HBDT
HIDROELÉCTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

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

Panamá, 5 de julio 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 10 de junio 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 "paBBB" 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. 57/2022

Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2021	Fecha de comité: 10 de junio de 2022
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Energético/Panamá

Equipo de Análisis

Gabriel Sanada	Donato Rivas	(502) 6635-2166
gsanada@ratingspcr.com	drivas@ratingspcr.com	

HISTORIAL DE CALIFICACIONES				
Fecha de información	dic-19	dic-20	jun-21	dic-21
Fecha de comité	18/09/2020	03/09/2021	21/01/2022	10/06/2022
Bonos Corporativos Garantizados	PABBB	PABBB	PABBB	PABBB
Bonos Subordinados No Acumulativos	PABB+	PABB+	PABB+	PABB+
Perspectiva	Estable	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 la recuperación de los ingresos por generación de energía respaldada por contratos PPA, que le permite una adecuada cobertura de sus obligaciones y las garantías bajo fideicomiso pertenecientes a los bonos corporativos garantizados. Sin embargo, la empresa mantiene un patrimonio ajustado respecto a sus obligaciones. 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:

- **Aumento en la generación de Ingresos:** A diciembre 2021, Hidroeléctrica Bajos del Totuma registró ingresos por generación de energía por un monto de B/. 2.1 millones, incrementando un 71.5% respecto a diciembre 2020, esto debido a una mayor generación durante el año, derivado de los daños sufridos en la central de generación en el año 2020 por las tormentas ETA e IOTA, lo que limitó sus operaciones en dicho periodo. Los ingresos por generación fueron provenientes principalmente de los contratos con clientes (98.5%) y de la venta de energía en el mercado ocasional (1.5%). Por otro lado, los costos se conformaron únicamente por la compra de energía y potencia, y

registraron un monto de B/. 26.9 miles, por lo que el margen bruto registro un monto de B/. 2.1 millones, aumentando interanualmente un 71.1%.

- **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 5.3%, siendo menor al año anterior (diciembre 2020: 8.5%) mostrando mejora en cuanto a la eficiencia operativa. La utilidad neta muestra una recuperación importante en comparación al periodo anterior (diciembre 2020: -822.6 miles), situándose en B/. 357.9 miles. Por lo tanto, los indicadores de rentabilidad anualizados se sitúan para el período de análisis en ROA: 1.67% y ROE: 94.0%, indicando unos niveles adecuados de rentabilidad en el periodo.

- **Mejores niveles de solvencia y adecuada liquidez.** El índice de solvencia patrimonial se situó en 1.8% siendo mayor al año anterior (diciembre 2020: 0.11%), como resultado de la expansión en el patrimonio (+15.6 veces) por el decremento en el déficit acumulado (-12.85%) ante el decremento en menor proporción del activo (-0.3%). Asimismo, el indicador de endeudamiento patrimonial se ubicó en 5 veces (941.1 veces en diciembre 2020), derivado del aumento en patrimonio (+15.6 veces). Con respecto a liquidez inmediata, el indicador se situó en 2.1 veces situándose por debajo del período anterior (diciembre 2020: 3.4 veces). El indicador de liquidez se situó en 4.3 veces, mostrando una reducción de 12.8 veces con respecto al año anterior (diciembre 2020: 17.1 veces) como consecuencia del incremento en mayor proporción del pasivo corriente (+3.5 veces) ante el aumento en el activo corriente (+11.2%).

- **Cobertura adecuada:** A diciembre 2021, la cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se sitúa en 1.8 veces, lo que indica que el flujo generado es suficiente para cubrir los gastos financieros, consecuencia de una mejora en la generación de energía. Según las proyecciones realizadas por la empresa, para el año 2022 se tendría una cobertura de 1.76 veces, dependiendo del cumplimiento de sus contratos, y sería capaz de cubrir sus costos financieros de dicho año, de igual forma, esta cobertura es la misma que se proyecta en promedio para el periodo comprendido entre 2022 y 2026, e indica que la entidad cuenta con la capacidad de cubrir con sus obligaciones financieras durante el periodo.

- **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, una Central Fotovoltaica de 2.4 MW y la planta de generación termoeléctrica Tropitérmica, S.A., que cuenta con una capacidad instalada de 5.1MW.

Factores Clave

Los factores que podrían mejorar la calificación son:

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

Los factores que podrían desmejorar la calificación son:

- Externalidades ambientales negativas que limiten el adecuado funcionamiento de la planta de generación e impacten en sus ingresos.

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones Encontradas: No se encontró limitación alguna con la información enviada.
Limitaciones potenciales (Riesgos previsibles): Existe el riesgo que por las condiciones climáticas no sea posible para la empresa llevar a cabo sus operaciones de forma adecuada.

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 2021. Estados Financieros de Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. auditados al 31 de diciembre 2021.
- **Emisión:** Suplemento de la emisión.

Hechos relevantes

- El 08 de octubre de 2021 se aprueba una dispensa solicitada a los tenedores de bonos para dispensar Hidroeléctrica Bajos del Totuma del cumplimiento de su condición financiera para el periodo de marzo 2021 a marzo 2022, mediante resolución SMV No. 339-18 del 02 de agosto de 2018 de la sociedad, y se le dispensó de (i) la cobertura del servicio de deuda de los bonos serie C y (ii) cobertura de los bonos serie C.

Contexto Económico

Para la economía mundial, se ha ralentizado a inicios del año, a medida que va avanzando las nuevas variantes del COVID-19 los países han tomado nuevamente las restricciones a la movilidad. Así como el encarecimiento de la energía, combustibles, y materias primas por causa de los factores geopolíticos entre Rusia y Ucrania, que podrá tener un impacto en la inflación y en las economías de Latinoamérica. Se prevé que el crecimiento mundial se modere de 5.9% en 2021 a 4.4% en 2022 según la perspectiva del Fondo Monetario Internacional. Por otro lado, se estima que continúe el aumento en la inflación debido a los cortes en las cadenas de suministros y los altos precios de energía/combustibles en el transcurso del 2022. Derivado de lo anterior, es importante que los países inicien y diseñen nuevas reformas con el fin de incrementar la inversión y promover el capital humano, y así poder revertir la desigualdad de ingresos y poder hacer frente a los desafíos que se encuentra actualmente el mundo.

Para la región de América Latina y el Caribe, según La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), tuvo un crecimiento promedio para la región en el año 2021 de 6.2%, gracias a la baja base de comparación que constituyo el año 2020, la mayor movilidad y el favorable contexto externo. Sin embargo, la región enfrentara un 2022 muy complejo, debido a la persistencia e incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, fuertes desaceleraciones del crecimiento, bajas inversiones. A pesar de esto, los países han demostrado crecimientos a lo largo del año 2021 y esperan que en el año 2022 las economías avanzadas y emergentes sigan progresando. En 2021, 11 países de América Latina y el Caribe recuperan los niveles de PIB previos a la pandemia. Y en lo que va del año 2022, se agregarían otros tres, de los 33 países que conforman la región. Por lo que se prevé una mejora a comparación al año 2020 tras su caída del producto Interno Bruto regional del 6,7% (excluyendo Venezuela), demostrando el crecimiento en el año 2021.

Según el Banco Mundial. Panamá cuenta con el desafío de reactivar el crecimiento y garantizar que los beneficios también lleguen a las zonas rurales y a los grupos tradicionalmente excluidos. Uno de los sectores más importantes para la economía panameña es el de construcción, donde se encuentra creciendo positivamente desde el año anterior, pero aún se encuentra por debajo del nivel que se encontraba antes de pandemia. En cuanto, los sectores económicos que presentaron un incremento mayor fueron la pesca (+51.3%), explotación de minas y canteras (+47.9%), construcción (+45.2%), actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiles (+40%), otras actividades comunitarias, sociales y personales de servicios (39.4%) y hoteles y restaurantes (+38.5%) y en menores variaciones se encuentran los sectores como transporte, almacenamiento y comunicaciones, industrias manufactureras, suministro de electricidad gas y agua y comercio al por mayor y al por menor. Por otra parte, los sectores que continuaron con una tendencia negativa son: las actividades de servicios sociales y de salud privada (-8%) y la intermediación financiera (-0.7%), lo cual demuestra que la mayoría de los sectores económicos que componen el PIB de Panamá se encuentran en crecimiento.

A diciembre 2021, el índice mensual de actividad económica (IMAE) registro un crecimiento de +16%, 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 +13.05% en comparación del mismo período 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.

Se espera que se continúe y sea efectivo el proceso de vacunación debido a que esto ayudaría a estabilizar la economía dentro del país, la atracción de nuevas inversiones para generar nuevos empleos. Así como la reactivación y la atracción de los turistas hacia el país. Por otro lado, se espera darle continuidad a las políticas que permitan estimular la recuperación económica y a reforzar las reformas sociales para garantizar el crecimiento que se va notando poco a poco en el país, así como apoyar la recuperación de actividades comerciales y económicas, sobre la micro y pequeñas empresas.

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 energético fue de 3,422.8 MW, ligeramente inferior a los 3,517.12 registrados en el año 2020. La generación total durante 2021 fue de 11.4 millones de MWh, de las cuales, el 70.2% corresponde a energía hídrica, el 17% a energía térmica, el 5.1% fue energía solar y el 4.7% provino de turbinas eólicas. Por el lado de la demanda energética, el consumo durante el año 2021 se concentró principalmente en la Provincia de Panamá con un 57.9% del consumo, seguido de Panamá Oeste, con un 13.1%, Chiriquí con un 8.4% y Colón con un 5.2%.

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 diciembre 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%

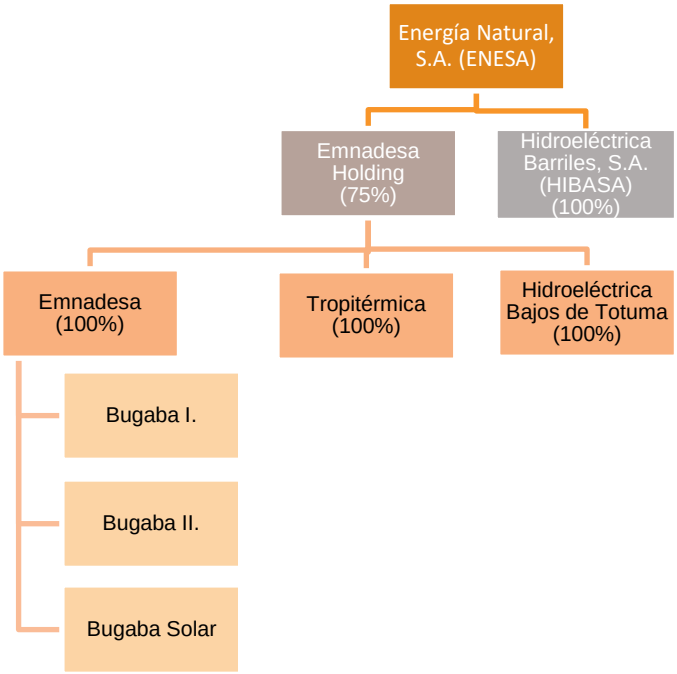
EMNADESA HOLDING

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.

ORGANIGRAMA DE LA ESTRUCTURA ACCIONARIA



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

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[1]

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 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

[1] Encuesta actualizada al 25 de enero de 2022

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

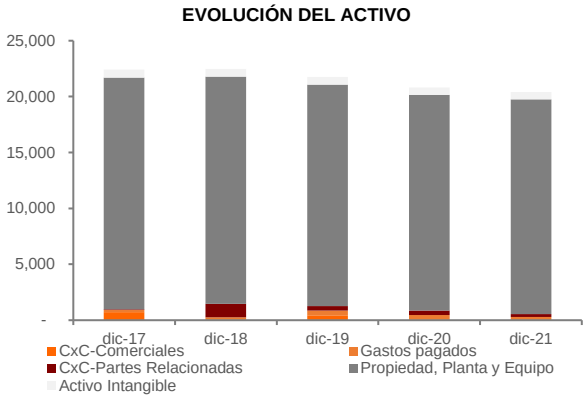
Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Análisis Financiero

Activos

A diciembre 2021, los activos de Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (HBDT) se situaron en B/. 21.5 millones, mostrando un decremento interanual de B/. 61.8 miles (-0.3%) como resultado de la reducción de las cuentas por cobrar a partes relacionadas reflejando una disminución de B/.264.8 miles (-45.27%). Adicional, se observa aumento en el activo corriente en el efectivo de B/.439 miles con respecto a diciembre 2020 (B/.105.8 miles), situándose en B/.544.8 miles (+4.15 veces), esto tras la mejora en las operaciones de la entidad y el pago por parte del seguro tras los daños de las tormentas ETA e IOTA y una disminución de los gastos pagados anticipados de B/. 91 miles, totalizando B/.288 miles (-24.06%).

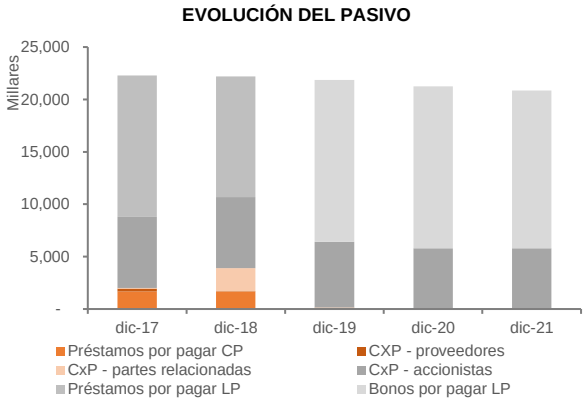
La composición de los activos se encuentra alineado al giro de negocio como planta generadora de energía hidroeléctrica en donde el 89.5% de los activos los conforma propiedad, planta y equipo. La compañía posee una concesión otorgada por la Autoridad Nacional de Servicios Públicos (ASEP) para el desarrollo 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 MW, 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/.649.2 miles representando el 3.02% del total de los activos. El activo corriente representa 5.14% del activo total y sus principales componentes son: Efectivo (2.54%) y gastos pagados por adelantado (1.34%).



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Pasivos

A diciembre 2021, el pasivo ascendió a B/.21.1 millones (-1.95%) reflejando un decremento de B/.419.7 miles con respecto a diciembre 2020 (B/.21.5 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/.223 miles. El pasivo no corriente descendió a B/.20.8 millones (-2.89%) mostrando contracción de B/.621 miles en comparación al año anterior (diciembre 2020: B/.21.5 millones), como resultado de la reducción de los bonos por pagar en su porción no circulante de B/.384 miles (-2.48%), situándose en B/.15.1 millones y de B/. 239 miles (-100.0%) en cuentas por pagar-partes relacionadas que fue liquidado.



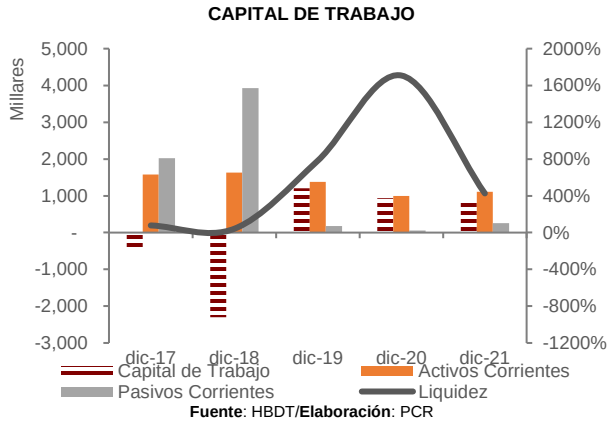
Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Liquidez y Flujo de Efectivo

A diciembre 2021, el indicador de liquidez se situó en 4.26 veces, mostrando un decremento de 12.8 veces con respecto al año anterior (diciembre 2020: 17.1 veces) como consecuencia del incremento en menor proporción del activo corriente (+11.2%) ante el aumento en el pasivo corriente (+3.46 veces). El indicador de liquidez inmediata se ubicó en 2.1 veces mostrando un decremento interanual (diciembre 2020: 3.4 veces). Asimismo, el capital de trabajo totalizó B/.845.4 miles (-9.6%) reflejando un decremento de B/.90.0 miles con respecto a diciembre 2020 (B/.935 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	dic-21
Liquidez	78.0%	41.5%	781.8%	1708.0%	425.8%
Liquidez inmediata	43.1%	1.6%	282.0%	338.1%	213.8%
Capital de Trabajo	- 445,484	- 2,299,490	1,202,968	935,386	845,357
Activos Corrientes	1,577,377	1,628,029	1,379,400	993,558	1,104,811
Pasivos Corrientes	2,022,861	3,927,519	176,432	58,172	259,454

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR



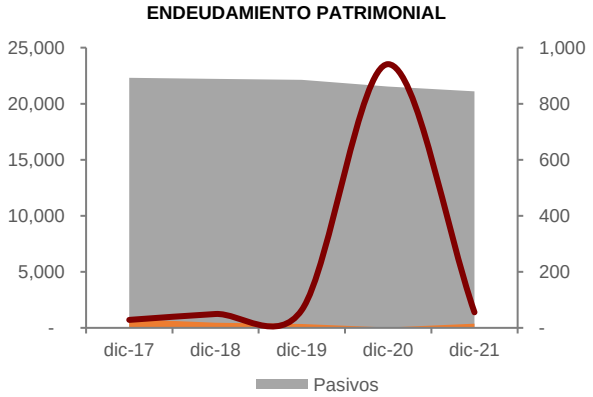
Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Patrimonio

A la fecha de análisis, el patrimonio se situó en B/.380.7 miles (+15.6 veces) mostrando un aumento interanual de B/.357.9 miles (diciembre 2020: B/.22.9 miles). Lo anterior derivado de la reducción en el déficit acumulado de B/.357.9 miles (-12.85%), situándose en B/.2.4 millones a diciembre 2021. El patrimonio representa únicamente el 1.77% 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/.5.8 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 diciembre 2021, el índice de solvencia patrimonial se situó en 1.8% siendo mayor al año anterior (diciembre 2020: 0.1%), como resultado del aumento en el patrimonio (+1.7%) por el decremento en el déficit acumulado (-12.9%) ante la reducción del activo (-0.3%). Asimismo, el indicador de endeudamiento patrimonial se ubicó en 55.4 veces (941.1 veces en diciembre 2020), derivado del aumento en patrimonio (+15.6 veces) por la utilidad neta del periodo. 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 2.1 veces situándose por debajo del período anterior (diciembre 2020: 3.4 veces) y el indicador de liquidez se ubicó en 4.6 veces siendo inferior a diciembre 2020 (17.1 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:

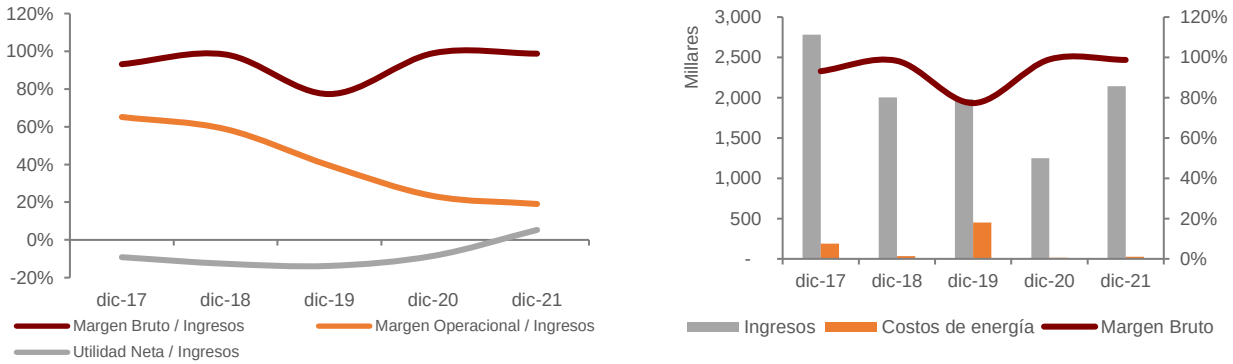
- Durante 2020, la relacionada Empresa Nacional de Energía, S.A. ha suscrito varios contratos de Reserva de Energía Contratada con Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S.A. que se extienden hasta el 31 de diciembre de 2021, en los que la relacionada comprará a la Compañía toda la energía que tenga disponible, luego de haber cumplido con todos sus compromisos contractuales hasta la fecha.

A diciembre 2021, Hidroeléctrica Bajos del Totuma tuvo ingresos por generación de energía por B/.2.1 millones (+71.5%) reflejando un incremento de B/.893.2 miles con respecto a diciembre 2020 (B/.1.2 millones). 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 en su totalidad durante el período de análisis en otros ingresos.

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.

Por el contrario, los costos de energía representan la compra de energía y potencia, y se situaron en B/.26.9 miles (+1.12 veces) reflejando un aumento de B/.14.2 miles en comparación a diciembre 2020 (B/.12.7 miles). Por lo tanto, el margen bruto totalizó B/. 2.1 millones (+71.12%) mostrando una mejora de B/.893.2 miles interanualmente (diciembre 2020: 1.2 millones).

MARGENES FINANCIEROS



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

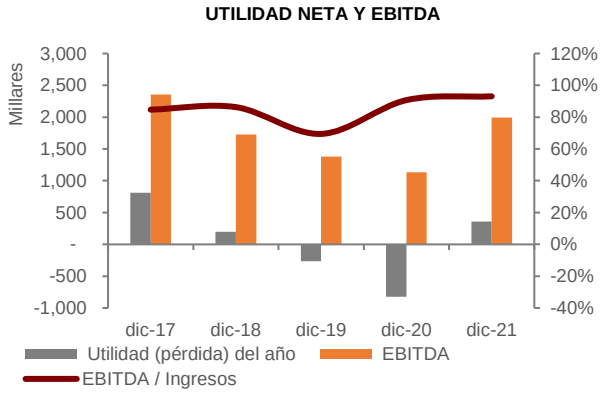
Margen Operativo

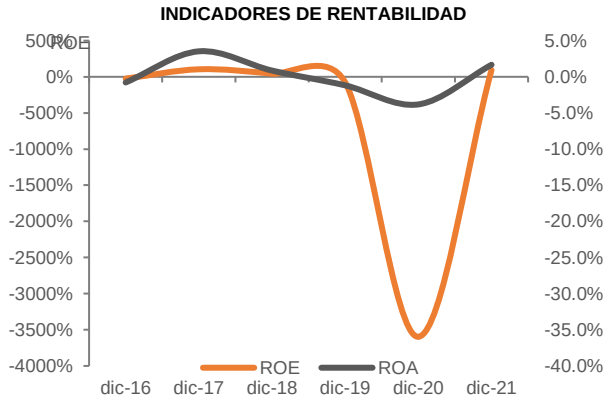
A diciembre 2021, los gastos de personal se situaron en B/.111.9 miles (+6.84%) mostrando un aumento de B/.7.2 miles con respecto al período anterior (diciembre 2020: B/.104.8 miles), como resultado de mayores beneficios a empleados (+109.5%). Adicional, se observa un incremento de B/.759.9 miles (+2.5 veces) en otros gastos, totalizando B/.1.1 millones. Lo anterior derivado del incremento en el rubro de seguros general (+85.7%), honorarios profesionales (+2.41 veces) y el descarte de Propiedad, Planta y Equipo por B/. 515.5 miles. Por lo tanto, la utilidad operativa ascendió a B/.407.9 miles (+40.4%) mostrando un crecimiento de B/.117.7 miles en comparación a diciembre 2020 (B/.104.8 miles). El indicador del margen operacional sobre ingresos pasó de 23.3% en diciembre 2020 a 19.0% en diciembre 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 5.3% siendo menor al año anterior diciembre 2020 (8.5%). Finalmente, Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. registró costos financieros por B/.1.1 millones (-0.87%) correspondientes al pago de los intereses de los bonos y otros ingresos por B/.1.1 millones, correspondientes a la indemnización por lucro cesante y daños materiales tras las tormentas ETA e IOTA.

Margen neto

La utilidad neta ascendió a B/.357.9 miles, mostrando una mejora importante con respecto a diciembre 2020 (-B/.822.6 miles). Lo anterior resultado del incremento en los ingresos por generación de energía (+B/.893.2 miles) y del crecimiento en otros ingresos (+B/.1.1 millones) que incluyen el pago total de la indemnización por lucro cesante, así como por daños materiales, hubo un aumento en gastos de personal de B/.72. miles (+6.84%), especialmente en el rubro de Beneficios a empleados que totalizaron B/.13.8 miles (+1.1 veces). Adicionalmente, se observa el incremento en otros gastos de B/.759.9 miles (+2.5 veces), situándose en B/.1.1 millones. Lo anterior derivado del crecimiento en seguros general (+80.74%), descarte en propiedad, planta y equipo por B/. 515.5 miles y un crecimiento en Honorarios Profesionales (+2.41 veces), como consecuencia de los daños que enfrentó la hidroeléctrica por las tormentas ETA e 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 2.4 puntos porcentuales, situándose en 93.1% (diciembre 2020: 90.7%).





Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Rentabilidad

La utilidad neta muestra una recuperación importante en comparación a diciembre 2020 (-B/.822.6 miles), situándose en B/.357.9 miles. El patrimonio se situó en B/.380.7 miles (+15.65 veces) y el activo en B/.21.48 millones (-0.3%). Por lo tanto, los indicadores de rentabilidad anualizados se sitúan para el período de análisis en ROA: 1.7% y ROE: 94.0%, comparado a los presentados en diciembre 2020 (ROA: -3.8%; ROE: -36 veces), sin embargo, estos periodos no son comparables, dado que en 2020 hubo una pérdida considerable como consecuencia de los daños causados por las tormentas ETA e IOTA a la planta generadora. El incremento en los ingresos y la utilidad durante 2021 se debe principalmente a lo recibido de parte de la aseguradora para la reconstrucción de la planta, así como el pago de indemnización por lucro cesante.

Características del Instrumento

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISÍÓN

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 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:	Banco Aliado, S.A.
Casa de Valores y Puesto de Bolsa:	Geneva Asset Management, 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 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 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.
- **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.

	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

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.

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 25,930 MWh promedio anual, a partir del año 2022, 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 auditados al 31 de diciembre 2021, alcanzó B/. 2.1 millones. 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 totalizando B/. 578.3 miles, que se suman a los ingresos de la empresa, y colocan el ingreso en B/.2.7 millones. De igual forma, durante el año 2021 se observó un crecimiento en los ingresos por generación de energía y un manejo adecuado de los gastos.

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

Cifras en (B/.)	2021r	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Ingresos							
Venta de Potencia contratada	77,677	-	-	-	-	-	-
Venta de energía contratada PPA	2,031,664	2,041,701	1,546,734	2,041,701	2,041,701	1,546,734	2,041,703
Venta Contrato de Respaldo con EMNADESA	32,382	-	-	-	-	-	-
Otros ingresos	1,054,094	-	-	-	-	-	-
Ingresos por Intereses	927	-	-	-	-	-	-
Ingresos Operativos, Netos	**3,196,744**	**2,041,701**	**1,546,734**	**2,041,701**	**2,041,701**	**1,546,734**	**2,041,703**
Costos y Gastos							
Compra de Energía	24,270	14,400	14,400	14,400	14,400	14,400	14,400
Salarios y Beneficios	111,943	106,867	109,005	111,185	113,409	115,677	117,990
Otros gastos administrativos	1,063,497	308,133	312,757	317,448	322,210	327,043	331,949
Total de Gastos	**1,199,710**	**429,400**	**436,162**	**443,033**	**450,019**	**457,120**	**464,339**

En la evaluación del EBITDA sobre los gastos financieros, se presenta una cobertura promedio proyectada de 1.73 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 1.05 veces en 2022 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 1.8 a diciembre 2021 en sus datos reales, a los cual se espera una mejoría en los años posteriores con el alza de sus ingresos.

Cifras en (B/.)	2021r	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Variaciones en Activos	**190,357**	**(18,280)**	**67,715**	**(98,121)**	**15,342**	**59,655**	**(72,706)**
Cuentas por cobrar,neto	231,586	(164,342)	61,871	(61,871)	-	61,871	(61,871)
Fondo de fideicomiso	-	(11,011)	5,901	(2,391)	1,710	(283)	734
Gastos pagados por adelantado	(58,995)	157,562	(3,616)	(28,301)	14,632	(5,490)	(6,011)
Otros activos	(1,234)	511	4,558	(4,558)	-	4,558	(4,558)
Activo Intangible	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000
CAPEX	-	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
Variaciones en Pasivos	**1,439**	**36,618**	**(17,184)**	**10,186**	**(3,701)**	**3,382**	**(193)**
Cuentas por pagar - proveedores	761	38,229	(18,240)	10,474	(4,097)	3,327	(425)
Gastos acumulados por pagar	678	(997)	749	(134)	319	93	212
Prima de antigüedad	-	(615)	307	(154)	77	(38)	19
Flujo del Período (operativo)	**1,704,913**	**1,630,637**	**1,161,103**	**1,510,734**	**1,603,323**	**1,152,651**	**1,504,465**

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

INDICADORES DE COBERTURA

(Cifras en B/.)	2021r	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
EBITDA	1,933,433	1,612,299	1,110,572	1,598,668	1,591,683	1,089,614	1,577,364
Amortización Capital	-	160,695	223,113	235,381	248,312	250,383	272,507
Gastos por Intereses	951,907	845,331	834,776	822,168	808,866	795,152	780,772
EBITDA / Gastos Financieros	2.03	1.91	1.33	1.94	1.97	1.37	2.02
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	1.75	1.60	1.05	1.51	1.51	1.04	1.50

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Anexos

Estado de Situación Financiera

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (B/.)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
ACTIVOS	**23,090,746**	**22,662,942**	**22,483,797**	**21,544,781**	**21,482,936**
Activo Corriente	1,577,377	1,628,029	1,379,400	993,558	1,104,811
Efectivo	153,955	34,176	61,772	105,789	544,842
Cuentas por cobrar - comerciales y otras	718,656	29,250	435,709	90,871	9,883
Fondo de fideicomiso para uso específico	449,104	135,268	41,452	9,720	3,580
Gastos pagados por adelantado	204,632	237,858	418,284	379,557	288,249
Cuentas por cobrar - partes relacionadas	46,146	1,183,809	404,712	388,441	237,843
Otros activos	4,884	7,668	17,471	19,180	20,414
Activo No Corriente	21,513,369	21,034,913	21,104,397	20,551,223	20,378,125
Propiedad, planta y equipo, neto	20,729,285	20,325,748	19,804,460	19,293,196	19,226,278
Activo intangible, neto	725,167	706,167	687,167	668,167	649,167
Fondo de fideicomiso para uso específico	58,917	2,998	5,022	5,022	182,594
Cuentas por cobrar - partes relacionadas	-	-	607,748	584,838	320,086
PASIVOS	**22,307,311**	**22,214,336**	**22,138,281**	**21,521,892**	**21,102,191**
Pasivos Corrientes	2,022,861	3,927,519	176,432	58,172	259,454
Préstamos por pagar - porción circulante	1,688,900	1,688,900	-	-	-
Cuentas por pagar - proveedores	262,104	13,302	130,476	22,911	23,672
Cuentas por pagar - partes relacionadas	61,805	2,210,332	10,318	126	1,436
Gastos acumulados por pagar	10,052	14,985	11,058	10,555	11,233
Provisión de impuesto inmmueble	-	-	24,580	24,580	-
Pasivos No Corrientes	20,284,450	18,286,817	21,961,849	21,463,720	20,842,737
Cuentas por pagar - accionistas	6,771,492	6,771,492	6,271,492	5,771,492	5,771,492
Cuentas por pagar - partes relacionadas	-	-	238,098	238,740	-
Préstamos por pagar - porción no circulante	13,511,100	11,511,100	-	-	-
Bonos por pagar - porción no circulante	-	-	15,450,000	15,450,000	15,066,192
Prima de antigüedad	1,858	4,225	2,259	3,488	5,053
PATRIMONIO	**783,435**	**448,606**	**345,516**	**22,869**	**380,745**
Acciones comunes	1,810,000	1,810,000	2,310,000	2,810,000	2,810,000
Déficit acumulado	- 1,026,565	- 1,361,394	- 1,962,694	- 2,785,341	- 2,427,465
Impuesto complementario	-	-	- 1,790	- 1,790	- 1,790
PASIVOS Y PATRIMONIO	**23,090,746**	**22,662,942**	**22,483,797**	**21,544,761**	**21,482,936**

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Estado de Resultados

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (B/.)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Ingresos	**2,782,512**	**2,002,118**	**1,985,282**	**1,248,550**	**2,141,723**
Ingresos por generación eléctrica	2,782,512	2,002,118	1,985,282	1,248,550	2,141,723
Costos de energía	**190,870**	**34,625**	**450,399**	**12,714**	26,944
Utilidad Bruta	**2,591,642**	**1,967,493**	**1,534,883**	**1,235,836**	**2,114,779**
Gastos de personal	237,697	249,052	211,628	104,772	111,943
Otros gastos	770,899	530,499	335,342	303,581	1,063,497
Depreciación	521,916	523,819	521,202	517,906	512,469
Amortización de activos intangibles	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000
Utilidad Operativa	**1,813,029**	**1,175,622**	**783,053**	**290,577**	**407,870**
Otros gastos e ingresos, neto	*- 999,160*	*- 979,952*	*- 1,049,011*	*- 1,113,224*	- 49,994
Costos financieros, neto	1,001,745	989,027	1,104,506	1,114,768	1,105,015
Intereses ganados	2,585	9,075	55,495	1,200	1,054,094
Otros gastos	-	-	-	-	-
Pérdida antes del impuesto sobre la renta	**813,869**	**195,670**	**- 265,958**	**- 822,647**	**357,876**
Utilidad (pérdida) del año	**813,869**	**195,670**	**- 265,958**	**- 822,647**	**357,876**

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (B/.)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Cobertura y Solvencia					
Solvencia (Patrimonio / Activos)	3.4%	2.0%	1.5%	0.1%	1.8%
Endeudamiento Patrimonial	28.47	49.52	64.07	941.09	55.42
EBITDA/ Deuda bancaria	15.5%	13.1%	8.9%	7.3%	13.2%
EBITDA / Costos financieros	235.2%	174.7%	124.8%	101.6%	180.4%
Rentabilidad					
ROA	3.5%	0.9%	-1.2%	-3.8%	1.7%
ROE	103.9%	43.6%	-77.0%	-3597.2%	94.0%
EBITDA / Ingresos	84.7%	86.3%	69.4%	90.7%	93.1%
Margen Bruto / Ingresos	93.1%	98.3%	77.3%	99.0%	98.7%
Margen Operacional / Ingresos	65.2%	58.7%	39.4%	23.3%	19.0%
Utilidad Neta / Ingresos	-9.2%	-12.7%	-13.8%	-8.5%	5.3%
Eficiencia					
Eficiencia (gastos administrativos y de proyecto / margen bruto)	9.2%	12.7%	13.8%	8.5%	5.3%
Costos Financieros / Ingresos	36.0%	49.4%	55.6%	89.3%	51.6%
Costos Financieros / Margen Operativo	55.3%	84.1%	141.1%	383.6%	270.9%
Liquidez Financiera					
Liquidez	78.0%	41.5%	781.8%	1708.0%	425.8%
Liquidez inmediata	43.1%	1.6%	282.0%	338.1%	213.8%
Capital de Trabajo	445,484	2,299,490	1,202,968	935,386	845,357

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.