Equilibrium
AN AFFILIATE OF MOODY'S INVESTORS SERVICE

EQPA19/168

Panamá, 19 de julio 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 auditada al 31 de diciembre de 2018 e intermedia al 31 de marzo de 2019, 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 modifica de Estable a Negativa.

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)	BBB.pa	
Perspectiva	*(modificada) De Estable a Negativa*	

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,

Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo

Bolsa de Valores de Panamá
Recibido por: Leyda G.
Fecha: 23 julio 2019
Hora: 10:45 am

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: 19 de julio 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	*(modificada)* *De Estable a Negativa*

(*) 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 , 2017 Y 2018, además de Estados Financieros interinos no auditados al 31 de marzo de 2018 y 2019 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 otorgada a las Series A y B de Bonos Corporativos Garantizados de Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. (en adelante, HBDT o el Emisor), las mismas que se encuentran contempladas dentro de un Programa Rotativo de hasta US$32.0 millones. La perspectiva se modifica de Estable a Negativa.

La calificación asignada recoge el respaldo que brinda la estructura de los Bonos Garantizados, considerando que los fondos provenientes de dichas emisiones fueron utilizados para sustituir la deuda total con entidades bancarias. En ese sentido, se considera positivo el Fideicomiso en el cual descansa 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. Sobre este punto, resulta relevante indicar que a la fecha de este Informe ya fue constituido el nuevo Fideicomiso de Garantía que ampara las emisiones de Bonos Garantizados calificados, cumpliendo con los 120 días estipulados en el Acuerdo 3-2017 de la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). Asimismo, cabe indicar que el saldo insoluto de los Bonos emitidos y en circulación debe mantener una cobertura de bienes inmuebles más el saldo existente en las cuentas fiduciarias, mayor a 1.00 vez. Al respecto, cabe indicar que, según Certificación del Fiduciario, la cobertura de garantías resultó en 1.15 veces al 20 de junio de 2019. 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%. Dichos resguardos deberán medirse a partir del 30 de junio de 2019. Adicionalmente, se considera que la emisión mantiene restricciones de adquisición de deuda financiera.

Resulta importante agregar que, las Serie A y B de Bonos Corporativos Garantizados, -emitidas el pasado 19 de marzo de 2019- contemplan dentro de sus términos y condiciones un único pago de capital al vencimiento (*bullet*), situación que les permitió, al corte del primer trimestre 2019, una mejora en los indicadores de liquidez de HBDT, con un capital de trabajo en terrenos positivos. 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. En ese sentido, se valora 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. No menos importante, 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 el Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 14 de diciembre de 2018.

No obstante lo señalado previamente, a la fecha limita a HBDT obtener una mejor calificación, los elevados niveles de apalancamiento contable (pasivos/patrimonio neto) y la razón de deuda financiera a patrimonio que presenta HBDT, situación que recoge las pérdidas acumuladas durante los periodos preoperativos del Emisor, así como las pérdidas del ejercicio fiscal 2018 y el primer trimestre de 2019. No obstante lo anterior, resulta relevante indicar que, de incluirse en el patrimonio neto las cuentas por pagar a accionistas (*cuasi capital)*, la palanca contable y la relación de deuda financiera a patrimonio se ubicarían dentro de un rango adecuado.

También se toma en cuenta el elevado apalancamiento financiero (deuda financiera total/EBITDA LTM), el cual se ha incrementado al cierre de 2018 y primer trimestre de 2019, producto de una disminución en los niveles de EBITDA durante estos periodos, como consecuencia de menores ingresos obtenidos por la venta de energía. Igualmente, se considera que el Flujo de Caja Operativo (FCO) generado por el Emisor mantiene niveles ajustados de cara a la cobertura del Servicio de Deuda. Se toma en consideración igualmente el riesgo de refinanciamiento que conlleva la nueva estructura de deuda - pagos a capital *bullet* al vencimiento dado que, según las proyecciones recibidas, los flujos generados y el efectivo acumulado a la fecha de vencimiento de las series A y B, cubrirían parcialmente la totalidad de la deuda.

Por otro lado, se considera la alta dependencia que tiene el Emisor sobre la relacionada EMNADESA para la generación de flujos, empresa que ha presentado pérdidas netas durante los últimos ejercicios, producto de períodos preoperativos de las hidroeléctricas Bugaba I, Bugaba II y Bugaba Solar y la carencia de contratos de compraventa de energía antes del 2017. Sobre esto último, cabe mencionar que, durante el año 2017, EMNADESA logra firmar contratos (PPA's) por encima de su capacidad, por lo cual contrata con el Emisor la compra de toda la energía generada que tenga disponible. No obstante, EMNADESA continúa generando pérdidas para el cierre fiscal 2018, 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. Por lo anterior y, teniendo como prioridad pagar dichas compras a terceros, EMNADESA tuvo que extender los pagos a HBDT. El retraso en los cobros trajo como consecuencia una disminución en los flujos del Emisor, así como en los fondos mantenidos en las cuentas del fideicomiso. Como mitigante, se valora la capitalización realizada por los accionistas a EMNADESA de US$2.9 millones en diciembre 2018 y US$10.3 millones en junio 2019, lo que les permitirá reducir niveles de deuda y mejorar los flujos de la empresa, situación que beneficia a su vez los flujos futuros a recibir HBDT por parte de EMNDADESA. 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.

La perspectiva negativa recoge las pérdidas netas generadas, tanto en el período fiscal 2018 como al primer trimestre de 2019, como resultado del cierre de la planta de HBDT durante 15 días en el mes de noviembre de 2018 producto de un derrumbe, al igual que una menor generación hídrica como consecuencia de la anticipación de la temporada seca y su extensión hasta el segundo trimestre de 2019. Sobre esto último, resulta relevante indicar que los cambios climáticos han afectado la generación de energía a través de las hidroeléctricas a nivel nacional, siendo así para el primer trimestre 2019 la generación por hidros disminuyó un 52.25% respecto al primer trimestre 2018, situación que ha impactado en el desempeño del Emisor y su relacionada EMNADESA, al ser las plantas hidroeléctricas su principal recurso productivo. En ese sentido, las recientes pérdidas de HBDT, adicionadas a las preoperativas de años anteriores, han causado que las pérdidas acumuladas al corte de marzo de 2019 absorban el 92% del patrimonio del Emisor. Asimismo, se consideró el incumplimiento observado en las proyecciones recibidas, las mismas que presentan cambios respecto a la estimación de utilidades tanto para el período fiscal 2018 y 2019 producto de los eventos descritos anteriormente. En ese sentido, las nuevas proyecciones recibidas contemplan pérdidas para el ejercicio 2019 e indicadores de solvencia, lo cual podría conllevar al incumplimiento de un resguardo financiero (EBITDA / gastos financieros) al 31 de diciembre de 2019, estipulado en el Programa Rotativo de Bonos Garantizados.

HBDT mantiene como uno de sus principales retos revertir la tendencia negativa en su generación de ingresos y, a su vez, mejorar los indicadores de endeudamiento y cobertura del servicio de deuda con el EBITDA y con el Flujo de Caja Operativo.

Finalmente, Equilibrium continuará dando seguimiento a la evolución de los principales indicadores financieros, tanto del Emisor como de su originador de flujos, el cumplimiento de sus proyecciones, así como de los resguardos y cobertura 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 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.

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 ésta 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 Asamblea Extraordinaria 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.

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).

Igualmente, es de señalar como hecho relevante, 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 92% del patrimonio mantenido al 31 de marzo de 2019.

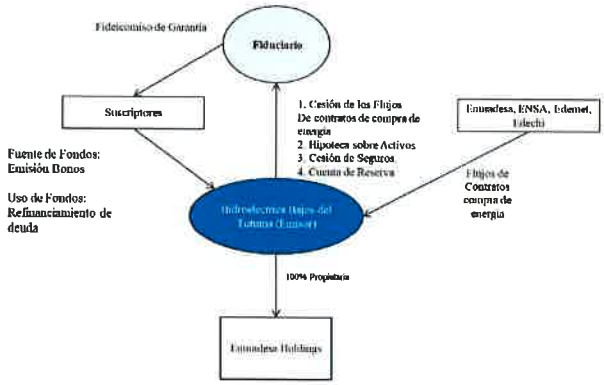
Estructura de los Bonos

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 emitidas por HBDT por un monto de US$12.0 millones y US$3.5 millones, respectivamente.

Los Bonos Garantizados fueron emitidos bajo un programa rotativo, hasta por US$32.0 millones. Sin embargo, cabe resaltar que 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 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. Bajo la estructura del fideicomiso, el Emisor está obligado a ceder 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:

[1] Autoridad Nacional de Servicios Públicos



Fuente: HBDT / *Elaboración: Equilibrium*

Garantía de las Emisiones de Bonos Corporativos

El Fideicomiso de Garantía posee los siguientes bienes, los cuales han sido 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 ampara las Series A y B de Bonos Garantizados, se detalla a continuación:

- ***Cuenta de Concentración:*** En esta cuenta se reciben 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 es 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 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 recibidos producto de la emisión de las Series A y B de Bonos Garantizados por US$12.0 y US$3.5 millones respectivamente, fueron 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 para capital de trabajo.

Resguardos Financieros (*Covenants*)

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

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

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

Los covenants en mención deben medirse a partir del mes de junio 2019, de manera trimestral. .

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, dado que no se cuenta con información pública de Banistmo Investment Corporation (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*	Dic .18*
Activos	9,174.1	9,485.1	9,622.6
Patrimonio	1,007.7	1,101.4	1,079.0
Utilidad	45.8	82.4	95.0
ROAA	0.51%	0.88%	0.50%
ROAE	4.68%	7.81%	4.35%

**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 gran mayoría 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, medidas tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo (FCO) . 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, en al cierre del período fiscal 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

[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.

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, US$10.3 millones en junio 2019. Estas capitalizaciones les permitirían 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]. El Emisor se encuentra en incumplimiento del mismo, motivo por el cual los inversionistas les han aprobado dispensa hasta finales del 2018, la misma que fue extendida para el período fiscal 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 31 de marzo de 2019, según datos de Autoridad de los Servicios Públicos, Panamá tenía una capacidad instalada de 3,361.55 MW, de los cuales 51% 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 0.19% 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 0.59%

El tipo de generación fluctúa según la temporada seca que contempla de diciembre hasta marzo y la estación lluviosa, la cual habitualmente va desde abril hasta diciembre. En línea con lo anterior, y producto de factores externos de naturaleza hidrológica afectados por los cambios climáticos, la temporada seca se ha extendido hasta el segundo trimestre 2019, lo que ha impactado la generación de energía a través de hidroeléctricas a nivel nacional. En ese sentido, al 31 de marzo de 2019 se ha producido una disminución de 52.25% en generación de energía con plantas hidroeléctricas en Panamá. Lo anterior, se ve reflejado en los menores volúmenes de energía generados, tanto por HBDT (-46.43% con respecto a marzo 2018) y EMNADESA (-63.15% con respecto a marzo 2018).

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 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.
- ***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

[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.

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

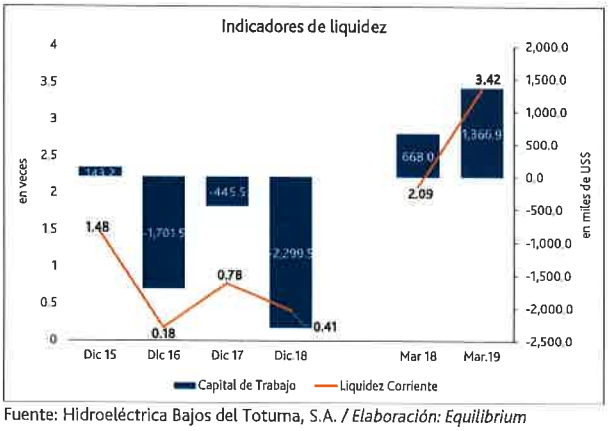
Al cierre fiscal 31 de diciembre de 2018, los activos totales de HBDT presentan un saldo de US$22.7 millones, retrocediendo en 1.85% con respecto a lo registrado al mismo período del año fiscal anterior, producto del efecto combinado de disminuciones en los saldos de cuentas por cobrar (-95.93%), fondo de fideicomiso (-72.83%), efectivo (-77.80%) propiedad, planta y equipo, (-1.95%), los cuales fueron parcialmente contrarrestado por el aumento de cuentas por cobrar a la relacionada EMNADESA (+2465.36%).

La disminución en la cuenta por cobrar se atribuye a la ausencia de PPA de energía con las empresas distribuidoras durante el año 2018. Dado que la venta de energía a las distribuidoras fue reemplazada por la venta de energía a la compañía relacionada EMNADESA, se observa el aumento en las cuentas por cobrar a relacionadas. Sin embargo, cabe resaltar que aun cuando los términos de pago pactados para la compra de energía por parte de EMNADESA es de 30 días, los mismos han sufrido atrasos, dado que debido a la disminución en la generación de las hidros del grupo en el último trimestre a consecuencia de la entrada anticipada de la estación seca y el cierre de la planta de HBDT durante 15 días en el mes de noviembre producto de un derrumbe que afectó las tuberías de la planta, EMNADESA tuvo que recurrir a comprar energía en el spot, utilizando su flujo para pagar como prioridad dichas compras a terceros y extendiendo los pagos a HBDT. El retraso en los cobros de cuentas por cobrar a EMNADESA trajeron como consecuencia una disminución en los saldos de efectivo y en los fondos mantenidos en la cuentas del fideicomiso. Cabe indicar que el Emisor no está obligado a mantener un mínimo nivel en cuenta de reserva para cubrir el servicio de deuda del siguiente trimestre, por lo que existe el riesgo de insuficiencia de fondos en la cuenta de concentración. La disminución en propiedad, planta y equipo es atribuible a la depreciación del periodo.

Al 31 de marzo de 2019 se observa un leve incremento de 0.75% en los activos con respecto a diciembre de 2018, producto del aumento en los saldos en los fondos mantenidos en fideicomiso (+69.57%) y de gastos pagados por anticipado (+170.34%), esto último es producto del pago a pólizas que se realizan a inicio de cada año y se van amortizando. Lo anterior, fue parcialmente contrarrestado por la depreciación de la propiedad, planta y equipo.

A pesar del aumento en activos corrientes, atribuido al incremento en los saldos de cuentas por cobrar a EMNADESA, los indicadores de liquidez disminuyen como resultado del mayor nivel de pasivos corrientes, producto de un aumento de US$2.1 millones en las cuentas por pagar a relacionadas, monto que a su vez proviene principalmente de un financiamiento a corto plazo otorgado por Banistmo a Grupo ENESA para realizar un prepago a la deuda a largo plazo que mantiene el Emisor con Banco Panamá. En ese sentido, a diciembre de 2018 la liquidez corriente disminuye de 0.78 a 0.41 veces, mientras que el capital de trabajo muestra un déficit de US$2.3 millones (-US$445 mil a diciembre 2017).

Al cierre del primer trimestre de 2019, el ratio de liquidez corriente mejora de manera importante a 3.42 veces, producto de la cancelación de la totalidad de la deuda financiera mantenida por el Emisor y el pago del préstamo de US$2.0 millones a la compañía relacionada explicado en el párrafo anterior, mediante la emisión de las Series A y B de bonos garantizados calificada por Equilibrium, realizada el 19 de marzo, ambas con pago *bullet* al vencimiento el 19 de marzo de 2026. Como consecuencia de lo anterior, el Emisor generó un capital de trabajo de US$1.4 millones al 31 de marzo de 2019, el cual duplica el nivel reportado a marzo de 2018, según se observa a continuación:



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

Estructura Financiera y Solvencia

Al 31 de diciembre de 2018, los pasivos del Emisor financian 98.02% de los activos. A dicho período los pasivos totalizan US$22.2 millones, reportando una leve disminución de 0.42% con respecto a diciembre de 2017, producto del menor saldo en cuentas por pagar comerciales. Se observa un aumento de 94.16% en los pasivos corrientes, como resultado de un aumento en las cuentas por pagar a compañías relacionadas, lo cual está relacionado con la amortización extraordinaria de capital realizada por los accionistas para abonar el préstamo a largo plazo que mantenía HBDT con Banco Panamá. Sobre esto último, cabe mencionar que dicha amortización fue por US$2.0 millones, y los fondos se obtuvieron a través de una línea de crédito que mantiene Grupo ENESA con Banistmo. Resulta importante agregar que, dicha amortización a capital tuvo como objetivo cumplir con la solicitud de Banco Panamá de realizar un abono extraordinario al capital del préstamo a largo plazo que mantienen con dicha institución, con el propósito de disminuir la concentración que mantenía el Banco en el Grupo Económico Enesa.

El 82.32% de los pasivos al cierre fiscal 2018 están clasificados como no corrientes, compuestos principalmente por el financiamiento a largo plazo otorgado por Banco Panamá para la construcción de la hidroeléctrica y por cuentas por pagar a accionistas, los cuales representan 50.79% y 29.88% de los activos al cierre fiscal de diciembre 2018, respectivamente (58.51% y 29.33% a diciembre de 2017).

Al 31 de marzo de 2019, los pasivos incrementan un 2.38%, debido al incremento de cuentas por pagar comerciales - compra de energía en el Mercado Ocasional. Durante el primer trimestre 2019 HBDT emitió las Series A y B de Bonos Corporativos Garantizados[5], cuyos montos fueron de US$12.0 millones y US$3.5 millones, respectivamente. Dichos fondos se utilizaron para cancelar la deuda con Banco Panamá (US$13.2 millones), las cuentas por pagar a relacionadas Grupo ENESA (US$2.0 millones) y el excedente (US$300.0 mil) se utilizó para capital de trabajo. Dichas series son calificadas en el presente Informe, para mayor detalle referirse al Anexo II.
Al 31 de marzo los pasivos se componen primordialmente de Bonos por Pagar y cuentas por pagar a accionistas, los cuales financian el 67.23% y 29.66% respectivamente, del total de activos. Las cuentas por pagar accionistas no tienen convenio de pago, fecha de vencimiento, ni devengan intereses. De acuerdo al Prospecto Preliminar del Programa de Bonos, dentro de las Obligaciones de No Hacer, se incluye la no reducción de las cuentas por pagar accionistas registradas en la fecha de emisión de los Bonos Garantizados, siendo este de US$6.8 millones.

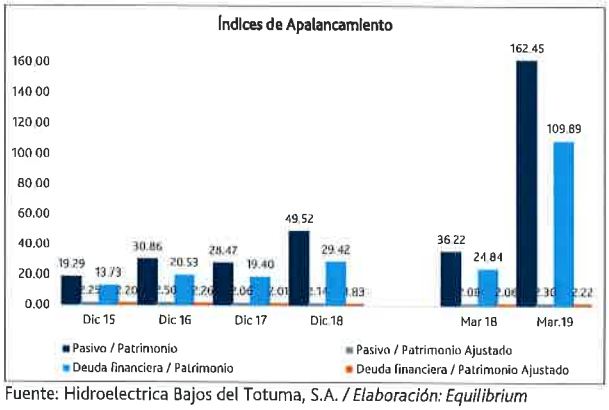
Al 31 de diciembre del 2018, el patrimonio neto del Emisor totaliza US$448.6 mil, reduciéndose un 42.74% con respecto al cierre fiscal 2017, y a su vez disminuyendo su participación como fuente de fondeo de activos al pasar de 3.39% a 1.98%. Lo anterior se debe a que el patrimonio recoge las pérdidas acumuladas (US$1.1 millones) pertenecientes a la etapa preoperativa de construcción de la mini-central (años 2014-2016), las cuales no han logrado ser absorbidas, producto de la baja generación de utilidades en el ejercicio fiscal 2017 (US$43.3 mil), e inclusive generando mayor presión por la pérdida reportada en el período fiscal evaluado (-US$334.8 mil). En ese sentido, las pérdidas acumuladas han absorbido el 75.22% del patrimonio al cierre fiscal 2018. Al respecto, resulta importante mencionar que HBDT estimaba utilidades para dicho cierre fiscal 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), no pudieron cumplir con el presupuesto.

Para el primer trimestre de 2019, el patrimonio neto registra un saldo de US$139.7 mil, disminuyendo en 77.18% con respecto a marzo de 2018. Lo anterior, también está explicado por las pérdidas generadas en el primer trimestre del año, producto de la extensión de la temporada seca, asociado a los factores climáticos, que a su vez ha impactado en la generación de las hidroeléctricas en Panamá. En ese sentido, las pérdidas acumuladas han absorbido el 92% del patrimonio a marzo de 2019. Equilibrium considera que, el patrimonio de HBDT se sitúa en niveles muy ajustados, por lo cual podría existir un riesgo patrimonial, de no lograr reversar la tendencia en las pérdidas.

Con respecto a los niveles de apalancamiento del Emisor, se observa un incremento en los mismos, producto de la disminución en los niveles de patrimonio mencionada previamente. Los indicadores de Deuda Financiera/Patrimonio aumentan de 19.40 a 29.42 veces, mientras que la palanca contable (Pasivo/Patrimonio), aumentan a 28.47 a 49.52 veces. Sin embargo, dado que la cuenta por pagar que mantiene HBDT con sus accionistas no tiene fecha de repago ni contempla pago de intereses, de considerarla como *cuasi capital*, la palanca contable muestra niveles aceptables de 2.14 veces (2.06 veces a diciembre de 2017), así como un ratio de Deuda financiera/Patrimonio ajustado[6] de 1.83 veces (2.01 veces a diciembre de 2017). Al 31 de marzo de 2019, se registra un deterioro significativo en los indicadores de apalancamiento financiero y contable, al situarse en 109.89 veces y 162.45 veces, respectivamente. De realizar el mismo ejercicio con las cuentas por pagar a

[5] El 19 de marzo de 2019 se emitieron las Series A y B de Bonos Garantizados
[6] Patrimonio ajustado= Patrimonio neto + cuentas por pagar a accionistas

accionistas, los ratios se ubicarían en 2.22 y 2.30 veces, respectivamente, tal y como se observa a continuación:



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 diez veces, como consecuencia de la retención de utilidades, no obstante dichos niveles se consideran elevados. Al respecto, de realizarse el ejercicio contemplando el patrimonio ajustado, la palanca resultaría un indicador inferior a dos veces, situándose en niveles adecuados. 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 Garantizados en circulación a un monto máximo de US$16.0 millones, al igual que restringe la adquisición de nueva deuda financiera.

Cabe agregar que, el Emisor requiere del cumplimiento de resguardos financieros para la emisión de la Series A y B de Bonos Garantizados, cuyo cumplimiento debe validarse de manera trimestral a partir de junio 2019. En ese sentido, los resguardos contemplan mantener en todo momento una Cobertura de Intereses (EBITDA/Gastos de intereses) mínima de 1.75 veces Por otro lado, deben mantener en todo momento una relación mínima de (patrimonio total + cuentas por pagar a accionistas) / total de activos de 30.00%. Adicionalmente, el Emisor debe mantener en todo momento una Cobertura de Garantías mínima a 1.00 veces, relación que fue validada en la Certificación del Fiduciario, indicándose una cobertura de 1.15 veces al 20 de junio de 2019. De acuerdo a las proyecciones recibidas, el covenant de cobertura de intereses con EBITDA no se estaría cumpliendo para este año 2019.

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

A pesar de un aumento en los volúmenes de energía generada por HBDT al cierre fiscal de diciembre 2018, y disminuciones tanto en los gastos operativos y financieros, el Emisor reporta una pérdida importante debido a menores ingresos percibidos por la venta de energía.

Aún cuando los volúmenes de energía generados por HBDT aumentaron en un 3.12% (de 23.9MWh a diciembre de 2017 a 24.7 MWh a diciembre de 2018), los ingresos por venta de energía disminuyen 28.05% de US$2.9 a US$2.0 millones, debido a que en el año 2018 el 100% de la energía generada por HBDT fue 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 ese sentido, el Emisor no generó el volumen de energía que mantenían proyectado y que a su vez, contrarrestaba la baja en precios.

En línea con lo anterior, a diciembre de 2018, el 87.16% del total de ingresos de HBDT provienen de la venta de energía a su compañía relacionada EMNADESA y el 12.85% restante a la ventas de potencia a las compañías distribuidoras mencionadas anteriormente y al mercado spot, mientras que para el año 2017 aproximadamente la mitad de los ingresos provenían de la venta de energía y potencia a las distribuidoras y lo restante a venta de energía a EMNADESA.

Al 31 de diciembre de 2018, se registran costos de energía que corresponden a compras en el mercado spot por US$34.6 mil, estos disminuyen un 81.86% respecto al mismo período del año anterior, debido a que en el período 2018 HBDT ya no mantiene PPA's por lo cual no requiere comprar energía en el mercado spot, dado que el único contrato que mantienen para la venta de energía es con la compañía relacionada EMNADESA, el cual contempla venderle el excedente de la energía que generen. .Lo anterior, mitiga parcialmente la disminución reflejada en los ingresos, aportando de manera positiva al margen bruto que resulta en 98.27% (93.14% a diciembre de 2017).

Los gastos operativos reportan un saldo de US$1.3 millones, un 14.66% inferior a lo registrado a diciembre de 2017, explicado principalmente por menor saldo en honorarios profesionales así como 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$542.8 mil y absorbe un 27.1% de los ingresos de la empresa. Dicho monto incluye un gasto de amortización anual de US$19.0 mil relacionado a la concesión del uso de agua (reportada como activo intangible), por la cual los accionistas originales pagaron US$950 mil, cuyo saldo al 31 de diciembre de 2018, es de US$706.2 mil.

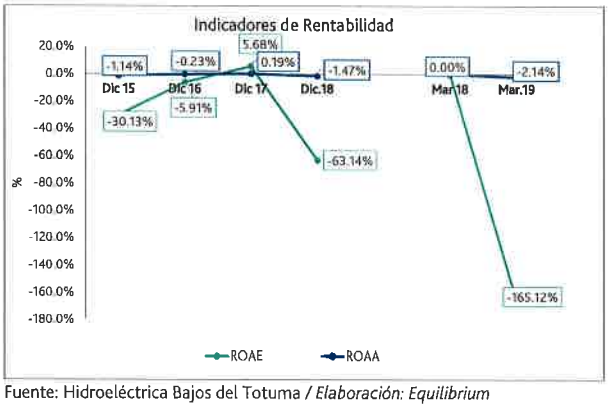
Por su parte, los gastos financieros reportados absorben el 49.40% de los ingresos y totalizan US$989.0 mil, reduciéndose en un 1.27% respecto a diciembre de 2017. Lo anterior obedece a que el emisor amortizó US$2.0 millones de la deuda bancaria que mantiene con Banco Panamá, contra cuentas por pagar a relacionadas ENESA, cuyos fondos a su vez provienen de una línea de crédito global que mantiene el grupo económico con Banistmo, no obstante HBDT tuvo que pagar los gastos por intereses a su relacionada, no obstante, dicha tasa es inferior a la que mantienen en el préstamo con Banco Panamá. Cabe indicar que, dicho saldo fue cancelado con la emisión de la Serie A.

Para el primer trimestre de 2019, los ingresos retroceden un 41.00% con respecto al primer trimestre de 2018. Lo anterior, recoge los bajos volúmenes de energía generados a marzo 2019 (2,824 MWh en marzo 2019 vs 5,272 MWh en marzo 2018), lo que equivale a una disminución de generación de energía de 46.43% entre períodos

interanuales. Dicha situación es producto en mayor medida a factores externos de naturaleza hidrológica que han afectado la generación de energía a través de hidroeléctricas en todo el país, cuya generación a niveles nacional se reduce un 52.25% al primer trimestre de 2019.

En cuanto a los gastos administrativos al corte de marzo 2019, se continúa destacando los esfuerzos del Emisor por controlar los gastos operativos, los mismos que logran reducir un 13.27% con respecto a marzo de 2018. Para dicho corte, la depreciación absorbió el 32.13% de los ingresos. Por otro lado, los gastos por intereses aumentan un 9.68% producto de las tasas de las nuevas emisiones (7.00% - Serie A), las cuales son mayores a la que se mantenía con el préstamo cancelado en Banco Panamá (6.50%).

Producto de la pérdida generada, los indicadores de rentabilidad promedio del activo y el patrimonio anualizados (ROAA y ROAE, respectivamente) muestran niveles negativos, 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$1.2 millones a diciembre de 2018 (US$1.6 millones a diciembre de 2017), exhibiendo un margen de 59.33%. El EBITDA logra cubrir los gastos financieros en 1.20 veces, mientras que no logra cubrir el servicio de deuda al situarse en 0.44 veces, coberturas que se ajustan entre períodos fiscales producto del bajo resultado operativo obtenido (1.58 veces y 0.59 veces, respectivamente a diciembre de 2017). Para el corte de marzo 2019, HBDT registró un EBITDA de 93.6 mil, de anualizarlo el EBITDA logra cubrir en 1.13 veces el servicio de deuda, el cual comprende únicamente los gastos financieros, dado que las emisiones de Bonos tienen pago bullet al vencimiento.

El FCO se continúa situando en terreno negativo, siendo de US$517.8 mil a diciembre 2018 (-US$169.0 mil a diciembre 2017), producto de las pérdidas generadas, aunado al aumento en las cuentas por cobrar a relacionadas. 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$471.2 mil, aunque inferior a los US$832.7 mil obtenidos en diciembre de 2017. Las coberturas que brinda el FCO a los gastos financieros y el servicio de deuda, se mantienen inferiores a 1.0x.

HIDROELÉCTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (En Miles de Dólares)	Dic.15	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Efectivo	82	154	152	34	50
Cuentas por cobrar	-	719	403	29	3
Fondo de fideicomiso de uso específico	-	449	484	135	231
Adelantos a proveedores	354	-	-	-	-
Gastos pagados por adelantado	3	205	167	238	451
Cuentas por cobrar a relacionadas	-	46	69	1,184	1,188
Otros activos	1	5	5	8	9
Total Activo Corriente	**439**	**1,577**	**1,280**	**1,628**	**1,932**
Propiedad, planta y equipo, neto	17,561	20,729	20,717	20,326	20,195
Activos intangibles, neto	763	725	720	706.2	701.42
Fondo de fideicomiso de uso específico	-	59	59	3	3
Total Activo No Corriente	**18,324**	**21,513**	**21,496**	**21,035**	**20,899**
TOTAL ACTIVOS	18,764	23,091	22,776	22,663	22,832

PASIVOS	Dic.15	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Obligaciones financieras de corto plazo	-	-	-	-	-
Porción corriente de la deuda de largo plazo	-	1,689	422	1,689	-
Cuentas por pagar comerciales	296	262	138	13	87
Cuentas por pagar a relacionadas	-	62	39	2,210	451
Gastos acumulados por pagar	-	10	13	15	27
Rentenciones a contratistas	-	-	-	-	-
Total Pasivo Corriente	**296**	**2,023**	**612**	**3,928**	**565**
Obligaciones financieras	12,702	13,511	14,778	11,511	-
Bonos por pagar					15,350
Cuentas por pagar a accionistas	4,840	6,771	6,771	6,771	6,771
Prima por antigüedad	-	2	3	4	5
Total Pasivo No Corriente	**17,543**	**20,284**	**21,552**	**18,287**	**22,127**
TOTAL PASIVO	17,839	22,307	22,164	22,214	22,692
Capital social	1,810	1,810	1,810	1,810	1,810
Resultados acumulados	(710)	(1,070)	(1,042)	(1,027)	(1,361)
Resultado del ejercicio	(176)	43.0	(156)	(335)	(307)
Impuesto Complementario	-	-	-	-	(2)
TOTAL PATRIMONIO NETO	925	783	612	449	140
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	18,764	23,091	22,776	22,663	22,832

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES En Miles de Dólares	Dic.15	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Ingresos por generación de energía	-	2,783	422	2,002	249
Costo de energía	-	(191)	(9)	(35)	(7)
RESULTADO BRUTO	**-**	**2,592**	**412**	**1,967**	**242**
Honorarios Profesionales	(156.3)	(397.5)	(60)	(195.8)	(32)
Gastos de Personal		(237.7)	(54)	(249.1)	(62)
Alquileres		(54.8)	(1)	(2.9)	-
Reparación y mantenimiento	-	(114.4)	(26)	(97.1)	(12)
Seguros		(108.2)	(20)	(105.4)	(25)
Otros Gastos	-	(96.0)	(31)	(129.3)	(18)
Depreciación y amortización	(19.3)	(541.0)	(136)	(542.8)	(136)
RESULTADO OPERATIVO	**(176)**	**1,042**	**85**	**645**	**(42)**
Ingresos financieros	-	-			
Gastos Financieros	-	(1,001.7)	(243)	(989.0)	(267)
Otros Ingresos/Gastos	-	3	2	9	1
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	**(176)**	**43**	**(156)**	**(335)**	**(307)**
Impuesto a las ganancias	-	-	-	-	-
RESULTADO NETO	(176)	43	(156)	(335)	(307)

HIDROELÉCTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
SOLVENCIA					
Pasivo / Patrimonio	19.29	28.47	36.22	49.52	162.45
Deuda Financiera / Pasivo	0.71	0.68	0.69	0.59	0.68
Deuda Financiera / Patrimonio	13.73	19.40	24.84	29.42	109.89
Pasivo / Activo	0.95	0.97	0.97	0.98	0.99
Pasivo Corriente / Pasivo total	0.02	0.09	0.03	0.18	0.02
Pasivo No Corriente / Pasivo total	0.98	0.91	0.97	0.82	0.98
Deuda Financiera / EBITDA	-81.27	9.60	8.57	11.11	14.46
LIQUIDEZ					
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	1.48	0.78	2.09	0.41	3.42
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos Pagad	0.28	0.68	1.82	0.35	2.62
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.28	0.08	0.25	0.01	0.09
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	143	-445	668	-2,299	1,367
GESTIÓN					
Gastos operativos / Ingresos	-	14.29%	14.34%	12.44%	7.64%
Gastos financieros / Ingresos	-	36.00%	57.61%	49.40%	63.19%
Días promedio de Cuentas por Cobrar	-	57	17	151	59
Días promedio de Cuentas por Pagar	-	-	-	-	-
RENTABILIDAD					
Margen bruto	-	93.14%	97.75%	98.27%	57.46%
Margen operativo	-	37.45%	20.05%	32.22%	-9.93%
Margen neto	-	1.56%	-37.05%	-16.72%	-72.82%
ROAA	-1.14%	0.19%	ND	-1.47%	-2.14%
ROAE	-30.13%	5.68%	ND	-63.14%	-165.12%
GENERACIÓN					
FCO	-160	69.0	129	-517.8	-275
FCO anualizado	-160	69	N.A.	-518	-922
EBITDA	-156	1,583	220	1,188	94
EBITDA anualizado	-156	1,583	1,774	1,188	1,061
Margen EBITDA	-	56.89%	52.19%	59.33%	37.63%
COBERTURAS					
EBITDA / Gastos financieros*	0.00	1.58	1.86	1.20	1.13
EBITDA / Servicio de deuda*	0.00	0.59	1.29	0.44	1.13
FCO + Gastos Financieros / Gastos financieros*	0.00	0.83	N.A.	0.48	0.10
FCO + Gastos Financieros / Servicio de deuda*	0.00	0.31	N.A.	0.18	0.10

**Anualizado*

ANEXO I

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

Instrumento	Calificación Anterior* (Al 30.09.18)	Calificación Actual (Al 31.03.19)	Definición de Categoría Actual
Programa Rotativo de Bonos Corporativos Garantizados y Bonos Subordinados No Acumulativos **Serie A** **(Hasta por US12.0 millones)**	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)**	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.

**Sesión de Comité del 12 de marzo de 2019*

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 31.03.2019

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

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

Directorio al 31.03.2019

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 31.03.2019

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.