HBDT
HIDROELÉCTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

Apartado: 0823-005518 Panamá
Tel: (507) 264-4096
E-mail: info@enesa.com.pa

Panamá, 2 de marzo de 2022

Señores
Bolsa Latinoamérica de Valores
Avenida Federico Boyd, Edificio BVP
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación HIDROELECTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

Estimados:

Por medio de la presente, informamos a la Bolsa Latinoamericana de Valores, antes Bolsa de Valores de Panamá que el Comité de Calificación de Pacific Credit Rating (PCR) se reunió el día 21 de enero de 2022 para tratar la Calificación de la Empresa y Bonos Corporativos de HIDROELECTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A, en la cual se decidió mantener la calificación de BBB con perspectiva estable.

Sin más que agregar, procedemos a remitir el citado Informe de Calificación que se explica por sí solo.

Sin otro particular, quedamos de usted.

Monique de Roux
Directora Financiera y Administrativa

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A.
Programa Rotativo de Bonos Corporativos Garantizados y Bonos Subordinados No Acumulativos

Comité No. 08/2022

Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2021	Fecha de comité: 21 de enero de 2022
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Energético/Panamá

Equipo de Análisis

Mildred Sánchez
msanchez@ratingspcr.com

Donato Rivas
drivas@ratingspcr.com

(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información	dic-19	dic-20	jun-21
Fecha de comité	18/09/2020	03/09/2021	21/01/2022
Bonos Corporativos Garantizados	PABBB	PABBB	PABBB
Bonos Subordinados No Acumulativos	PABB+	PABB+	PABB+
Perspectiva	Estable	Estable	Estable

Significado de la calificación

Emisiones. Categoría BBB: Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.

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

Con el propósito de diferenciar las calificaciones domesticas de las internacionales, se ha agregado una (PA) a la calificación para indicar que se refiere sólo a emisores/emisiones de carácter domestico a efectuarse en el mercado panameño. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la clasificación alcanzada entre las categorías AA y B.

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La clasificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora.

Racionalidad

La calificación se fundamenta en el incremento de ingresos por generación de energía que le permite una adecuada cobertura de sus obligaciones y las garantías bajo fideicomiso pertenecientes a los Bonos Corporativos Garantizados. También toma en consideración el respaldo de EMNADESA Holding que, a su vez, pertenece a Energía Natural, S.A. de la multinacional Tropical Energies Corp.

Perspectiva

Estable.

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada a Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

- **Incremento en ingresos.** A junio 2021, Hidroeléctrica Bajos del Totuma tuvo ingresos por generación de energía por B/.733.1 miles (+37.33%) reflejando un incremento de B/.199.3 miles con respecto a junio 2020 (B/.533.8 miles). El incremento en los ingresos se deriva a que lograron generar más energía durante el período de análisis. Los ingresos se conforman de 99.6% de contratos con clientes y 0.4% de ingresos por mercado ocasional. Por el contrario, los costos de energía representan la compra de energía y potencia, y se situaron en B/.24.3 miles (+2.99 veces) reflejando un aumento de B/.18.2 miles en comparación a junio 2020 (B/.6.1 miles). Por lo tanto, el margen

bruto totalizó B/. 708.9 miles (+34.32%) mostrando una mejora de B/.181.1 miles interanualmente (junio 2020: 527.8 miles).

- **Crecimiento de la utilidad neta.** La empresa continúa aprovechando las sinergias y el know how de la plana gerencia de EMNADESA, lo que le permite a la institución registrar indicadores de eficiencia históricamente bajos a raíz de la sinergia con el Grupo Económico, reduciendo los gastos de personal a aquellos derivados estrictamente de la planta de energía hidroeléctrica. A la fecha de análisis, el índice de eficiencia se situó en 6.9% siendo menor al año anterior junio 2020 (10.1%), mostrando una mejora. La utilidad neta muestra una recuperación importante en comparación a junio 2020 (-B/.501.8 miles) y también con respecto a diciembre 2020 (-B/.822.6 miles), situándose en B/.1.3 miles. Por lo tanto, los indicadores de rentabilidad anualizados se sitúan para el período de análisis en ROAA[1]: -1.48% y ROAE[2]: -13.20 veces, comparado a los presentados en junio 2020: ROAA: -1.18 y ROAE: -75.08%.

  Mejores niveles de solvencia y adecuada liquidez. El índice de solvencia patrimonial se situó en 0.1% siendo menor al año anterior (junio 2020: 1.6%), como resultado de la contracción en el patrimonio (-92.97%) por el incremento en el déficit acumulado (+12.99%) ante el decremento en menor proporción del activo (-1.2%). Es importante indicar que, con respecto a diciembre 2020, se observa un decremento en el déficit acumulado (-0.05%) como muestra de recuperación de la hidroeléctrica ante los efectos de la tormenta IOTA. Asimismo, el indicador de endeudamiento patrimonial se ubicó en 893 veces (62.6 veces en junio 2020), derivado de la disminución en patrimonio (-92.97%). Con respecto a liquidez inmediata, el indicador se situó en 2.5 veces situándose por arriba del período anterior (junio 2020: 81.8%) y el indicador de liquidez se ubicó en 4.56 veces siendo inferior a junio 2020 (11.25 veces). El indicador de liquidez se situó en 4.6 veces, mostrando una reducción de 6.7 veces con respecto al año anterior (junio 2020: 11.3 veces) como consecuencia del incremento en mayor proporción del activo corriente (+49.75%) ante el aumento en el pasivo corriente (+2.69 veces). El indicador de liquidez inmediata se ubicó en 2.5 veces mostrando un incremento interanual (junio 2020: 81.8%). Por lo tanto, la hidroeléctrica muestra buena capacidad para cubrir con sus obligaciones.

- **Cobertura ajustada.** A junio 2021 la cobertura del EBITDA sobre sus gastos financieros se sitúa en 1.79, cubriendo la totalidad de sus costos financieros y esto como resultado principal del alza en ingresos en consecuencia de mayor generación de energía. Según las proyecciones dadas por la hidroeléctrica, para el año 2021 se vería una cobertura bastante mejorada situándose en 1.76 y dependiendo de que sus contratos se cumplan a cabalidad. Por su parte, el EBITDA proyectado cubre en promedio 1.76 veces los gastos financieros y la relación de la deuda neta frente al EBITDA se mantiene estable a partir del 2020 producto de la estructura del pago de capital de la emisión de bonos.

- **Garantías de la emisión de los Bonos Corporativos Garantizados.** La emisión de bonos por B/. 32 millones concede un máximo de Bonos Garantizados por B/. 16 millones, de los cuales, a la fecha de análisis, se han emitido B/. 15.45 millones. Las garantías de los bonos constan de los derechos sobre el contrato de hipoteca de las tres fincas en cuestión y los contratos de suministro de energía, además de derechos prendario sobre los bienes pignorados, además de la fianza solidaria por parte del Grupo EMNADESA y el resto de los bienes que produzcan los bienes fiduciarios.

- **Respaldo de EMNADESA Holding.** Hidroeléctrica Bajos de Totuma (HBDT) forma parte de EMNADESA Holding quien a su vez es propietaria de dos plantas hidroeléctricas Bugaba I y Bugaba II, de 4.9MWh y 5.7MWh, respectivamente y de una Central Fotovoltaica de 2.4 MW.

Factores Clave

Factores que podrían mejorar la calificación:

- Continuidad en el crecimiento de los ingresos por generación de energía, acompañado del manejo eficiente de los costos y gastos de personal que le permitan continuar con el crecimiento en la utilidad neta.

Factores que podrían desmejorar la calificación:

- Externalidades negativas ambientales que no le permitan el adecuado funcionamiento de la planta e impacten en sus ingresos y por ende en la utilidad neta.

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

- Limitaciones encontradas: La calificación se encuentra limitada por la renovación de los contratos con su matriz, que le permiten tener un margen suficiente para cubrir adecuadamente sus pagos. Asimismo, se limita la calificación al soporte del Grupo económico principal, Tropical Energies Corp.; en caso de no mantenerse algunas de éstas dos la calificación podría variar.
- Limitaciones potenciales (Riesgos Previsibles): Existe el riesgo latente por la pandemia COVID-19, en caso de que el gobierno solicite periodos extendidos de cuarentena en el país, reduciendo el dinamismo de la economía y las variaciones en el precio de la energía en el mercado spot.

[1] Fórmula de cálculo PCR: $\frac{\text{ganancia diciembre} - \text{ganancia período anterior} + \text{ganancia período en curso}}{\text{Activo}}$

[2] Fórmula de cálculo PCR: $\frac{\text{ganancia diciembre} - \text{ganancia período anterior} + \text{ganancia período en curso}}{\text{Patrimonio}}$

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Calificación de riesgos de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores con fecha 09 de diciembre de 2017 y la metodología de calificación de riesgo para empresas holding con fecha 09 de enero de 2019.

Información utilizada para la calificación

- **Información financiera:** Estados Financieros de EMNADESA Holding, S.A. auditados al 31 de diciembre 2020. Estados Financieros de Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. auditados al 30 de junio 2021.
- **Emisión:** Suplemento de la emisión.

Hechos relevantes

- El 07 de mayo del 2021 se notifica la redención anticipada de la totalidad de la serie A y B de los Bonos Corporativos autorizados mediante resolución SMV No. 339-18 de 02 de agosto de 2018, los cuales vencen el 19 de marzo de 2026.
- El 18 de mayo del 2021 se notifica al público inversionista el cambio de puesto de bolsa a GENEVA ASSET MANAGEMENT, S.A. en referencia a los Bonos Corporativos (los "Bonos") por un valor nominal de hasta Treinta y Dos Millones de dólares (US$32,000,000.00), moneda legal de los Estados Unidos de América, que HIDROELÉCTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A. registró para su oferta pública ante la Superintendencia del Mercado de Valores, en virtud de la resolución SMV No.339-18 de 02 de agosto de 2018.
- El 15 de junio del 2021 se notifica al público inversionista que el emisor HIDROELÉCTRIA BAJOS DEL TOTUMA, S.A. tiene la intención de modificar los términos y condiciones del PROGRAMA ROTATIVO DE BONOS CORPORATIVOS Y BONOS SUBORDINADOS NO ACUMULATIVOS por un monto de has US$32,000,000.00 registrados antes la Superintendencia del Mercado de Valores, tal como consta en la Resolución SMV No.339-18 de 02 de agosto de 2018.
- El 15 de junio del 2021 se notifica el formulario R-MOP a los tenedores acerca de la modificación a los términos y condiciones del PROGRAMA ROTATIVO DE BONOS CORPORATIVOS Y BONOS SUBORDINADOS NO ACUMULATIVOS.
- El 27 de julio del 2021 se notifica registrar la modificación a los términos y condiciones del Programa Rotativo de Bonos Corporativos y Bonos Subordinados No Acumulativos por un monto de hasta US$32,000,000.00 registrado mediante la Resolución SMV No.339-18 de 02 de agosto de 2018 de la sociedad Hidroeléctrica Bajos del Totuma.

Contexto Económico

Se prevé que a finales del año 2021 la economía mundial se expandirá un +5.6%, siendo este el ritmo posterior a una recesión económica más acelerado en los últimos 80 años debido en gran medida al fuerte repunte de algunas economías principales. Según las perspectivas del Banco Mundial a junio de 2021, muchos mercados emergentes y en vías de desarrollo seguirán luchando contra los efectos adversos de la pandemia COVID-19. A pesar de la reactivación económica, se espera que la producción mundial presente una reducción interanual alrededor de 2.0%, siendo inferior a las proyecciones realizadas antes de la pandemia. Para 2022 las pérdidas de ingresos per cápita no se habrán revertido para aproximadamente dos tercios de los mercados emergentes y economías en desarrollo. Entre las economías de ingreso bajo, en donde la vacunación se ha retrasado, los efectos de la pandemia han anulado los logros obtenidos en materia de reducción de la pobreza y han agravado la inseguridad y otros problemas de largo plazo.

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI) Las recientes presiones sobre los precios en gran parte reflejan la inusual evolución relacionada con la pandemia y los desajustes transitorios entre la oferta y la demanda. Se prevé que la inflación regrese a los rangos que se registraban antes de la pandemia en la mayoría de los países en 2022 una vez que estas perturbaciones vayan quedando reflejadas en los precios, pero persiste una gran incertidumbre. También se prevé que la inflación sea elevada en algunas economías emergentes y en desarrollo, debido en parte al alto nivel de los precios de los alimentos. Los bancos centrales examinan detenidamente las presiones transitorias sobre la inflación con el fin de evitar un endurecimiento de las políticas hasta que se tenga una idea más clara de la dinámica subyacente de los precios. La comunicación clara por parte de los bancos centrales sobre las perspectivas de la política monetaria es fundamental para conformar las expectativas de inflación y salvaguardarse de un endurecimiento prematuro de las condiciones financieras. No obstante, existe el riesgo de que las presiones transitorias se vuelvan más persistentes y los bancos centrales posiblemente necesiten tomar medidas preventivas.

Para la región de América Latina y el Caribe, según La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), se estima un crecimiento promedio para la región en 2021 a 5.2%, cifra que denota un rebote desde la profunda contracción de 6,8% registrada en 2020 como consecuencia de los efectos adversos producidos por la pandemia de COVID-19. Sin embargo, según lo indicado por la Organización de las Naciones Unidas (ONU), esta expansión no alcanzará para asegurar un crecimiento sostenido ya que los impactos sociales de la crisis y los problemas estructurales de la región se han agudizado y se prolongarán durante la etapa de recuperación. El Banco Mundial indica que la región de América Latina y el Caribe es la más afectada por la pandemia COVID-19, causando un impacto a largo plazo sobre las diferentes economías. a pesar del fuerte impacto, se prevé una mejora en las perspectivas económicas para América Latina y el Caribe este año. Tras una caída del Producto Interno Bruto regional del 6,7% (excluyendo Venezuela) registrada en 2020, se espera una vuelta al crecimiento de un 4,4% en 2021.

A junio 2021, el índice mensual de actividad económica (IMAE) registro un crecimiento de +21.91%, en comparación de junio 2020. De igual manera, el índice mensual de actividad económica (IMAE) acumulado de enero a junio 2021, presentó un aumento de +4.85% en comparación del mismo periodo del año 2020. Esto representa un comportamiento positivo en la economía panameña, mostrando un proceso de recuperación tras el impacto de la pandemia COVID-19.

En ese sentido, los sectores económicos que presentaron un incremento fueron la pesca (+15.3%), explotación de minas y canteras (+71.2%) y las actividades de servicios sociales y de salud privada (+4.6%). Por otra parte, muchos sectores continuaron con una tendencia negativa dentro de los cuales se pueden destacar los siguientes: hoteles y restaurantes (-54.9%), otras actividades comunitarias, sociales y personales (-48.4%), construcción (-35.1%), hogares privados con servicio doméstico (-20.7%), actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (-20.4%) y transporte, almacenamiento y comunicaciones (-10.6%). Bajo esta misma tendencia, pero en menor proporción se presentan los siguientes sectores: suministro de electricidad, gas y agua (-8.6%), enseñanza privada (-7.1%), intermediación financiera (-4.3%) comercio por mayor y al por menor (-3.4%) e industrias manufactureras (-2.5%).

La economía panameña sufrió una pronunciada contracción, registrando una caída en la producción de 17.9% en 2020, derivado de las estrictas medidas de contención y restricciones a la movilidad para combatir la pandemia. No obstante, la reactivación de la economía global y políticas macroeconómicas favorables han contribuido a la recuperación económica. El panorama para 2021 es optimista, aunque ante la continua incertidumbre mundial, particularmente a causa del surgimiento de nuevas cepas de COVID-19, existe el riesgo de una tendencia negativa. Como cobertura en contra de estos potenciales factores y riesgos externos, Panamá solicitó una línea de precaución y liquidez por dos años, la cual fue aprobada por la junta directiva del FMI en enero de 2021, por un monto equivalente a 500.0% de la cuota o US$2.7 mil millones. La prioridad del gobierno es proteger las vidas y salud de la población mediante un programa de vacunación que facilite la sostenibilidad de la reapertura económica y darle continuidad a las políticas públicas que permitan estimular la recuperación económica y a reforzar las reformas sociales para garantizar un crecimiento sostenible e incluyente.

Contexto Sector

Hasta el año 1961, el servicio eléctrico de Panamá fue brindado por el sector privado, sin embargo, la creación del Instituto de Recursos Hidráulicos y Electrificación (IRHE) concentró principalmente en manos estatales las actividades del sector eléctrico. Fue hasta finales de la década de los 1990s que se permitió nuevamente la participación parcial del sector privado en la generación eléctrica.
La distribución de energía eléctrica en Panamá está a cargo de tres empresas concesionarias:

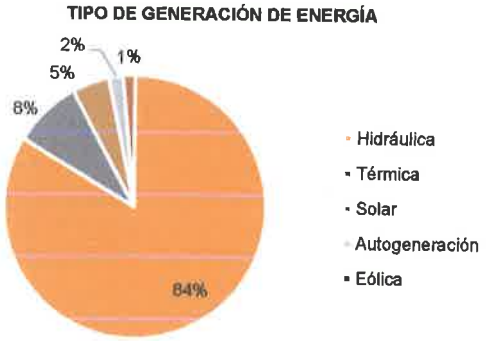
- Empresa de distribución Eléctrica Metro Oeste, S.A (EDEMET)
- Elektra Noreste, S.A. (ENSA)
- Empresa de distribución eléctrica Chiriquí, S.A. (EDECHI)

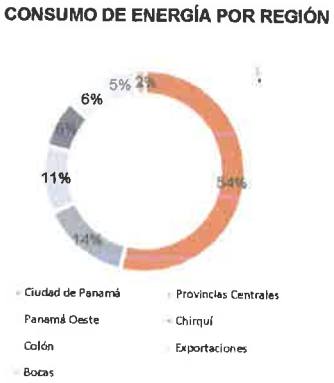
PARTICIPANTES DEL MERCADO ENERGÉTICO PANAMEÑO

TIPO DE PARTICIPANTE
Participantes Productores
Generador, Autogenerador, Cogenerador e Interconexión Internacional
Participantes Consumidores
Distribuidor, Gran Cliente.
Transportista (Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. – ETESA)

Fuente: Centro Nacional de Despacho de Panamá / **Elaboración:** PCR

Durante el año 2021, la capacidad instalada del sector fue de 3,242.5 MW, siendo menor a los 3,517.12 MW presentados en el 2020. Durante el mes de junio de 2021, la generación total fue de 937,940.57 MWh, de la cual el 8.5% fue aportada por las plantas térmicas, el 83.6% por las plantas hidráulicas, el 1.6% por las plantas eólicas, el 1.8% a la autogeneración y el 4.6% restante por plantas solares. Por otra parte, el mayor consumo de energía del país a junio de 2021 se concentró en la Ciudad de Panamá con un 53.7%, seguido de las Provincias Centrales con un 14.3%, Panamá Oeste con 10.8%, Chiriquí con 7.7%, Colón con 6.2%, exportaciones de energía con 5.5% y por último Bocas con 1.8%.





Fuente: Centro Nacional de Despacho de Panamá. / **Elaboración**: PCR

La generación real de energía de junio de 2021[3] fue de 892.11 GWh, situándose un -3.8% por debajo de la generación estimada (925.87 GWh), sin existir ninguna violación de la reserva rodante. El costo de operación diario del sistema se situó dentro de un rango USD 288 mil y USD 911.2 durante el mes de junio, presentando una desviación entre el costo de operación estimado y real fue 29.16%. Por otra parte, el costo marginal promedio ponderado para el período de análisis se situó en B/. 69.3 MWh, alcanzando su máximo valor de B/. 89.31 MWh y el valor mínimo de B/.38.97 MWh.

Análisis de la institución

Reseña

Hidroeléctrica Bajos Totuma, S. A. es una sociedad anónima legalmente constituida conforme a las leyes de la República de Panamá. La compañía posee una concesión para la construcción, mantenimiento y explotación de la central hidroeléctrica que se denomina Bajos del Totuma, aprovechando las aguas del Río Colorado, situado en el Corregimiento de Volcán, Distrito de Bugaba, Provincia de Chiriquí, para disponer de una potencia nominal instalada de 3.36 MW. Esta concesión es por cincuenta (50) años que termina en julio de 2060 y puede ser prorrogada por un período de hasta cincuenta (50) años, previa solicitud del concesionario al ente regulador, ASEP. 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 13 de agosto de 2013 (Adenda No.4) la capacidad de generación fue aumentada a 6.3MW.

Hasta el 7 de diciembre de 2016, la Compañía era una subsidiaria poseída en un 60% por Stern Hydro, Inc. y 40% por Cafetales, S. A., y en esa fecha Cafetales, S. A. adquirió el 100% de las acciones de la Compañía. El 8 de mayo de 2017, Cafetales, S. A. dona, cede y traspasa a título gratuito el 100% de las acciones emitidas, liberadas, pagadas y en circulación de la Compañía a la sociedad EMNADESA Holding. La última entidad controladora es Tropical Energies Corp., propietaria de Energía Natural, S.A. (ENESA) tenedora del 75% de las acciones de EMNADESA Holding.

Gobierno Corporativo

A junio 2021, el capital en acciones se encuentra conformado por 500 acciones comunes autorizadas, sin valor nominal todas pagadas, emitidas y en circulación que totalizan B/.2,810,000. La composición accionaria está conformada por un solo accionista, EMNADESA Holding, que a su vez está conformada por dos accionistas (ENESA) Energía Natural, S.A. con el 75% de las acciones y Cafetales, S.A. con el 25%:

HIDROELÉCTRICA BAJOS DE TOTUMA, S.A.

Accionistas	Participación
Emnadesa Holding	100%

EMNADESA HOLDING

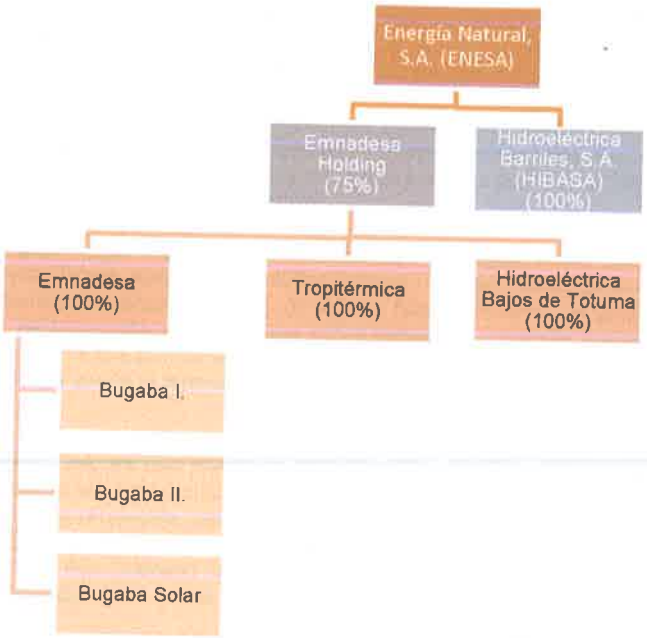
Accionistas	Participación
ENESA	75%
Cafetales	25%

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Hidroeléctrica Bajos de Totuma es una subsidiaria de EMNADESA Holding quien a su vez es propietaria de Tropitérmica, una planta térmica de respaldo, así como de EMNADESA, propietaria de dos plantas hidroeléctricas Bugada I y Bugada II, además de una planta de energía solar, Bugada Solar. Por su lado, EMNADESA Holding es, en un 75%, propiedad de Energía Natural, S.A. (ENESA) que, a su vez, tiene una participación accionaria del 66.09% de la empresa de distribución de gas Tropigas, propiedad de Tropical Energies Corporation.

[3] Información recuperada del informe mensual de operaciones a junio de 2021 del Centro Nacional de Despacho.

ORGANIGRAMA DE LA ESTRUCTURA ACCIONARIA



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Producto del análisis efectuado, PCR considera que el grupo Energía Natural, S.A. tiene un nivel de desempeño Óptimo[4] (GC2) respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

ENESA cuenta con accionistas comunes con los mismos derechos, quienes se rigen por el reglamento interno, el cual se encuentra ubicado en Acuerdo de Accionistas firmado el 14 de mayo de 2018. La comunicación con la Junta Directiva y todos los accionistas es llevada a cabo a través de la dirección financiera. Las convocatorias de las Juntas Generales de los accionistas se realizaron cumpliendo el plazo estipulado en el Estatuto, en las cuales se tiene permitido incorporar puntos a debatir por parte de los accionistas, a pesar de que no cuenta con un procedimiento formal. Los accionistas tienen autorizado delegar su voto para las Juntas, contando con un procedimiento formal que consiste el envío de un proxy a la persona en representación, aprobado mediante el Acuerdo de Accionistas celebrado el 14 de mayo de 2018. La última Junta General de los Accionistas fue celebrada el 11 de diciembre de 2019.

Energía Natural, S.A. cuenta con Reglamento del Directorio y este se encuentra establecido en el Acuerdo de Accionistas. Allí se establece que el director independiente debe ser una persona ajena a la administración o el accionariado, con más de 10 años de experiencia en la industria energética y con alto sentido moral. La Entidad realiza seguimiento y control de potenciales conflictos de interés al interior de la organización, mediante controles internos. La empresa no cuenta con herramientas para controlar los posibles riesgos que se presentan. La Entidad cuenta con un área de auditoría interna que reporta al Comité de Auditoría del Directorio. ENESA cuenta con una política de información, pero esta no ha sido aprobada formalmente. Finalmente, el grupo no difunde los avances realizados en temas de gobierno corporativo.

Junta Directiva	
Nombre	**Cargo**
Lorenzo Romagosa Acrich	Presidente / Sub Secretario
Guillermo Romagosa Acrich	Vicepresidente
Guillermo de Roux García de Paredes	Secretario
Lorenzo Romagosa Lassen	Sub Secretario
Juan Manuel Urriola	Director Independiente

Plana Gerencial	
Nombre	**Cargo**
Guillermo de Roux	Director Ejecutivo y Representante Legal
Monique de Roux	Directora Financiera Administrativa y de Recursos Humanos
Egberto Mojica	Jefe de Operación y Mantenimiento
Joel Quejada	Jefe de Contabilidad / Contralor
Abdiel de León	Ingeniero de Proyectos y Mercado Eléctrico

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Responsabilidad Social Empresarial

PCR considera un nivel de desempeño Óptimo[5] para las prácticas de Responsabilidad Social Empresarial de Energía Natural, S.A. El grupo ha identificado a sus grupos de interés como las comunidades (escuelas, universidades, residentes, ambientalistas, entre otros), colaboradores, a través del Programa de Capacitación bimensual; además, el Gobierno a

[4] Categoría GC2, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.
[5] Categoría RSE2, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima

través de la fiscalización que ejercen sus actores varios y las actividades de comunicación sobre sus proyectos de desarrollo sostenible. ENESA cuenta con una estrategia de sostenibilidad alineada a los objetivos corporativos a través de los pilares de la empresa – Ambiente, Educación, Salud y Deporte – y de la Fundación Trenco. La Empresa promueve la eficiencia energética mediante una política de gestión ambiental en desarrollo que considera la gestión de residuos y el cuidado de los recursos naturales, monitoreos de calidad de agua bajo las normativas legales vigentes y su recolección de residuos del Río Escárrea, así como el ahorro energético en las plantas de generación y su piloto de Plan de Gestión de Residuos Trenco. El grupo no garantiza que los proveedores contratados para el proceso de construcción, operación y/o mantenimiento de las centrales hidroeléctricas cumplan con criterios ambientales, no obstante, considera los efectos e impactos del cambio climático para definir la estrategia comercial a través del Plan de Restauración Ecológica sobre el Río Escárrea que busca recuperar la flora y fauna del área.

En cuanto al aspecto social, grupo sigue los lineamientos de la Caja de Seguro Social con respecto a las normativas de seguridad y salud ocupacional. Como parte de la política interna, ENESA no emplea mano de obra infantil, donde expresamente se prohíbe contratar personal menor de edad. Adicionalmente, el grupo tiene un Código de Ética actualizado a 2018 y realiza seis capacitaciones anuales sobre temas de ambiente, seguridad y salud ocupacional. De igual manera, la Compañía otorga, a sus colaboradores, los beneficios de ley y algunos beneficios adicionales. Se cuenta con un código de ética y conducta desde la formación de la empresa.

Operaciones y Estrategias

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. es una planta de energía hidroeléctrica, catalogada como hidráulica de pasada, iniciando formalmente operaciones el 17 de octubre de 2018, que se enfoca en el mercado energético de la República de Panamá. Es una planta de energía renovable con una capacidad inicial de 5MW, adicionando por medio de una adenda 1.3MW totalizando una capacidad instalada de 6.3MW; ubicada en el corregimiento de Volcán, Distrito de Tierras Altas, provincia de Chiriquí; utilizando el Río Colorado como recurso hidrológico y una generación estimada de 33.28 GWh/año con un factor de planta promedio de 46.5% y una caída bruta de 253.32 mts.

CARACTERÍSTICAS DE LA OPERACIÓN	
Tipo	Central hidroeléctrica de pasada
Distrito	Bugaba
Provincia	Chiriquí
Recurso hidrológico	Río Colorado
Generación estimada	33.28GWh/año
Potencia instalada	6.30MW
Diseño de caudal	3m3/s
Caída bruta	253.32 mts
Estado	Operativa
Turbina	Pelton
Costo estimado	US$ 22,453,295.53

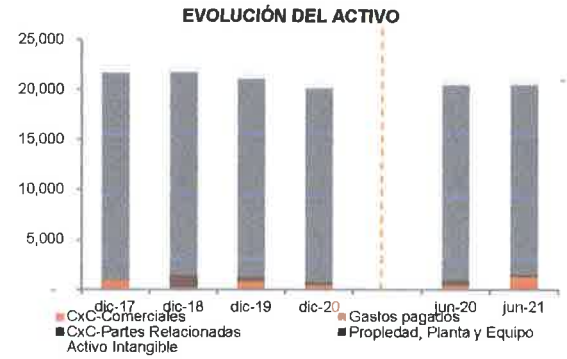
Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Análisis Financiero

Activos

A junio 2021, los activos de Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (HBDT) se situaron en B/. 21.6 millones, mostrando un decrecimiento interanual de B/. 255 miles (-1.2%) como resultado de la depreciación afectando la propiedad, planta y equipo reflejando un decrecimiento de B/.511 miles (-2.62%). Adicional, se observa disminución en el activo corriente en cuentas por cobrar-partes relacionadas de B/.301 miles con respecto a junio 2020 (B/.1 millón), situándose en B/.218 miles (-58.01%) y en fondo de fideicomiso para uso específico de B/.18 miles, totalizando B/.10 miles (-63.61%).

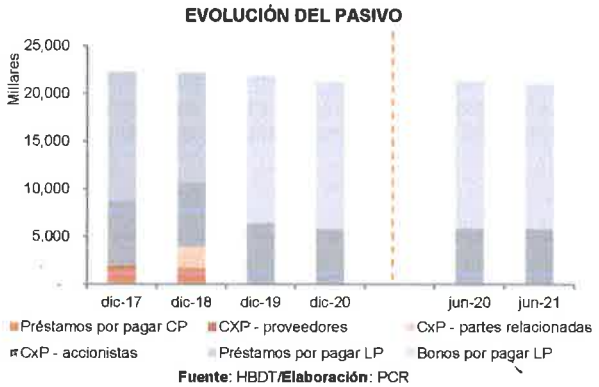
La composición de los activos se encuentra alineado al giro de negocio como planta generadora de energía hidroeléctrica en donde el 87.93% de los activos los conforma propiedad, planta. La compañía posee una concesión otorgada por la Autoridad Nacional de Servicios Públicos (ASEP) para el desarrollo y explotación de una central hidroeléctrica con una capacidad de generación de 5.00 MW. Mediante la Resolución AN No.6462 de 13 de agosto de 2013 (Adenda No. 4) la capacidad de generación fue aumentada a 6.3 MV, dicha concesión fue adquirida de un tercero en julio de 2008 por un monto de B/.950,000 que refleja una amortización anual y a la fecha de análisis totaliza B/.658.7 miles representando el 3.04% del total de los activos. El activo corriente representa 7.45% del activo total y sus principales componentes son: cuentas por cobrar (3.73%) y gastos pagados por adelantado (2.23%).



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Pasivos

A junio 2021, el pasivo ascendió a B/.21.6 millones (-0.30%) reflejando un incremento de B/.64.6 miles con respecto a junio 2020 (B/.22.1 millones). Lo anterior derivado principalmente de la emisión de los Bonos garantizados Serie "A" y Serie "B", los cuales fueron redimidos el 07 de mayo de 2021, emitiéndosela serie "C" y que totalizan en el pasivo corriente B/.217 miles. El pasivo no corriente descendió a B/.21.3 millones (-0.90%) mostrando contracción de B/.193 miles en comparación al año anterior (junio 2020: B/.21.5 millones), como resultado de la reducción de los bonos por pagar en su porción no circulante de B/.270 miles (-1.75%), situándose en B/.15.2 millones y de B/. 60 miles (-1.05%) en cuentas por pagar accionistas que totalizó B/.5.7 millones.



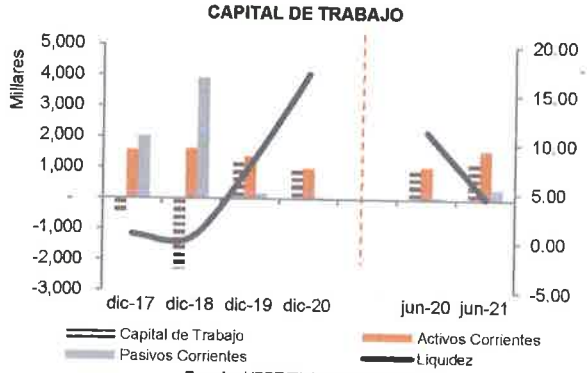
Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Liquidez y Flujo de Efectivo

A junio 2021, el indicador de liquidez se situó en 4.6 veces, mostrando un 6.7 veces con respecto al año anterior (junio 2020: 11.3 veces) como consecuencia del incremento en mayor proporción del activo corriente (+49.75%) ante el aumento en el pasivo corriente (+2.69 veces). El indicador de liquidez inmediata se ubicó en 2.5 veces mostrando un incremento interanual (junio 2020: 81.8%). Asimismo, el capital de trabajo totalizó B/.1.3 millones (+28.4%) reflejando un crecimiento de B/.278 miles con respecto a junio 2020 (B/.981 miles) como resultado de la reestructuración del préstamo a través de la emisión de bonos en marzo 2019 que arroja un repago de capital hasta marzo 2026.

HBDT (B/.)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Liquidez	0.78	0.41	7.82	17.08	11.25	4.56
Liquidez inmediata	0.43	0.02	2.82	3.38	0.82	2.49
Capital de Trabajo	- 445,484	-2,299,490	1,202,968	935,386	980,938	1,259,022
Activos Corrientes	1,577,377	1,628,029	1,379,400	993,558	1,076,611	1,612,264
Pasivos Corrientes	2,022,861	3,927,519	176,432	58,172	95,673	353,242

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR



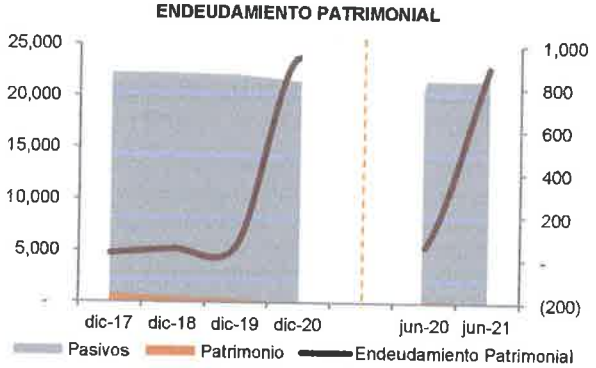
Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Patrimonio

A la fecha de análisis, el patrimonio se situó en B/.24.2 miles (-92.97%) mostrando una reducción interanual de B/.320.1 miles (junio 2020: B/.344.3 miles). Lo anterior derivado del incremento en el déficit acumulado de B/.320.1 miles (+12.99%), situándose en B/.2.8 millones a junio 2021; asimismo, con respecto a diciembre 2020 se observa un decremento de B/.1.33 miles debido a que durante junio 2021 la hidroeléctrica generó utilidad (B/.1.33 miles). El patrimonio representa únicamente el 0.1% de participación ante la suma de éste y el pasivo, se observa el crecimiento en el déficit acumulado desde 2015 a raíz de la compra de energía en el mercado spot combinado con la reducción de los ingresos por generación eléctrica, sin embargo, es importante destacar que a la fecha de análisis la hidroeléctrica ya no posee la obligación de dichos contratos por lo que la cantidad de energía generada será vendida en su totalidad a la matriz y sin ninguna penalización en caso de no generar. Adicional, es importante mencionar que la empresa posee cuentas por pagar accionistas en el pasivo con un saldo, a la fecha de análisis, de B/.5.7 millones, de los cuales en cualquier momento pueden pasar a ser capitalizados ya que no generan ninguna clase de interés para los accionistas. La capitalización anteriormente suscrita se aprobó en el mes de junio de 2020 mediante el Acta de la Junta Directiva por la suma de B/. 500,000, no obstante, el número de acciones comunes sigue totalizando en 500 pagadas, emitidas y en circulación.

Solvencia y Endeudamiento

A junio 2021, el índice de solvencia patrimonial se situó en 0.1% siendo menor al año anterior (junio 2020: 1.6%), como resultado de la contracción en el patrimonio (-92.97%) por el incremento en el déficit acumulado (+12.99%) ante el decrecimiento en menor proporción del activo (-1.2%). Asimismo, el indicador de endeudamiento patrimonial se ubicó en 893 veces (62.6 veces en junio 2020), derivado de la disminución en patrimonio (-92.97%). El impacto en el patrimonio es resultado de que durante el segundo semestre de 2020 la hidroeléctrica enfrentó daños causados por la tormenta IOTA, cuyas reparaciones fueron reembolsadas después de que la compañía ajustadora culminó los análisis correspondientes (agosto 2021). Con respecto a liquidez inmediata, el indicador se situó en 2.5 veces situándose por arriba del período anterior (junio 2020: 81.8%) y el indicador de liquidez se ubicó en 4.56 veces siendo inferior a junio 2020 (11.25 veces).



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Resultados Financiero

La compañía es parte de contratos con varios clientes. El tamaño y fecha de expiración de los contratos son los siguientes:

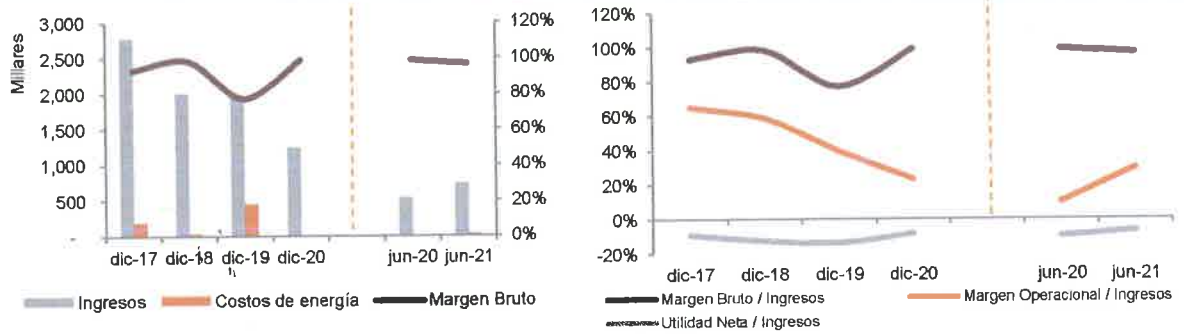
- Durante 2020, la relacionada Empresa Nacional de Energía, S.A. ha suscrito varios contratos de Reserva de Energía Contratada con Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. que se extienden hasta el 31 de diciembre de 2021, en los que la relacionada comprará a la Compañía toda la energía que tenga disponible, luego de haber cumplido con todos sus compromisos contractuales hasta la fecha.
- La compañía suscribió Contrato de Usuario Indirecto firmado en abril de 2016 con Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. (ETESA), que abarca el período comprendido de abril de 2016 a abril de 2031.

Adicionalmente, a la fecha de análisis, las compañías de seguros locales habían emitido fianzas de cumplimiento por un total de B/.500 miles (junio 2020: B/.431 miles) para respaldar obligaciones de la Compañía como parte de los contratos de energía que se encontraban vigentes a esa fecha.

A junio 2021, Hidroeléctrica Bajos del Totuma tuvo ingresos por generación de energía por B/.733.1 miles (+37.33%) reflejando un incremento de B/.199.3 miles con respecto a junio 2020 (B/.533.8 miles). Los ingresos se conforman de 99.6% de contratos con clientes y 0.4% de ingresos por mercado ocasional. Es relevante indicar que los daños a la infraestructura por el huracán ETA, incluyendo daños en el área de toma y presa de la hidroeléctrica resultó en el necesario cese de operaciones en los meses de noviembre y diciembre 2020; sin embargo, dicho impacto se redujo en consecuente a sus pólizas de seguro incluyendo la Rotura de Maquinaria y el lucro cesante por los meses en los que se trabajó dichas reparaciones y quedando a la espera del reembolso de lucro cesante por B/. 578.3 miles el cual se liquidó parcialmente durante el período de análisis en otros ingresos.

Por el contrario, los costos de energía representan la compra de energía y potencia, y se situaron en B/.24.3 miles (+2.99 veces) reflejando un aumento de B/.18.2 miles en comparación a junio 2020 (B/.6.1 miles). Por lo tanto, el margen bruto totalizó B/. 708.9 miles (+34.32%) mostrando una mejora de B/.181.1 miles interanualmente (junio 2020: 527.8 miles).

MARGENES FINANCIEROS



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

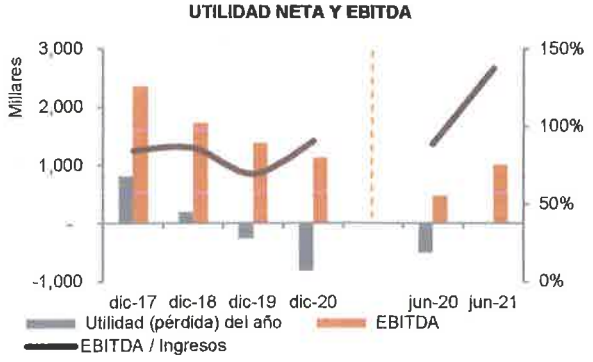
Margen Operativo

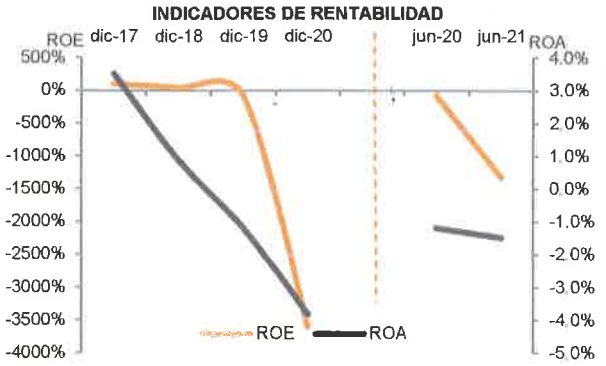
A junio 2021, los gastos de personal se situaron en B/.48.7 miles (-8.81%) mostrando una contracción de B/.4.7 miles con respecto al período anterior (junio 2020: B/.53.4 miles), como resultado de menos salarios y gastos de representación (-13.67%) y cuota obrero patronal (-7.50%). Adicional, se observa un incremento de B/.20.9 miles (+13.59%) en otros gastos, totalizando B/.174.3 miles. Lo anterior derivado del incremento en el rubro de seguros general (+80.74%) pese a la contracción en reparación y mantenimiento (-73.39%), impuestos generales (-36.67%) y la eliminación de alquileres en un 100%. Por lo tanto, la utilidad operativa ascendió a B/.217 miles (+3.13 veces) mostrando un crecimiento de B/.164.5 miles en comparación a junio 2020 (B/.52.4 miles). El indicador del margen operacional sobre ingresos pasó de 9.8% en junio 2020 a 29.6% en junio 2021. No obstante, la institución ha registrado indicadores de eficiencia históricamente bajos a raíz de la sinergia con el Grupo Económico, reduciendo los gastos de personal a aquellos derivados estrictamente de la planta de energía hidroeléctrica. Por lo cual, el indicador de eficiencia se situó en 6.9% siendo menor al año anterior junio 2020 (10.1%). Finalmente, Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. registró costos financieros por B/.565 miles (+1.90%) correspondientes al pago de los intereses de los bonos y otros ingresos por B/.349.1 miles.

Margen neto

La utilidad neta ascendió a B/.1.3 miles, mostrando una mejora importante con respecto a junio 2020 (-B/.501.8 miles). Lo anterior resultado del incremento en los ingresos por generación de energía (+B/.199.3 miles) y del crecimiento en otros ingresos (+B/.348.8 miles) que incluyen un pago parcial de la indemnización por lucro cesante ante un decremento en gastos de personal de B/.4.71 miles (-8.81%), especialmente en el rubro de salarios y gastos de representación que totalizaron B/.38.42 miles (-13.67%). Adicionalmente, se observa el incremento en otros gastos de B/.20.86 miles (+13.59%), situándose en B/.174.34 miles. Lo anterior derivado del crecimiento en seguros general (+80.74%) como consecuencia de los daños que enfrentó la hidroeléctrica por la tormenta IOTA.

Asimismo, considerando las altas composiciones de depreciación y amortizaciones derivadas de la pesada estructura de la planta de energía se realiza el análisis del EBITDA y el EBITDA ante los ingresos. El impacto del margen bruto refleja un incremento en el EBITDA registrado a pesar de la leve reducción interanual en la depreciación resultando en un indicador de EBITDA/Ingresos mayor en 48.76 puntos porcentuales, situándose en 1.37 veces (junio 2020: 88.9%).





Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Rentabilidad

La utilidad neta muestra una recuperación importante en comparación a junio 2020 (-B/.501.8 miles) y también con respecto a diciembre 2020 (-B/.822.6 miles), situándose en B/.1.3 miles. El patrimonio se situó en B/.24.2 miles (-93%) y el activo en B/.21.65 millones (-1.2%). Por lo tanto, los indicadores de rentabilidad anualizados se sitúan para el período de análisis en ROAA[6]: -1.48% y ROAE[7]: -13.20 veces, comparado a los presentados en junio 2020: ROAA: -1.18 y ROAE: -75.08%, por lo que se observa una mejora en ambos indicadores derivado del incremento en la utilidad neta. El incremento en la utilidad neta es resultado de mayores ingresos por generación de energía y de otros ingresos por el pago parcial de la indemnización por lucro cesante ante la contracción en los gastos de personal pese al incremento de otros gastos, especialmente en el rubro de seguros generales.

Características del Instrumento

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	
Emisor:	Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A.
Instrumento:	Bonos Corporativos Garantizados y Bonos Subordinados No Acumulativos
Moneda:	Dólares de Estados Unidos de América (US$)
Monto de la Oferta:	Programa de Bonos no podrá exceder los US$ 32,000,000.00 y los Bonos Corporativos Garantizados tendrán un máximo de US$ 16,000,000.00.
Series y denominaciones:	Los Bonos serán emitidos en forma desmaterializada, registrada y sin cupones, y representados por medio de anotaciones en cuenta. Emitidos en denominaciones de Mil Dólares (US$ 1,000.00) y sus múltiplos. Los inversionistas tendrán derecho a solicitar la materialización de su inversión mediante la emisión física de uno o más Bonos.
Precio inicial de oferta:	Los Bonos serán ofrecidos inicialmente a un precio a la par de su valor nominal, pero podrán ser objeto a deducciones o descuentos, así como de prima o sobreprecio, según lo determine el Emisor.
Fecha de oferta inicial:	30 de agosto de 2018
Fecha de vencimiento:	**Bonos Garantizados:** podrán ser emitidos con plazos de pago de capital de dos (2) a veinte (20) años, contando a partir de la fecha de emisión de cada serie. **Bonos Subordinados:** El plazo de las obligaciones derivadas de los Bonos Subordinados No Acumulativos será de hasta cincuenta (50) años a partir de la fecha de emisión de cada serie correspondiente.
Pago de capital:	**Bonos Garantizados:** El saldo insoluto a capital de cada Bono se pagará 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 periodo de gracia para una o más series que no podrá ser mayor a veinticuatro (24) meses contados a partir de sus respectivas fechas de emisión. **Bonos Subordinados**: El capital de los Bonos Subordinados No Acumulativos se pagará en la respectiva fecha de vencimiento de cada serie.
Tasa de interés:	La tasa de interés será previamente determinada por el Emisor para cada una de las series y podrá ser fija o variable. La tasa variable será la que resulte de sumar un margen, a ser establecido exclusivamente por el Emisor a Secured Overnight Financing Rate (SOFR).
Periodicidad pago de intereses:	Los intereses de los bonos serán pagados de forma trimestral, los días 31 de marzo y diciembre, y los días 30 de junio y septiembre de cada año. Los Bonos Subordinados No Acumulativos no devengarán intereses durante el periodo de suspensión de intereses cuando así lo establezca el emisor.
Redención anticipada:	**Bonos Garantizados:** Los Bonos Garantizados de cualquier serie podrán ser redimidos total o parcialmente, a opción del Emisor, a partir de su fecha de emisión. Las redenciones parciales se harán por el saldo a capital más los intereses devengados hasta la fecha en que se haga la redención. En otras palabras, no habrá penalidad por redención anticipada. Las redenciones parciales se harán pro rata entre los Bonos emitidos y en circulación de la serie de que se trate. El precio de redención anticipada en el caso de las redenciones totales será de 101% del Saldo Insoluto de Capital si la redención ocurre durante los dos (2) primeros años de la emisión. No habrá penalidad por redención anticipada una vez una vez transcurridos dos (2) años contados a partir de la fecha de emisión de la respectiva Serie. **Bonos Subordinados:** Los Bonos Subordinados No Acumulativos de cualquier serie podrán ser redimidos por el Emisor, de forma parcial o total, a partir de su respectiva fecha de emisión. Las redenciones parciales

[6] Fórmula de cálculo PCR: $\frac{ganancia\ diciembre - ganancia\ periodo\ anterior + ganancia\ periodo\ en\ curso}{Activo}$

[7] Fórmula de cálculo PCR: $\frac{ganancia\ diciembre - ganancia\ periodo\ anterior + ganancia\ periodo\ en\ curso}{Patrimonio}$

	o totales se harán por el saldo de capital más los intereses devengados, no habrá penalidad por redención anticipada. Las redenciones parciales se harán pro rata entre los Bonos Subordinados No Acumulativos emitidos y en circulación de la serie de que se trate. No se podrán realizar redenciones anticipadas de Bonos Subordinados No acumulativos mientras existan Bonos Garantizados emitidos y en circulación.
Suspensión de pago de intereses:	El emisor tendrá derecho a suspender el pago de intereses de los Bonos Subordinados No Acumulativos, uno más periodos de interés, si el emisor determina que está en incumplimiento o que dicho pago de interés lo hará incumplir con el pago de las restricciones financieras de los Bonos Garantizados. Estos no generarán ni acumularan intereses durante el periodo de suspensión ni constituirá en evento de incumplimiento, tampoco podrá hacerse para periodos de interés en curso; se tendrá que hacer con un aviso previo a la Superintendencia de Mercado de Valores de Panamá y los tenedores con no menos de quince días calendarios de anticipación a la fecha de periodo de interés subsiguiente.
Garantías:	**Bienes Fiduciarios:** son todos aquellos dineros, bienes y derechos que, de tiempo en tiempo, sean traspasados al Fiduciario por el Fideicomitente, o terceros, para que queden sujetos al Fideicomiso, y los que se deriven de éstos, incluyendo, sin limitación, los siguientes: -Se eliminan los derechos prendarios sobre los Bienes Pignorados -Se elimina la Fianza solidaria otorgada por el Fiador a favor del Fiduciario Garantía administrado por Banistmo Investment Corporation, S.A. a título fiduciario. **Bonos Subordinados:** No cuentan con garantía alguna, sea real o personal.
Uso de los fondos:	Los fondos netos producto de la venta de Bonos US$ 15,200,000 serán utilizados por el emisor para cancelar el préstamo con Banco de Panamá, S.A., el cual causa una tasa de 6.5% El remanente de los fondos netos, es decir US$ 16,525,525, podrán ser utilizados por el emisor para cualesquiera de los siguientes fines: capital de trabajo, inversión en propiedad, maquinaria, mobiliario y/o equipo, y/o reestructurar deudas y/o compromisos financieros
Fuente de pago:	**Bonos Garantizados:** 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. **Bonos Subordinados:** El repago de capital e intereses de los Bonos subordinados No Acumulativos provendrá de los recursos financieros generales del Emisor.
Agente Estructurador y Asesor Financiero:	Insignia Financial Advisors, Corp.
Agente de Pago y Registro:	Banistmo, S.A.
Casa de Valores y Puesto de Bolsa:	Valores Banistmo, S.A.
Fiduciario:	Banistmo Investment Corporation, S.A.
Custodio:	Central Latinoamericana de Valores, S.A.
Obligaciones de hacer los Bonos Garantizados	Bonos Garantizados: Garantizados emitidos y en circulación, el Emisor se obliga a lo siguiente: -Se elimina la obligación de mantener en todo momento una relación mínima de (Patrimonio total + cuentas por pagar a accionistas) /Total de activos de 30%. -Mantener una razón de Cobertura de Servicio de la Deuda Mínima de 1.10 veces. -No pagar intereses de los Bonos Subordinados No Acumulativos ni distribuir dividendos ni realizar avances a los accionistas bajo el esquema de aumento de cuentas por cobrar a accionistas o disminución de cuentas por pagar a accionistas si el Emisor no está en cumplimiento de las siguientes restricciones financieras: --Mantener una Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda Mínima de 1.30 veces. --Mantener una Razón Pasivos/Patrimonio Máxima de 2.0 veces. --No incurrir en endeudamiento financiero adicional, exceptuando la emisión de Bonos Subordinados No Acumulativos o Cuentas por Pagar a Accionistas debidamente subordinadas.

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Garantías de la emisión de Bonos Garantizados

- **Contribución inicial**, la suma de diez mil dólares de los Estados Unidos de América (US$ 10,000.00), depositada al fiduciario conforme al monto mínimo requerido por el Banco depositario, en las diferentes cuentas fiduciarias.
- **Flujos de la emisión de Bonos Garantizados y de los Bonos Subordinados No Acumulativos**, los cuales se utilizarán conforme al Prospecto de emisión o al suplemento del Prospecto que presente el Emisor conforme a la Clausula 5.01 del Contrato de Fideicomiso de Garantía.
- **Cuentas Fiduciarias**, y cualesquiera otras cuentas bancarias o de inversión que de tiempo en tiempo establezca el Fiduciario.
- **Cesión incondicional de los derechos cedibles**, así como los derechos cedidos. La relación con la Central Hidroeléctrica, todas las ganancias, contratos, ingresos y derechos económicos del Fideicomitente, incluyendo y sin limitación:
    - Contratos de Compraventa de energía y/o potencia existentes y futuros.
    - Transacciones realizadas por el Fideicomitente en el Mercado Ocasional.
    - Pagos e indemnizaciones de bonos, fianzas de cumplimiento, pólizas de seguros, cartas de crédito "stand-by" y cualesquiera otras garantías existentes o futuras.
    - Indemnizaciones existentes y futuras a favor del Fideicomitente relacionados con la Central Hidroeléctrica.
- **Contratos Cedibles**:
    - Contrato de reserva con vencimiento 31 de diciembre de 2018.
    - Contrato de Suministro N°DME-031-16 con vencimiento 31 de diciembre de 2019.
    - Contrato de Suministro N°68-16 con vencimiento 31 de diciembre de 2019.
    - Contrato de Suministro N°30-16 con vencimiento 31 de diciembre de 2019.
    - Contrato de Suministro N°22-16 con vencimiento 31 de diciembre de 2019.
    - Contrato de Suministro N°DME-018-16 con vencimiento 31 de diciembre de 2019.
    - Contrato de Acceso N°20-14 vigente durante la vigencia de la Concesión de Generación Eléctrica.
    - Contrato de Usuario Indirecto N°GG-058-2016 con vencimiento 15 de abril de 2031.

- **Derechos prendarios sobre Bienes Pignorados**, los Bienes Pignorados incluyen las Acciones Pignoradas y se refiere a las 500 acciones sin valor nominal representada por el certificado de acciones N°9, emitido a favor de Emnadesa Holding, S.A. y fechado al 18 de mayo de 2018.
- **Derechos dimanantes del Contrato de Hipoteca de Bienes Inmuebles**, todos los bienes existentes y futuros del Fideicomitente que constituyan bienes inmuebles, y todas las mejoras y enseres fijos de los mismos que sean destinados para el desarrollo y operación de la Central Hidroeléctrica:
    - Concesión Hidroeléctrica inscrita a la Finca N°453496.
    - Finca N°430258.
    - Finca N°441619.
    - Finca N°461374.
    - Servidumbre a favor de la Finca N°453496.
- **Fianza Solidaria**, La fianza solidaria otorgada por el fiador a favor del fiduciario. Se presumirá como saldo correcto y verdadero de las Obligaciones Garantizadas el saldo que tenga el Agente de Pago y Registro en sus respectivos libros y, en consecuencia, la certificación que expida el Agente de Pago y Registro.
- **Dineros, bienes y derechos que produzcan los Bienes Fiduciarios.**
- **Cualesquiera otros dineros, bienes o derechos que de tiempo en tiempo se traspasen al fiduciario.**

Redención Anticipada

Bonos Garantizados: Los Bonos Garantizados de cualquier serie podrán ser redimidos total o parcialmente, a opción del Emisor, a partir de su fecha de emisión. Las redenciones parciales se harán por el saldo a capital más los intereses devengados hasta la fecha en que se haga la redención. En otras palabras, no habrá penalidad por redención anticipada. Las redenciones parciales se harán pro rata entre los Bonos emitidos y en circulación de la serie de que se trate. El precio de redención anticipada en el caso de las redenciones totales será de 101% del Saldo Insoluto de Capital si la redención ocurre durante los dos (2) primeros años de la emisión. No habrá penalidad por redención anticipada una vez una vez transcurridos dos (2) años contados a partir de la fecha de emisión de la respectiva Serie.

Bonos Subordinados: Los Bonos Subordinados No Acumulativos de cualquier serie podrán ser redimidos por el Emisor, de forma parcial o total, a partir de su respectiva fecha de emisión. Las redenciones parciales o totales se harán por el saldo de capital más los intereses devengados, no habrá penalidad por redención anticipada. Las redenciones parciales se harán pro rata entre los Bonos Subordinados No Acumulativos emitidos y en circulación de la serie de que se trate. No se podrán realizar redenciones anticipadas de Bonos Subordinados No acumulativos mientras existan Bonos Garantizados emitidos y en circulación.

	SERIE C
Fecha de emisión	2/06/2021
Monto	USD. $ 15,450,000
Tasa anual	5.50%
Fecha de vencimiento	2/06/2031
Plazo	10 años

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Cambios a términos y condiciones

- Tasa de interés: La tasa de interés será previamente determinada por el Emisor para cada una de las series y podrá ser fija o variable. La tasa variable será la que resulte de sumar un margen, a ser establecido exclusivamente por el Emisor a Secured Overnight Financing Rate (SOFR).
- Fecha de vencimiento y pago de capital: Los Bonos Garantizados podrán ser emitidos con plazos de pago de capital de dos (2) a veinte (20) años, contando a partir de la fecha de emisión de cada serie.
- Garantías: Los Bienes Fiduciarios son todos aquellos dineros, bienes y derechos que, de tiempo en tiempo, sean traspasados al Fiduciario por el Fideicomitente, o terceros, para que queden sujetos al Fideicomiso, y los que se deriven de éstos, incluyendo, sin limitación, los siguientes:
    - Se eliminan los derechos prendarios sobre los Bienes Pignorados
    - Se elimina la Fianza solidaria otorgada por el Fiador a favor del Fiduciario
- Redención Anticipada de los Bonos Garantizados: Los Bonos Garantizados de cualquier serie podrán ser redimidos total o parcialmente, a opción del Emisor, a partir de su fecha de emisión. Las redenciones parciales se harán por el saldo a capital más los intereses devengados hasta la fecha en que se haga la redención. En otras palabras, no habrá penalidad por redención anticipada. Las redenciones parciales se harán pro rata entre los Bonos emitidos y en circulación de la serie de que se trate. El precio de redención anticipada en el caso de las redenciones totales será de 101% del Saldo Insoluto de Capital si la redención ocurre durante los dos (2) primeros años de la emisión. No habrá penalidad por redención anticipada una vez una vez transcurridos dos (2) años contados a partir de la fecha de emisión de la respectiva Serie.
- Obligaciones de Hacer los Bonos Garantizados: Garantizados emitidos y en circulación, el Emisor se obliga a lo siguiente:
    - Se elimina la obligación de mantener en todo momento una relación mínima de (Patrimonio total + cuentas por pagar a accionistas) /Total de activos de 30%.
    - Mantener una razón de Cobertura de Servicio de la Deuda Mínima de 1.10 veces.

- No pagar intereses de los Bonos Subordinados No Acumulativos ni distribuir dividendos ni realizar avances a los accionistas bajo el esquema de aumento de cuentas por cobrar a accionistas o disminución de cuentas por pagar a accionistas si el Emisor no está en cumplimiento de las siguientes restricciones financieras:
    - Mantener una Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda Mínima de 1.30 veces.
    - Mantener una Razón Pasivos/Patrimonio Máxima de 2.0 veces.
    - No incurrir en endeudamiento financiero adicional, exceptuando la emisión de Bonos Subordinados No Acumulativos o Cuentas por Pagar a Accionistas debidamente subordinadas.

Proyecciones Financieras

Para dichas proyecciones se toma como escenario base una generación de 25,965 MWh promedio anual, a partir del año 2021, esto representa un 45.5% de la capacidad instalada de la planta, mientras que el diseño bajo condiciones normales debe ser de 53%.

Hidroeléctrica Bajos de Totuma realizó proyecciones financieras para un periodo de 10 años a partir del 2017, asimismo, el flujo de caja a continuación proyecta ingresos derivados de los contratos de su compañía relacionada EMNADESA en donde se proyecta suplir una demanda promedio de 26,499 MWh anuales durante dicho periodo. De esta demanda, el 98% proviene de los contratos de respaldo con EMNADESA y, el restante, de energía relacionada a PPA y potencia. Los ingresos promedio de HBDT se proyectan en US$ 2.4 millones anuales, tomando en cuenta precios estables proyectados en US$ 77.5/MWh, oscilando entre US$ 1.8 millones y US$ 2.5 millones anuales.

En línea con la proyección de sus ingresos para el año 2021 la entidad pronosticó un total de B/. 2.3 millones que, de acuerdo con sus estados financieros no auditados al 30 de junio 2021, ha alcanzado B/. 733 miles. Si se estima que, durante el segundo del año, los ingresos mantienen la misma tendencia se esperaría que al finalizar el año se generen ingresos por B/. 1.5 millones por lo que se mostraría un descalce con las proyecciones iniciales. Es importante indicar que durante los meses noviembre y diciembre 2020, HBDT enfrentó cese de operaciones derivado de los daños causados por el huracán ETA, dejando un lucro cesante por la póliza de seguro pendiente de reembolsar totalizando B/. 578.3 miles. Sin embargo, durante el primer 2021 se observa un crecimiento en los ingresos por generación de energía y un manejo adecuado de los gastos, por lo que se espera que durante el segundo semestre del año muestre mayor recuperación.

Las medidas aplicadas en ingresos son producto de una proyección estable del precio de energía spot, mientras que, del lado de los costos y gastos, se aprovechan las sinergias con el Grupo económico por lo que las variaciones son directamente causales de los salarios y otros gastos administrativos.

ESTADO DE RESULTADOS

Flujo de Caja HBDT (B/.)	2021r	2021p	2022p	2023p	2024p
Ingresos					
Venta de Potencia contratada	733,136	238,620	238,620	238,620	238,620
Venta de energía contratada PPA		-	-	-	-
Venta Contrato de Respaldo con EMNADESA		535,757	541,114	546,525	551,990
Venta Contrato de Respaldo con EMNADESA # 2		1,524,103	1,505,951	1,528,641	1,546,794
Ingresos por intereses	300	26,352	43,836	62,083	81,283
Ingresos Operativos, Netos	**733,436**	**2,324,832**	**2,329,521**	**2,375,869**	**2,418,687**
Costos y Gastos					
Compra de Energía	24,270	14,400	14,400	14,400	14,400
Gastos Corporativos					
Operación y mantenimiento regular		59,056	59,646	60,243	60,845
Salarios y Beneficios	48,714	158,488	158,805	159,123	159,441
Otros gastos administrativos	174,336	76,857	77,011	77,165	77,319
Impuestos		43,488	43,488	43,488	43,488
Seguros		101,729	101,729	101,729	101,729
Total de Gastos	**247,320**	**454,019**	**455,080**	**456,148**	**457,223**
EBITDA	**1,009,205**	**1,870,813**	**1,874,441**	**1,919,721**	**1,961,464**
Impuestos	**-**	**(33,740)**	**(34,193)**	**(39,853)**	**(45,071)**

En la evaluación del EBITDA sobre los gastos financieros, se presenta una cobertura promedio proyectada de 1.82 veces, con un mínimo de cobertura de 0.74 veces en el año 2020. Por su parte, la cobertura de servicio sobre la deuda promedio es de 1.27 veces, en donde el mínimo de cobertura es de 0.74 veces en 2019 y el máximo se presenta a partir del año 2023 con 1.51 veces; como consecuencia del incremento en los ingresos. Sin embargo, para la fecha de análisis, el EBITDA se sitúa en B/.1.00 millones, mientras que este indicador sobre los gastos financieros posee una cobertura de 1.79 a junio 2021 en sus datos reales, a los cual se espera una mejoría en los años posteriores con el alza de sus ingresos.

HBDT (B/.)	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
Variaciones en Activos	**(18,280)**	**67,715**	**(98,121)**	**16,342**	**59,655**
Cuentas por cobrar, neto	(164,342)	61,871	(61,871)	-	61,871
Fondo de fideicomiso	(11,011)	5,901	(2,391)	1,710	(283)
Gastos pagados por adelantado	157,562	(3,616)	(28,301)	14,632	(5,490)
Otros activos	511	4,558	(4,558)	-	4,558
Activo Intangible	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000
CAPEX	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
Variaciones en Pasivos	**36,618**	**(17,184)**	**10,186**	**(3,701)**	**3,382**
Cuentas por pagar - proveedores	38,229	(18,240)	10,474	(4,097)	3,327
Cuentas por pagar - relacionadas	-	-	-	-	-
Gastos acumulados por pagar	(997)	749	(134)	319	93
Prima de antigüedad	(615)	307	(154)	77	(38)
Flujo del Período (operativo)	**1,630,637**	**1,161,103**	**1,510,734**	**1,603,323**	**1,152,661**

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

INDICADORES DE COBERTURA

(En miles B/.)	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
EBITDA	1,612,299	1,110,572	1,598,668	1,591,683	1,089,614
Amortización Capital	160,695	223,113	235,381	248,312	250,383
Gastos por Intereses	845,331	834,776	822,168	808,866	795,152
EBITDA / Gastos Financieros	1.91	1.33	1.94	1.97	1.37
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	1.60	1.05	1.51	1.51	1.04

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Anexos

Estado de Situación Financiera

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (B/.)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
ACTIVOS	**23,090,746**	**22,662,942**	**22,483,797**	**21,644,781**	**21,902,901**	**21,647,431**
Activo Corriente	**1,577,377**	**1,628,029**	**1,379,400**	**993,558**	**1,076,611**	**1,612,264**
Efectivo	153,955	34,176	61,772	105,789	66,956	72,598
Cuentas por cobrar - comerciales y otras	718,656	29,250	435,709	90,871	11,278	807,933
Fondo de fideicomiso para uso específico	449,104	135,268	41,452	9,720	28,363	10,322
Gastos pagados por adelantado	204,632	237,858	418,284	379,557	432,259	483,560
Adelanto a proveedores	-	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar - partes relacionadas	46,146	1,183,809	404,712	388,441	519,208	218,019
Otros activos	4,884	7,668	17,471	19,180	18,547	19,832
Activo No Corriente	**21,513,369**	**21,034,913**	**21,104,397**	**20,651,223**	**20,826,290**	**20,035,167**
Propiedad, planta y equipo, neto	20,729,285	20,325,748	19,804,460	19,293,196	19,545,534	19,033,857
Activo intangible, neto	725,167	706,167	687,167	668,167	677,667	658,667
Fondo de fideicomiso para uso específico	58,917	2,998	5,022	5,022	5,002	5,002
Cuentas por cobrar - partes relacionadas		-	607,748	584,838	598,087	337,641
PASIVOS	**22,307,311**	**22,214,336**	**22,138,281**	**21,521,892**	**21,558,612**	**21,623,231**
Pasivos Corrientes	**2,022,861**	**3,927,519**	**176,432**	**58,172**	**95,673**	**353,242**
Préstamos por pagar - porción circulante	1,688,900	1,688,900	-	-	-	-
Cuentas por pagar – proveedores	262,104	13,302	130,476	22,911	59,314	100,441
Cuentas por pagar - partes relacionadas	61,805	2,210,332	10,318	126	186	126
Gastos acumulados por pagar	10,052	14,985	11,058	10,555	11,593	10,883
Retenciones a contratistas	-	-	-	-	-	-
Provisión de impuesto inmueble	-	-	24,580	24,580	24,580	24,580
Pasivos No Corrientes	**20,284,450**	**18,286,817**	**21,961,849**	**21,463,720**	**21,462,939**	**21,269,989**
Cuentas por pagar - accionistas	6,771,492	6,771,492	6,271,492	5,771,492	5,771,492	5,710,798
Cuentas por pagar - partes relacionadas	-	-	238,098	238,740	238,098	375,791
Préstamos por pagar - porción no circulante	13,511,100	11,511,100	-	-	-	-
Bonos por pagar - porción no circulante	-	-	15,450,000	15,450,000	15,450,000	15,179,223
Prima de antigüedad	1,858	4,225	2,259	3,488	3,349	4,177
PATRIMONIO	**783,435**	**448,606**	**345,516**	**22,869**	**344,289**	**24,200**
Acciones comunes	1,810,000	1,810,000	2,310,000	2,810,000	2,810,000	2,810,000
Déficit acumulado	- 1,026,565	- 1,361,394	- 1,962,694	- 2,785,341	- 2,463,921	- 2,784,010
Impuesto complementario	-	-	- 1,790	- 1,790	- 1,790	- 1,790
PASIVOS Y PATRIMONIO	**23,090,746**	**22,662,942**	**22,483,797**	**21,644,761**	**21,902,901**	**21,647,431**

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Estado de Resultados

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (B/.)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Ingresos	**2,782,512**	**2,002,118**	**1,985,282**	**1,248,550**	**533,843**	**733,136**
Ingresos por generación eléctrica	2,782,512	2,002,118	1,985,282	1,248,550	533,843	733,136
Costos de energía	**190,870**	**34,625**	**450,399**	**12,714**	**6,081**	24,270
Utilidad Bruta	**2,591,642**	**1,967,493**	**1,534,883**	**1,235,836**	**527,762**	**708,866**
Gastos de personal	**237,697**	249,052	211,628	104,772	53,419	48,714
Otros gastos		530,499	335,342	303,581	153,478	174,336
Depreciación	521,916	523,819	521,202	517,906	258,925	259,339
Amortización de activos intangibles	19,000	19,000	19,000	19,000	9,500	9,500
Utilidad Operativa	**1,813,029**	**1,175,622**	**783,053**	**290,677**	**52,440**	**216,977**
Otros (gastos) e ingresos, neto	*- 999,160*	*- 979,952*	*- 1,049,011*	*- 1,113,224*	*- 554,267*	-215,646
Costos financieros, neto	1,001,745	989,027	1,104,506	1,114,768	554,469	564,999
Intereses ganados	2,585	9,075	55,495	1,200	202	349,053
Pérdida antes del impuesto sobre la renta	**813,869**	**195,670**	**- 265,958**	**- 822,647**	**- 501,827**	**1,331**
Impuesto sobre la renta	-	-	-	-	-	-
Utilidad (pérdida) del año	**813,869**	**195,670**	**- 265,958**	**- 822,647**	**- 501,827**	**1,331**

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (B/.)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Cobertura y Solvencia						
Solvencia (Patrimonio / Activos)	3.4%	2.0%	1.5%	0.1%	1.6%	0.1%
Endeudamiento Patrimonial	28.47	49.52	64.07	941.09	62.62	893.52
EBITDA/ Deuda bancaria	15.5%	13.1%	8.9%	7.3%	3.1%	6.6%
EBITDA / Costos financieros	235.2%	174.7%	124.8%	101.6%	85.6%	178.6%
Rentabilidad						
ROA	3.5%	0.9%	-1.2%	-3.8%	-1.2%	-1.4%
ROE	103.9%	43.6%	-77.0%	-3597.2%	-75.1%	-1320.0%
EBITDA / Ingresos	84.7%	86.3%	69.4%	90.7%	88.9%	137.7%
Margen Bruto / Ingresos	93.1%	98.3%	77.3%	99.0%	98.9%	96.7%
Margen Operacional / Ingresos	65.2%	58.7%	39.4%	23.3%	9.8%	29.6%
Utilidad Neta / Ingresos	-9.2%	-12.7%	-13.8%	-8.5%	-10.1%	-6.9%
Eficiencia						
Eficiencia (gastos administrativos y de proyecto / margen bruto)	9.2%	12.7%	13.8%	8.5%	10.1%	6.9%
Costos Financieros / Ingresos	36.0%	49.4%	55.6%	89.3%	103.9%	77.1%
Costos Financieros / Margen Operativo	55.3%	84.1%	141.1%	383.6%	1057.3%	260.4%
Liquidez Financiera						
Liquidez	78.0%	41.5%	781.8%	1708.0%	1125.3%	456.4%
Liquidez Inmediata	43.1%	1.6%	282.0%	338.1%	81.8%	249.3%
Capital de Trabajo	-445,484	-2,299,490	1,202,968	935,386	980,938	1,259,022

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información.