en la Cuenta del Mercado Ocasional, siempre que haya fondos suficientes y hasta donde alcancen, las sumas necesarias para cubrir los requerimientos de compras en el Mercado Ocasional que deban ser pagados en el mes inmediatamente siguiente.
3. Siempre que haya fondos suficientes en la cuenta y hasta donde alcancen, para transferir a la Cuenta Operativa las sumas que deban ser cubiertas durante el

Resguardos Financieros
• Razón de cobertura de Intereses (*) > o = 1.75 veces • [Patrimonio total + cuentas por pagar a accionistas]/Total de activos > o = 30.00% • Razón de Cobertura de Garantías (**) > o = 1.00 veces

mes inmediatamente siguiente bajo los Contratos de Reserva, conforme a lo establecido en la Cláusula 5.02 del Contrato de Fideicomiso.

4. Siempre que haya fondos suficientes en la cuenta y hasta donde alcancen, para depositar en la Cuenta Operativa los fondos que deban ser transferidos ese mes de acuerdo a lo indicado por el Emisor en la solicitud de gastos operativos correspondiente, siempre que el Fiduciario haya recibido dicha solicitud previo a la fecha de distribución respectiva.
5. Siempre que haya fondos suficientes en la cuenta y hasta donde alcancen, para depositar en la Cuenta de Servicio de Deuda el monto de Servicio de Deuda de los Bonos Garantizados que deba ser transferido ese mes a la Cuenta de Servicio de Deuda, conforme a lo indicado en la Instrucción de Pago emitida por el Agente de Pago y Registro.
6. Siempre que haya fondos en la cuenta y hasta donde alcancen, para transferir a la cuenta que el Emisor le indique, las sumas requeridas para (i) el pago de intereses de los Bonos Subordinados No Acumulativos que deban ser cubiertos en la próxima fecha de pago de intereses de Bonos Subordinados No Acumulativos, según sea certificado por el Agente de Pago y Registro, (ii) el pago de dividendos, (iii) redenciones anticipadas y/o (iv) cualquier otro fin permitido por los Documentos de los Bonos Garantizados; sujeto a que el Emisor certifique que se cumplen con las Restricciones y Obligaciones de Hacer de los Bonos Garantizados del Prospecto Informativo.

Destino de los Recursos

Los fondos provenientes de la venta de los Bonos Garantizados no podrán ser utilizados para el pago de préstamos ni cuentas por pagar a accionistas ni a beneficiarios finales del Emisor.

Los flujos que serán recibidos producto de la emisión de las Series A y B de Bonos Garantizados por US$12.0 y US$3.5 millones respectivamente, serán utilizados de la siguiente forma:

- Para cancelar préstamo a largo plazo con Banco Panamá, cuyo saldo asciende a US$13.2 millones.
- Para cancelar préstamo a corto plazo con Banistmo por US$2.0 millones
- Los US$300.0 mil restantes serán utilizados para capital de trabajo.

Los fondos provenientes de la venta de los Bonos Garantizados no serán utilizados para el pago de préstamos ni cuentas por pagar a accionistas ni a beneficiarios finales del Emisor.

Resguardos Financieros (*Covenants*)

Los siguientes resguardos aplicarán a las Series A y B de Bonos Corporativos con excepción de las Series Subordinadas:

(*) Cobertura de Intereses = EBITDA / Gastos por intereses;
(**) Cobertura de Garantías = Patrimonio del Fideicomiso de Garantía/Monto en circulación.

Es de mencionar que, al 30 de septiembre de 2018, el covenant de cobertura de intereses con EBITDA no se estaría cumpliendo (1.44 veces), según los cálculos internos de Equilibrium.

Entidades Participantes

El Fiduciario

La estructura de las Series A y B de Bonos Corporativos Garantizados del Emisor involucra a Banistmo Investment Corporation, S.A. (subsidiaria de Banistmo, S.A.) como Fiduciario. Como tal, dicha empresa se encargará de gestionar los bienes cedidos por el Emisor, además de ejercer el debido monitoreo acerca del valor de los mismos, a fin de validar el cumplimiento de las cláusulas pertinentes.

A continuación, se muestran las principales cifras Banistmo, empresa propietaria del Fiduciario. Cabe indicar que este banco mantiene una alta participación de mercado en la industria bancaria local.

Banistmo, S.A. y Subsidiarias

US$ millones	Dic. 16*	Dic. 17*	Sep .18
Activos	9,174.1	9,485.1	9,518.9
Patrimonio	1,007.7	1,101.4	1,060.4
Utilidad	45.8	82.4	77.2
ROAA	0.51%	0.88%	0.73%
ROAE	4.68%	7.81%	6.49%

**Cierre de año fiscal.*
Fuente: Banistmo / Elaboración: Equilibrium

El Originador

Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. es quien generará directamente los flujos para el pago de los Bonos Corporativos Garantizados.

Sin embargo; siendo EMNADESA la que adquirirá la totalidad de la energía generada por el Emisor, Equilibrium revisó las cifras financieras de EMNADESA, con el objetivo de validar su capacidad de pago. Adicionalmente, Equilibrium realizó un proceso de debida diligencia a esta compañía para determinar su sostenibilidad hacia futuro, así como para comprobar la fortaleza financiera detrás de las garantías cedidas al Fideicomiso.

EMNADESA es una compañía energética cuyo negocio es la generación y venta de energía y potencia a compañías de distribución y a grandes clientes. EMNADESA, al igual que el Emisor son subsidiarias 100% controladas por EMNADESA Holdings. EMNADESA cuenta actualmente con 2 mini hidroeléctricas y una planta solar, al igual que una mini hidro en proceso de desarrollo. La empresa posee contratos de suministro de energía y potencia firme (PPAs) con las

empresas distribuidoras de energía, así como con grandes clientes. Los contratos mantenidos por Emnadesa son a largo plazo y exceden la capacidad de producción de las plantas que posee, por tal motivo, aprovechando las sinergias del grupo, compra al Emisor la mayoría de la energía requerida para suplir los PPAs.

EMNADESA[2] cuenta con acotados niveles de liquidez, al igual que coberturas ajustadas de servicio de deuda. Hasta antes del 2017 esto obedecía a la carencia de contratos de compraventa de energía (PPAs), lo cual los obligó a vender la energía generada en el mercado spot en periodos en los cuales el precio de energía se encontraba en niveles bajos. A partir del año 2017, se logra subsanar la situación con la firma de Contratos PPA's por encima de la capacidad de generación. De esta manera, EMNADESA contrata con el Emisor la compra de toda la energía generada que tenga disponible. Sin embargo, hasta septiembre 2018 EMNADESA no logra generar la energía total pactada, por lo que recurre al mercado spot para poder cumplir con el suministro de energía contratada por PPA's. Lo anterior, impacta las utilidades y la generación de flujos de la EMNADESA, debido a los mayores costos de energía. Para mitigar esta situación, los accionistas de EMNADESA han realizado una capitalización de US$2.9 millones en diciembre de 2018 y, según lo señalado por la Gerencia, esperan realizar una capitalización adicional por US$13 millones durante el segundo semestre de 2019. Estas capitalizaciones les permitiría reducir los niveles de deuda y mejorar los flujos de la empresa.

Cabe mencionar que, dicha empresa mantiene resguardo financiero de Cobertura del Servicio de Deuda[3] para lo cual los inversionistas les han aprobado dispensa hasta finales del 2018. EMNADESA estará solicitando una nueva dispensa para el 2019.

Grupo Económico

El Emisor es propiedad de EMNADESA Holdings, la cual es un *holding* energético que pertenece a Energía Natural, S.A. (75%) y Cafetales, S.A (25%). Energía Natural, a su vez, es en su mayoría controlada por Tropical Energies Corporation, la cual tiene una trayectoria de más de 60 años en el mercado local de hidrocarburos.

EMNADESA Holdings, a través de sus subsidiarias EMNADESA, Hidroeléctrica Bajos del Totuma y Tropitérmica, cuenta con concesiones para seis proyectos de mini hidroeléctricas, en adición a una planta fotovoltaica y una planta termoeléctrica.

Participación de Mercado

Al 30 de septiembre de 2018, según datos de Autoridad de los Servicios Públicos, Panamá tenía una capacidad instalada de 3,199.16 MW, de los cuales 52% correspondía a generación hidráulica y el remanente a generación térmica, eólica o solar. Los tres mayores participantes poseían alrededor de 48% de la capacidad instalada. El Emisor, con una capacidad instalada de 6.3 MW tiene un 0.20% de participación en el mercado. Considerando la capacidad instalada de todas las plantas que componen el grupo (Bugaba I, Bugaba II, Bugaba Solar y Bajos del Totuma) por un total de 19.7 MW, la participación del grupo económico en el mercado es de 0.62%

El tipo de generación fluctúa según la temporada seca o lluviosa. A septiembre de 2018 (temporada lluviosa), 78.6% de la energía era generada por plantas hidroeléctricas; mientras que en abril 2018 (temporada seca) representaba el 58.5%. La generación acumulada hasta septiembre 2018 fue de 8,176.1 MWh, lo cual representó un incremento de 2.16% respecto al mismo periodo del año anterior.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El accionariado, Directorio y plana gerencial de Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. se presentan en el Anexo III.

ANÁLISIS DE RIESGO DE LA ESTRUCTURA Y DEL EMISOR

Los bonos a ser emitidos por Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. pueden verse negativamente afectados por diversos factores de riesgo, los mismos que se encuentran igualmente listados en el Prospecto Informativo preliminar. En este sentido, a continuación, se brinda una breve reseña sobre los riesgos que en nuestra opinión actualmente merecen mayor atención[4]:

- ***Riesgo por Ausencia Temporal de la Constitución de la Garantía:*** Dado que las garantías que constituirá el Fideicomiso de Garantías que respaldará los Bonos Garantizados se encuentran actualmente registradas bajo otro Fideicomiso de garantías respaldando las obligaciones financieras que mantiene el Emisor, las cuales serán canceladas con el producto de las Emisiones de las Series A y B de los Bonos Garantizados, a la fecha de autorización del Prospecto Informativo y de la oferta inicial no contaran con garantía. De acuerdo al Acuerdo 3-2017 de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), el Emisor tiene un plazo máximo de 120 días contados a partir de la fecha de Resolución de registro emitida por la Superintendencia del Mercado de Valores para constituir las garantías luego de que las Series A y B de Bonos Garantizados sean emitidas. De no constituirse las garantías, la Emisión no contará con garantías reales que garanticen el repago de los Bonos Garantizados emitido.
- ***Riesgo de Existencia de Pagos que serían cubiertos previos al repago de los Bonos Garantizados***: La existencia de pagos que, de conformidad con la cascada de pagos, corresponda que sean realizados con antelación al repago de los Bonos Garantizados implica que, después de efectuarse dichos pagos, y previo al repago de los Bonos Garantizados, podría existir una insuficiencia de fondos en la Cuenta de Concentración, afectando de esa manera el repago de los Bonos Garantizados, que se establece como quinta prioridad en la cascada de pagos.

[2] Al ser Emnadesa, S.A. emisora de Bonos Corporativos en el mercado local, la información financiera de esta empresa es pública y se encuentra disponible en la página web de la Bolsa de Valores de Panamá.

[3] Cobertura de Servicio de Deuda = EBITDA / Servicio de deuda > 1.20x

[4] El presente listado es referencial y no debe entenderse bajo ningún concepto que estos son los únicos riesgos que contempla la emisión calificada.

- ***Riesgo de falta de prelación de Bonos Garantizados sobre el resto de las deudas comunes del Emisor:*** El pago de capital e intereses de los Bonos Garantizados no tiene preferencia sobre las demás acreencias que se tengan contra el Emisor, excepto por las prelaciones establecidas en este Prospecto y por las leyes aplicables en caso de quiebra.En el caso de que el Emisor se viera en la necesidad de obtener financiamiento distinto de la presente oferta de bonos, los Bonos Garantizados no tendrán prelación sobre las deudas que pudiera contraer el Emisor en el desarrollo del negocio.
- ***Riesgo por Ausencia de Pólizas de Seguros:*** Los bienes inmuebles que se cederán al fideicomiso, constituyen parte del giro normal de negocios del Emisor y por consiguiente están expuestos a fácil deterioro pudiendo sufrir situaciones de corto circuito, incendios, entre otras, lo cual incidiría en perjuicio de los beneficiarios del fideicomiso, en el caso que el Emisor no mantenga los bienes inmuebles asegurados con las correspondientes pólizas de seguros.
- ***Riesgo de Obligaciones de Hacer y No Hacer:*** El incumplimiento por parte del Emisor de cualquiera de las Obligaciones de Hacer o de las Obligaciones de No Hacer, o de cualquier término y condición de los Bonos, conllevará al vencimiento anticipado de las obligaciones del Emisor bajo los Bonos, siempre que dicho incumplimiento dé lugar al derecho que se declare el vencimiento anticipado de la deuda.
- ***Riesgo de Modificaciones, Cambios y Dispensas de Términos y Condiciones***: El Emisor puede ser dispensado de cumplir una o más de las obligaciones a su cargo y podrá modificar los términos y condiciones de los bonos emitidos y en circulación en cualquier momento con el voto favorable de la mayoría de los tenedores de los Bonos
- ***Riesgo por Saldos y Transacciones con Partes Relacionadas:*** El Emisor ha suscrito contratos de Reserva de Energía Contratada con la empresa relacionada Emnadesa. Los ingresos provenientes de dicha parte relacionada son significativos, por lo que, en caso de incumplimiento, la fuente de fondos por préstamos pudiera verse afectada.
- ***Riesgo de renovación de contratos:*** Si los contratos de Reserva de Energía contratada con la compañía relacionada Emnadesa o los de Suministro de Potencia con las empresas distribuidoras de energía no son renovados o reemplazados en su respectivo vencimiento en términos y condiciones similares a los actuales, se podría afectar la capacidad del Emisor de pagar los intereses y capital de los bonos.
- ***Riesgo de Eventos naturales:*** El acaecimiento de un desastre natural podría tener un impacto severo sobre los activos físicos del Emisor y/o interrumpir su capacidad para generar electricidad. Adicionalmente, el Emisor no puede asegurar que el alcance de los daños sufridos debido a un desastre natural no excederá los límites de cobertura de sus pólizas de seguro. Por lo tanto, ante dicho escenario, se podría tener un efecto adverso significativo en el negocio del Emisor, su condición financiera y resultados operativos.

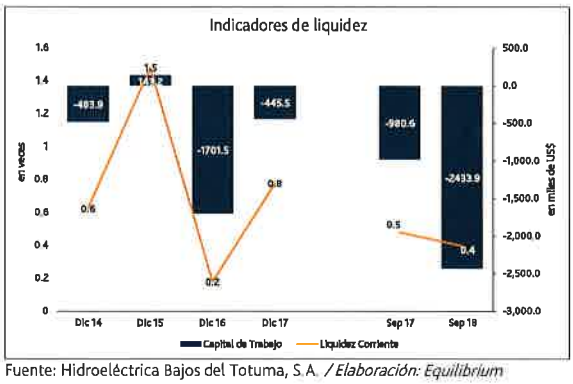
ANÁLISIS FINANCIERO DE HIDROELECTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

En base a los acuerdos de confidencialidad, firmados entre HBDT y Equilibrium, a lo largo del presente informe no se presentarán cifras correspondientes al originador de flujos EMNADESA, sino que el análisis se centrará en las cifras del Emisor únicamente.

Activos y Liquidez

Al 30 de septiembre de 2018, los activos totales de HBDT ascienden a US$22.8 millones, retrocediendo en 4.98% respecto a lo registrado al mismo período del año anterior, producto de la depreciación de la propiedad, planta y equipo, activo que representa el 89.83% del total de activos.

Se observa un aumento en los activos corrientes, producto tanto de mayores niveles de cuentas por cobrar a EMNADESA provenientes de la venta de energía a través del contrato de Reserva, como de un financiamiento de US$298.2 mil otorgado a esta última, aunado a mayores niveles de gastos pagados por anticipado. A pesar del incremento en los activos corrientes, los indicadores de liquidez disminuyen como resultado de un aumento en la deuda financiera a corto plazo, producto de la obtención de un financiamiento a corto plazo de Banistmo para realizar un prepago a la deuda a largo plazo que mantiene el Emisor con Banco Panamá. La liquidez corriente disminuye de 0.48 a 0.40 veces, mientras que el capital de trabajo muestra un déficit de US$2.4 millones (US$-981 mil a septiembre 2017).



Fuente: Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. / *Elaboración: Equilibrium*

Estructura Financiera y Solvencia

Al corte de septiembre de 2018, los pasivos del Emisor financian 98.02% de los activos, cuyo saldo asciende a US$22.3 millones, reportando una disminución de 4.66% con respecto a septiembre de 2017 producto del pago de retenciones a contratistas por US$1.2 millones, relacionados a la culminación de la construcción de la hidroeléctrica, la cual empezó operaciones en el 2017.

Gran parte de los pasivos están clasificados como no corrientes (80.30%) y están compuestos por financiamiento a largo plazo otorgado por Banco Panamá para la construcción de la hidroeléctrica y por cuentas por pagar a accionistas, los cuales representan 57.97% y 29.74% de los activos al corte del 30 de septiembre de 2018, respectivamente (63.43% y 28.15% a septiembre de 2017). A la misma fecha, los pasivos corrientes representan 17.72%

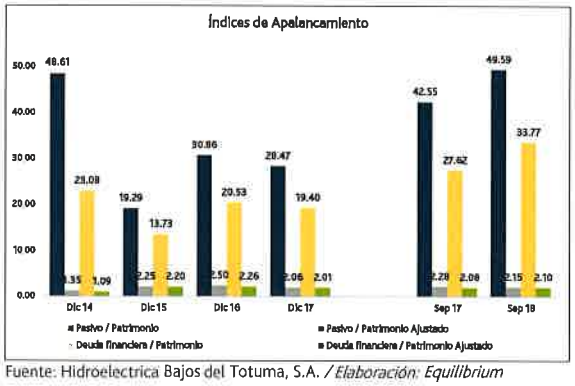
de los activos (7.88% a septiembre de 2017) y se componen principalmente de la porción corriente de la deuda a largo plazo mantenida con Banco Panamá y un préstamo a corto plazo por pagar a Banistmo.

En cuanto a la porción corriente de deuda a largo plazo con Banco Panamá, la misma se incrementa de US$422 mil a US$1.7 millones debido al vencimiento del período de gracia para abonos a capital, el cual culmina en marzo de 2019. El financiamiento a corto plazo por US$2.0 millones otorgado por Banistmo – se obtuvo mediante la utilización de una línea de crédito que mantiene el Grupo ENESA. Los fondos obtenidos fueron utilizados para cumplir con la solicitud de Banco Panamá de realizar un abono extraordinario al capital del préstamo a largo plazo que mantienen con dicha institución. Por consiguiente, la deuda financiera total de HBDT se mantiene en US$15.2 millones (US$13.2 millones Banco Panamá y US$2.0 millones Banistmo), las cuales serán canceladas con los fondos provenientes de la emisión de las Series A y B de Bonos Corporativos, las cuales estamos calificando.

Las cuentas por pagar accionistas no tienen convenio de pago, fecha de vencimiento, ni devengan intereses estando sujetas a un acuerdo de subordinación, por lo tanto, no pueden ser pagadas antes de los pagos a la deuda con Banco Panamá. De acuerdo al Prospecto Preliminar del Programa de Bonos, los fondos provenientes de la venta de Bonos Garantizados no pueden ser utilizados para el pago de préstamos ni cuentas por pagar a accionistas. Igualmente, dentro de las Obligaciones de No Hacer que menciona el Prospecto Informativo, se incluye la no reducción de las cuentas por pagar accionistas registradas en la fecha de emisión de los Bonos Garantizados.

Al 30 de septiembre del 2018, el patrimonio neto del Emisor totaliza US$450.1 mil, representando el 1.98% de los activos (2.30% a septiembre de 2017), el mismo está compuesto primordialmente por las acciones comunes por un monto de US$1.8 millones, las cuales mantienen una participación del 7.95% sobre los activos. Es relevante mencionar que, el patrimonio incluye pérdidas acumuladas pertenecientes a la etapa preoperativa de construcción de la mini-central (años 2014-2016), lo que genera presión en el patrimonio neto del Emisor y que, aunado a la pérdida reportada en el período evaluado (-US$318.4 mil), resultó en una disminución de 18.20% con respecto a septiembre de 2017.

Con respecto a los niveles de apalancamiento del Emisor, a pesar de la disminución en los pasivos, se observa un incremento en los mismos, producto de la disminución en los niveles de patrimonio mencionada en el párrafo anterior. Los indicadores de Deuda Financiera/Patrimonio y palanca contable (Pasivo/Patrimonio), aumentan a 33.77 veces y 49.59 veces, respectivamente (27.62 veces y 42.55 veces respectivamente, a septiembre de 2017). Sin embargo, dado que la cuenta por pagar que mantiene HBDT con sus accionistas (con un saldo de US$6.8MM) no tiene fecha de repago ni contempla pago de intereses, de considerarla como *cuasi capital*, la palanca contable muestra niveles aceptables de 2.15 veces (2.28 veces a septiembre de 2017), así como un ratio de Deuda financiera/Patrimonio ajustado[5] de 2.10 veces (2.08 veces a septiembre de 2017).



Fuente: Hidroelectrica Bajos del Totuma, S.A. / *Elaboración: Equilibrium*

De acuerdo a las proyecciones proporcionadas por el Emisor, se estima que la palanca contable disminuya gradualmente durante el periodo de vigencia de la emisión hasta llegar a un nivel aproximado de seis veces, como consecuencia de la retención de utilidades. Los niveles de deuda del Emisor se mantendrán en US$15.5 millones debido a que los Bonos Series A y B tienen un pago único al vencimiento y además porque el Programa limita el saldo de los Bonos en circulación a un monto máximo de US$16.0 millones, al igual que restringe la adquisición de nueva deuda financiera. Asimismo, de realizarse el ejercicio anterior respecto a las cuentas por pagar a accionistas, la palanca resultaría un indicador inferior a dos veces, situándose en niveles aceptables.

En línea con las proyecciones cabe indicar que, el Emisor requiere del cumplimiento de resguardos financieros para la emisión de la Series A y B de Bonos Garantizados, el mismo que fue validado en sus proyecciones. En este sentido, los resguardos contemplan mantener en todo momento una Cobertura de Intereses (EBITDA/Gastos de intereses) mínima de 1.75 veces, así como mantener en todo momento una relación mínima de (patrimonio total + cuentas por pagar a accionistas) / total de activos de 30.00%. Cabe mencionar que, a septiembre de 2018 los gastos operativos del Emisor muestran niveles superiores a los reportados en las proyecciones para el ejercicio fiscal 2018, por lo que se espera que el EBITDA y sus coberturas sean inferiores a los proyectados, lo cual podría impactar el cumplimiento del covenant de cobertura de intereses, mencionado previamente.

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

A pesar de un aumento en los volúmenes de energía generada por HBDT al cierre del tercer trimestre de 2018, y disminuciones tanto en los gastos operativos y financieros, el Emisor reporta una mayor pérdida a la registrada a septiembre de 2017 debido a menores ingresos percibidos por la venta de energía.

Aun cuando los volúmenes de energía generada por HBDT aumentaron en un 8.43% (de 16.6MW a septiembre 2017 a 18.0 MW a septiembre 2018), los ingresos por venta de energía disminuyen 16.23% de US$1.7 a US$1.5 millones,

[5] Patrimonio ajustado= Patrimonio neto + cuentas por pagar a accionistas

debido a que en 2018 el 100% de la energía generada es vendida a la compañía relacionada EMNADESA a un precio inferior (US$75.0 MWh) al que tenían establecidos los PPAs que mantenía el Emisor en el 2017 con las empresas distribuidoras EDEMET, EDECHI y ENSA, los cuales oscilaban entre US$90.0 y US$93.0 MWh.

En línea con lo anterior, a septiembre de 2018, el 90.96% del total de ingresos de HBDT provienen de la venta de energía a su compañía relacionada EMNADESA y el 9.04% restante de ventas de potencia a las distribuidoras mencionadas anteriormente, mientras que a septiembre de 2017 el 52.96% de los ingresos provenían de la venta de energía y potencia a las distribuidoras y el 47.04% restante a venta de energía a EMNADESA.

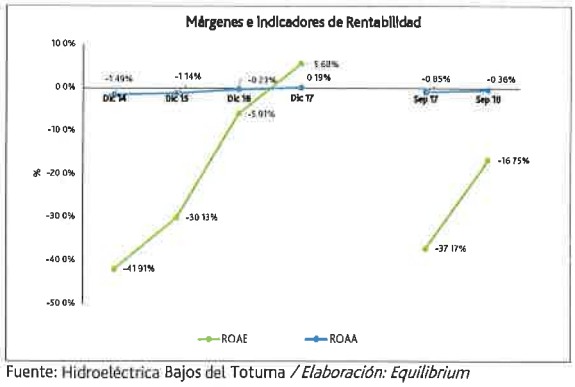
Cabe señalar que aun cuando el Emisor representa una mínima participación en la generación total (0.22%), debido a la eficiencia y bajo costo marginal, presentó hasta el tercer trimestre de 2018 un incremento en generación de 8.19%, por encima del crecimiento del mercado (2.16%).

Al 30 de septiembre de 2018, se registran costos de energía que corresponden a compras en el mercado spot por US$15.6 mil, estos disminuyen un 84.90% respecto al mismo período del año anterior, debido a que la planta logra producir mayores volúmenes de energía. Lo anterior, mitiga parcialmente la disminución reflejada en los ingresos, aportando de manera positiva al margen bruto que resulta en 98.93% (94.09% a septiembre de 2017).

Los gastos operativos reportan un saldo de US$1.0 millones, un 4.17% inferior a lo registrado a septiembre de 2017, explicado principalmente por menores gastos de alquiler, reparación y mantenimiento debido a que han reducido el alquiler de grúas y equipos pesados. Un componente importante de los gastos es la depreciación del activo fijo, la cual registra un saldo de US$392.9 mil y representa 26.85% de los ingresos de la empresa. El Emisor también reporta un gasto de amortización anual de US$14.2 mil relacionado a la concesión del uso de agua, por la cual los accionistas originales pagaron US$950 mil. Al 30 de septiembre de 2018, el saldo de dicha concesión (reportada como activo intangible) es de US$710.9 mil. Lo explicado anteriormente, se traduce en una reducción del margen operativo a 28.65% (32.65% a septiembre de 2017).

Por su parte, a septiembre de 2018, los gastos financieros reportados absorben el 50.87% de los ingresos y totalizan US$744.4 mil, reduciéndose en un 2.29% respecto a septiembre de 2017. Lo anterior obedece a que la nueva deuda adquirida por US$2.0 millones mantiene una tasa de 5.50%, menor a la tasa de 6.50% que mantiene el préstamo de US$13.2 millones (antes US$15.2 millones), lo que aun manteniendo el mismo nivel de deuda en ambos períodos comparativos, se tradujo en la disminución mencionada de los gastos financieros.

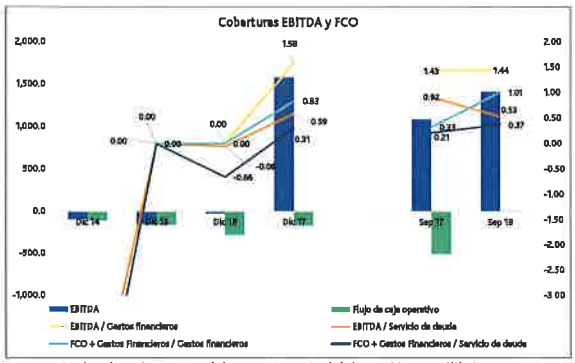
Producto de la pérdida generada, los indicadores de rentabilidad promedio del activo y el patrimonio anualizados (ROAA y ROAE, respectivamente) muestran niveles negativos en ambos periodos, según se observa en la siguiente gráfica:



Fuente: Hidroeléctrica Bajos del Totuma / *Elaboración: Equilibrium*

La generación, medida a través del indicador EBITDA, se ubica en un nivel de US$826.3 mil a septiembre de 2018 (US$992.0 mil a septiembre de 2017), exhibiendo un margen de 56.47%. El EBITDA anualizado logra cubrir los gastos financieros en 1.44 veces y el servicio de deuda en 0.53 veces, este último se ajusta entre períodos (0.92 veces a septiembre de 2017) producto del aumento de la porción circulante del préstamo con Banco Panamá posterior al período de gracia.

Asimismo, Equilibrium ajusta el flujo de caja operativo (FCO) devolviéndole los gastos financieros del período a fin de calcular los indicadores de cobertura. El efecto anterior, permite situar al FCO en valores positivos, resultando un saldo de US$481.7 mil (US$321.1 mil a septiembre de 2017). Al 30 de septiembre 2018, el FCO anualizado logra cubrir los gastos financieros en 1.01 veces (0.33 veces a septiembre de 2017) y servicio de deuda en 0.37 veces (0.21 veces a septiembre de 2017), según se observa en la siguiente gráfica:



Fuente: Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A./*Elaboración: Equilibrium*

Por otro lado, Equilibrium realizó un ejercicio de sensibilización del ratio de cobertura de servicio de deuda, incorporando en el servicio de deuda la nueva obligación a corto plazo adquirida por el Emisor por US$2.0 millones cuyo plazo de pago a capital es de seis meses debido a que dicho préstamo fue utilizado para cancelar la parte circulante de la deuda de largo plazo. Lo anterior dio como resultado que la cobertura del servicio de deuda con respecto al EBTIDA disminuya de 0.92 a 0.30 veces entre setiembre de 2017 y 2018, mientras que la cobertura del FCO no mantendría variación significativa en el mismo periodo (0.21 veces). Sin embargo, considerando que la emisión de la Series A y B de Bonos Garantizados se utilizará

para cancelar la deuda existente del Emisor y tendrán un único pago al vencimiento (*bullet*), una vez se emitan las Series A y B de Bonos y se cancele la deuda financiera, las coberturas del servicio de deuda del Emisor mejorarán y se mantendrán en rangos mínimos de 1.8 veces.

Cabe mencionar que, el Emisor mantiene covenants en su préstamo actual con Banco Panamá, que corresponden a Cobertura de Servicio de deuda mayor a 1.10 veces, Deuda financiera/EBITDA no mayor a 5.4 veces y Deuda/Patrimonio no mayor a 2.25 veces. Al 30 de septiembre de 2018, y de acuerdo a los cálculos internos realizados por Equilibrium, los covenants mencionados se estarían incumpliendo, a excepción del covenant Deuda/Patrimonio que se sitúa en 2.10 veces. Asimismo, es relevante mencionar que, a la fecha del presente informe, Equilibrium no ha recibido -por parte del Emisor- la Certificación de Covenants para validación de los mismos. Al respecto, de acuerdo a lo manifestado por la Gerencia, HBDT está negociando con dicho banco la obtención de la dispensa por el incumplimiento de ambos covenants, tanto para el año culminado 2018 como para el presente ejercicio 2019.
El cambio en la estructura de deuda, sin embargo, conlleva un riesgo de refinanciamiento, dado que las proyecciones recibidas del Emisor muestran que los flujos generados y el efectivo acumulado a la fecha de vencimiento de la obligación, cubrirían parcialmente la totalidad de la deuda.

HIDROELÉCTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

En Miles de Dólares

ACTIVOS	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
Efectivo	82	15	19	154	30
Cuentas por cobrar	-	122	610	719	876
Fondo de fideicomiso de uso específico	-	-	52	449	152
Adelantos a proveedores	354	120	169	-	-
Gastos pagados por adelantado	3	113	53	205	239
Cuentas por cobrar a relacionadas	-	-		46	298
Otros activos	1	7	5	5	7
Total Activo Corriente	**439**	**377**	**908**	**1,577**	**1,602**
Propiedad, planta y equipo, neto	17,561	22,470	22,085	20,729	20,457
Activos intangibles, neto	763	744	730	725	710.9
Cuentas por cobrar a relacionadas	-	-	43	-	-
Fondo de fideicomiso de uso específico	-	-	199	59	2
Total Activo No Corriente	**18,324**	**23,214**	**23,056**	**21,513**	**21,170**
TOTAL ACTIVOS	18,764	23,591	23,964	23,091	22,772

PASIVOS	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
Obligaciones financieras de corto plazo	-	-	-	-	2,000
Porción corriente de la deuda de largo plazo	-	422	422	1,689	1,689
Cuentas por pagar comerciales	296	415	215	262	100
Cuentas por pagar a relacionadas	-	-	10	62	234
Gastos acumulados por pagar	-	-		10	13
Rentenciones a contratistas	-	1,242	1,242	-	-
Total Pasivo Corriente	**296**	**2,078**	**1,888**	**2,023**	**4,036**
Obligaciones financieras	12,702	14,778	14,778	13,511	11,511
Cuentas por pagar a relacionadas	4,840	5,994	6,746	6,771	6,771
Prima por antigüedad	-	-	1	2	3
Total Pasivo No Corriente	**17,543**	**20,772**	**21,525**	**20,284**	**18,286**
TOTAL PASIVO	17,839	22,851	23,414	22,307	22,322
Capital social	1,810	1,810	1,810	1,810	1,810
Resultados acumulados	(710)	(885)	(1,070)	(1,070)	(1,041)
Resultado del ejercicio	(176)	(184)	(190)	43	(318)
TOTAL PATRIMONIO NETO	925	740	550	783	450.1
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	18,764	23,591	23,964	23,091	22,772

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

En Miles de Dólares

	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
Ingresos por generación de energía	-	-	1,747	2,783	1,463
Costo de energía	-	-	(103)	(191)	(16)
RESULTADO BRUTO	**-**	**-**	**1,644**	**2,592**	**1,448**
Honorarios Profesionales	(156.3)	(26.4)	(179.9)	(397.5)	(213.7)
Gastos de Personal			(174.7)	(237.7)	(181.6)
Alquileres			(50.5)	(54.8)	(2.7)
Reparación y mantenimiento	-	-	(86.9)	(114.4)	(53.2)
Seguros			(90.9)	(108.2)	(76.7)
Otros Gastos	-	-	(68.7)	(96.0)	(93.4)
Depreciación y amortización	(19.3)	(22.8)	(421.7)	(541.0)	(407.1)
RESULTADO OPERATIVO	**(176)**	**(49)**	**570**	**1,042**	**419**
Ingresos financieros	-	-	0	-	7
Gastos Financieros	-	-	(761.9)	(1,001.7)	(744.4)
Otros Ingresos/Gastos	-	-	-	3	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	**(176)**	**(49)**	**(191)**	**43**	**(318)**
Impuesto a las ganancias	-	-	-	-	-
RESULTADO NETO	(175.5)	(49.2)	(191.4)	43.3	(318.4)

HIDROELÉCTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
SOLVENCIA					
Pasivo / Patrimonio	19.29	30.86	42.55	28.47	49.59
Deuda Financiera / Pasivo	0.71	0.67	0.65	0.68	0.68
Deuda Financiera / Patrimonio	13.73	20.53	27.62	19.40	33.77
Pasivo / Activo	0.95	0.97	0.98	0.97	0.98
Pasivo Corriente / Pasivo total	0.02	0.09	0.08	0.09	0.18
Pasivo No Corriente / Pasivo total	0.98	0.91	0.92	0.91	0.82
Deuda Financiera / EBITDA	-81.27	-576.13	13.99	9.60	10.72
LIQUIDEZ					
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	1.48	0.18	0.48	0.78	0.40
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos Pagados por A	0.28	0.07	0.39	0.68	0.34
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.28	0.01	0.01	0.08	0.01
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	143	-1,702	-981	-445	-2,434
GESTIÓN					
Gastos operativos / Ingresos	-	-	15.28%	14.29%	14.61%
Gastos financieros / Ingresos	-	-	43.61%	36.00%	50.87%
Días promedio de Cuentas por Cobrar	-	-	-	57	165
Días promedio de Cuentas por Pagar	-	-	-	-	-
Días promedio de Inventarios	-	-	-	-	-
Ciclo de conversión de efectivo	-	-	-	-	-
RENTABILIDAD					
Margen bruto	-	-	94.09%	93.14%	98.93%
Margen operativo	-	-	32.65%	37.45%	28.65%
Margen neto	-	-	-10.96%	1.56%	-21.76%
ROAA	-1.14%	-0.23%	-0.85%	0.19%	-0.36%
ROAE	-30.13%	-5.91%	-37.17%	5.68%	-16.75%
GENERACIÓN					
FCO	-160	-278	-440	-169	-263
FCO anualizado	-160	-278	-510	-169	9
EBITDA	-156	-26	992.0	1,583	826
EBITDA anualizado	-156	-26	1,087	1,583	1,417
Margen EBITDA	-	-	56.79%	56.89%	56.47%
COBERTURAS					
EBITDA / Gastos financieros*	0.00	0.00	1.43	1.58	1.44
EBITDA / Servicio de deuda*	0.00	-0.06	0.92	0.59	0.53
FCO + Gastos Financieros / Gastos financieros*	0.00	0.00	0.33	0.83	1.01
FCO + Gastos Financieros / Servicio de deuda*	0.00	-0.66	0.21	0.31	0.37

**Anualizado*

ANEXO I

HISTORIA DE CALIFICACIÓN – HIDROELECTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (Al 31.12.17 y al 31.03.18)	Calificación Actual (Al 30.09.18)	Definición de Categoría Actual
Programa Rotativo de Bonos Corporativos Garantizados y Bonos Subordinados No Acumulativos Serie A (Hasta por US12.0 millones)	*(nueva)* BBB.pa	BBB.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Programa Rotativo de Bonos Corporativos Garantizados y Bonos Subordinados No Acumulativos Serie B (Hasta por US3.5 millones)	--	*(nueva) BBB.pa*	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

ANEXO II

DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS – HIDROELECTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

Series hasta por US$15.5 millones del Programa Rotativo de Bonos Corporativos y Bonos Subordinados No acumulativos		
	Serie A	Serie B
Monto Máximo del Programa	US$32.0 millones	
Monto de las Series:	US$12.0 millones	US$3.5 millones
Tasa de Interés:	7.00%	Libor 3M + 3.50% mínimo 6.50%
Pago de interés:	Trimestral	
Pago de Capital:	Al vencimiento	
Fecha de emisión	19 de marzo de 2019	
Plazo:	7 años	
Fecha de vencimiento:	19 de marzo de 2026	
Redención anticipada	Total o parcialmente una vez transcurridos los dos años a partir d ela fecha de emisión respectiva.	
Destino de fondos:	US$10.0 millones para cancelar parte del Préstamo Banco Panamá US$2.0 millones cancelar préstamo con Banistmo	US$3.2 millones cancelar préstamo con Banco Panamá US$300.0 mil capital de trabajo
Garantías:	Fideicomiso de garantía	
Covenants Financieros:	1. Mantener en todo momento una Razón de Cobertura de Intereses mínima de 1.75 veces 2. Mantener en todo momento una relación mínima de (Patrimonio total + cuentas por pagar a accionistas)/Total de Activos de 30.00% 3. Mantener en todo momento una Razón de Cobertura de Garantías mínima de 1.00 veces	
Fiduciario	Banistmo Investment Corporation	

Fuente: Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. / Elaboración: Equilibrium

ANEXO III

ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL – HIDROELECTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

Accionistas al 30.09.2018

Accionistas	Participación
Emnadesa Holdings, S.A.	100%
Total	100%

Fuente: Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. / *Elaboración: Equilibrium*

Directorio al 30.09.2018

Directorio	
Lorenzo Romagosa Acrich	Presidente
Guillermo Romagosa Acrich	Vice-Presidente
Guillermo de Roux Garcia de Paredes	Secretario
Lorenzo Romagosa Lassen	Tesorero

Fuente: Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. / *Elaboración: Equilibrium*

Plana Gerencial al 30.09.2018

Nombre	Cargo
Guillermo de Roux García de Paredes	Director Ejecutivo
Monique de Roux	Directora Financiera y Administrativa
Abdiel de León	Ingeniero de Proyecto
Benito Rios	Gerente de Contabilidad

Fuente: Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. / *Elaboración: Equilibrium*

© 2019 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ("EQUILIBRIUM") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS "PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM 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 PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS 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 EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.