HBDT
HIDROELÉCTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

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

Panamá, 14 de agosto de 2023

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 11 de julio de 2023 para tratar la Calificación de la Empresa y Bonos Corporativos de HIDROELECTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A, en la cual se decidió subir la calificación de "paBBB" a "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. 80/2023

Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2022	Fecha de comité: 11/07/2023
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Energético/Panamá

Equipo de Análisis

Gamaly Tejada gtejada@ratingspcr.com	José Ponce jponce@ratingspcr.com	(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES						
Fecha de información	dic-19	dic-20	jun-21	dic-21	jun-22	dic-22
Fecha de comité	18/09/2020	03/09/2021	21/01/2022	10/06/2022	01/02/2023	11/07/2023
Bonos Corporativos Garantizados	paBBB	paBBB	paBBB	paBBB	paBBB	paBBB+
Bonos Subordinados No Acumulativos	paBB+	paBB+	paBB+	paBB+	paBB+	paBBB-
Perspectiva	Estable	Estable	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.

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.

Racionalidad

La calificación se fundamenta en el aumento continuo de los ingresos por generación de energía respaldada por contratos PPA, y su alta liquidez la cual le permite una adecuada cobertura de sus obligaciones y las garantías bajo fideicomiso pertenecientes a los bonos corporativos garantizados, también se considera los adecuados niveles de solvencia y el crecimiento de la rentabilidad, así como 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 2022, Hidroeléctrica Bajos del Totuma registró ingresos por generación de energía por un monto de B/. 2.6 millones, incrementando respecto a diciembre 2021, debido a una mayor generación, lo cual esta alineado con el comportamiento del mercado, debido a que, en Panamá, la generación de energía eléctrica proveniente de fuentes renovables creció un 51%. Los ingresos por generación fueron provenientes principalmente de los contratos con clientes (90%) y de la venta de energía en el mercado ocasional (10%). Por otro lado, los costos se conformaron únicamente por la compra de energía y potencia, y registraron un monto de B/. 9 miles, por lo cual el margen bruto registro un aumento interanual de 22.01%., mostrando una mejora durante los últimos periodos.

Mejora en los niveles de rentabilidad. 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, manejando adecuadamente los gastos de personal a aquellos derivados estrictamente de la planta de energía hidroeléctrica. A la fecha de análisis, el índice de eficiencia[1] se situó en 4.9%, siendo

[1] Eficiencia (gastos administrativos y de proyecto / margen bruto)

menor al año anterior (diciembre 2021: 5.3%) mostrando mejora en cuanto a la eficiencia operativa. La utilidad neta muestra una recuperación en comparación al periodo anterior, situándose en B/. 431.5 miles. Por lo tanto, los indicadores de rentabilidad anualizados se sitúan para en ROA: 1.9% y ROE: 53.1%, indicando unos niveles adecuados de rentabilidad en el periodo, se observa una mejora en la eficiencia, optimizando sus costos a pesar del alza en sus operaciones por el incremento de las ventas.

Adecuados niveles de solvencia y liquidez. A la fecha de análisis, el índice de solvencia patrimonial se situó en 3.8% siendo mayor al año anterior (diciembre 2021: 1.8%), como resultado de la expansión en el patrimonio (+1.1 veces) por la reducción del déficit acumulado. Asimismo, el indicador de endeudamiento patrimonial se ubicó en 25.7 veces, reflejando una reducción con relación al periodo anterior, pero mantiene niveles elevados de endeudamiento debido a la estructura del pasivo y el déficit acumulado en el patrimonio. Con respecto a liquidez inmediata, el indicador se situó en 2 veces situándose por debajo del período anterior (diciembre 2021: 2.1 veces). Así mismo, el indicador de liquidez se situó en 6.8 veces, menor al año anterior (diciembre 2021: 4.3 veces), sin embargo, muestra niveles estables de liquidez, teniendo una cobertura de efectivo sobre sus obligaciones corrientes de 2 veces, por lo cual, puede hacer frente a sus obligaciones a la fecha de análisis.

Cobertura adecuada: A diciembre 2022, la cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se sitúa en 2.2 veces, lo que indica que el flujo generado es suficiente para cubrir los gastos financieros, consecuencia del aumento de ingresos por generación de energía. Según las proyecciones realizadas por la empresa a diciembre 2022, cuenta con una cobertura de 1.77 veces, mejor a los esperado que era de 1.38, debido al cumplimiento de sus contratos, mostrando capacidad para 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/. 15.06 millones (Serie C), y que cuentan con garantías de B/ 41.0 millones, teniendo una cobertura adecuada de 1.3 veces. 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

Los factores que podrían mejorar la calificación son:

- Un sostenido crecimiento de los ingresos por generación de energía, así como el adecuado 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 auditados de Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. al 31 de diciembre 2022.
- **Emisión:** Suplemento de la emisión.

Hechos relevantes

- Durante el 2022, la relacionada Empresa Nacional de Energía, S. A. (EMNADESA) ha suscrito varios contratos de Reserva de Energía Contratada con Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S. A. que se extienden hasta el 30 de junio de 2022, en los que la relacionada comprará a la Compañía toda la energía que tenga disponible, luego de este haber cumplido con todos sus compromisos contractuales hasta la fecha, cuenta con contratos hasta el 31 de julio de 2023.
- 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.

Contexto Económico

Luego de los efectos causados por la pandemia COVID-19 las expectativas de crecimiento económico mundial para 2022 eran favorables, aunque se temía que hubiera presiones sobre los precios como un efecto en la economía por las restricciones en pandemia. Inicialmente fue considerado como algo transitorio, sin embargo, se mantuvieron en conjunto con el conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania, provocando así un nuevo aumento en los costos de los alimentos y energía. Aunado a lo anterior, hubo sanciones contra Rusia que provocaron un aumento en los precios de los productos básicos, desde el petróleo hasta el trigo. Los países en vías de desarrollo que dependen de las importaciones de alimentos y energía se vieron especialmente afectados.

Así mismo, el cambio en la política monetaria de Estados Unidos causó que la reserva federal (FED) tomara medidas para controlar la inflación, un efecto observado en la mayoría de los bancos centrales de la región latinoamericana y el caribe, lo que llevó a un aumento de las tasas de interés a un ritmo mayor al observado en la última década. De este modo, la reserva federal comenzó el año con tasas de interés de 0.25% y al cierre de 2022 estas se ubican en 4.5%, siendo esta, la tasa de interés más alta que ha visto desde 2008. Según el banco mundial, se esperan aumentos adicionales en las tasas de interés durante los primeros meses de 2023 y un ajuste en la inflación. Es importante destacar que estas variaciones pueden afectar el dinamismo en el sector financiero, considerando que durante el 2023 se prevé una recesión en la economía, lo cual pude afectar en la generación de empleos de la región.

Por su parte, para la región de América Latina y el Caribe, según estudios realizados por el fondo monetario internacional (FMI), se menciona como la evolución de la región y los efectos del conflicto geopolítico han afectado a la misma. La respuesta de los bancos centrales para contener la inflación fue rápida y ayudó a contener las presiones en los precios para finales de 2022, la cual aún permanece alta. Asimismo, se prevé que la actividad económica se desacelere en la región durante los primeros meses de 2023. Los bancos centrales estiman que los niveles de inflación estarán por encima de las metas ya establecidas y la perspectiva es una desaceleración en el crecimiento proyectando en 1.7% para la economía mundial, después de haber crecido más de un 4% en 2022. El aumento en las tasas de interés puede reducir las actividades de inversión y el desarrollo de empleo, generando un desempeño moderado en la economía.

Según el Banco Mundial, Panamá cuenta con retos importantes a nivel social puesto que tiene bajos niveles de escolaridad que pueden afectar su desarrollo, en cuando a un panorama económico, los ingresos fiscales continúan mejorando registrando al primer semestre del año un aumento del 7.8%, se prevé que en un mediano plazo el crecimiento el PIB panameño se estabilizara en torno al 5%, impulsado por la inversión y el consumo privado, mientras que la inversión y el consumo públicos deberían moderarse en un contexto de consolidación fiscal. Por otra parte, al cuarto trimestre de 2022, las actividades económicas que presentaron un mayor incremento fueron Actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas (+47.4%), Hoteles y restaurantes (+36.2%), Construcción (+18.5%), Actividades profesionales, científicas y técnicas (+17.8%) y Comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos de motor y motocicletas (+16.3%). Cabe destacar que los sectores hoteles, restaurantes y construcción fueron de los más afectados durante la pandemia, pero con la reactivación económica estos se han recuperado más que el resto y actualmente cuentan con un potencial muy alto para convertirse en pilares de la economía panameña.

La economía panameña al cierre de 2022 fue liderada por el buen desempeño que tuvieron los sectores de construcción, comercio y la industria manufacturera. Si bien la perspectiva que se tiene para 2023 es como un año cargado de retos debido al alza en la tasa de interés y la recesión económica, según proyecciones del FMI la inflación en panamá se situaría en 3% siendo una de las más bajas en la región, por lo que se espera que los efectos ya mencionados no afecten de una forma considerable al país.

Panorama Internacional

Según las Perspectivas económicas mundiales del Banco Mundial, en su edición más reciente a enero de 2023, se pronostica una desaceleración del crecimiento global desde el 3.0% proyectado hace 6 meses, hasta un 1.7%, producto de la elevada inflación, el aumento de las tasas de interés, la reducción en las inversiones y por las perturbaciones de la invasión de Rusia a Ucrania; mientras que para 2024 se prevé una ligera recuperación, alcanzando una tasa de crecimiento de 2.7%. En ese sentido, para 2023 se espera una desaceleración generalizada con correcciones de pronósticos a la baja en el 95% de las economías avanzadas y para aproximadamente el 70% de las economías emergentes y en desarrollo.

En 2022, la inflación presionó a la mayoría de las economías del mundo, donde la mediana de la inflación global superó el 9% en la segunda mitad del año, alcanzando su nivel más alto desde 1995. En las economías emergentes y en desarrollo (EMDEs), ésta alcanzó casi el 10%, el nivel más alto desde 2008; mientras que en las economías avanzadas un poco más del 9.0%, la más alta desde 1982; la alta inflación es producto de factores tanto de oferta como de demanda. Por parte de la demanda, se encuentran el crecimiento acelerado por el efecto rebote posterior a la crisis de 2020 por la pandemia, así como los impactos retardados de las políticas macroeconómicas aplicadas. Mientras que, por el lado de la oferta, la escasez de productos básicos profundizada por la invasión de Rusia a Ucrania contribuyó sustancialmente al incremento del precio de la energía y los alimentos. Adicionalmente, en algunos países, condiciones más estrictas y desajustes en los mercados laborales propiciaron un aumento de los salarios y costos de insumos de producción.

En ese sentido, se espera que para 2023 la inflación se modere, pero aún será un factor determinante que sumado a las demás condiciones adversas que enfrenta la economía global, provocarán una ralentización del crecimiento económico, donde las economías avanzadas podrían experimentar desaceleraciones de su crecimiento desde 2.5% en 2022 a 0.5% en 2023, lo que podría elevar las alertas, dado que estas magnitudes han sido la antesala de una recesión mundial en las dos últimas décadas, según datos del Banco Mundial. En Estados Unidos se espera que el crecimiento se reduzca en 1.9 p.p. hasta ubicarse en 0.5% en 2023, comparado con las proyecciones previas y alcanzando una de las peores tasas de crecimiento desde las recesiones oficiales en la década de 1970. Por su parte, se espera que la zona euro no registre avances y China prevé un crecimiento de 4.3%, 0.9 p.p. por debajo de los pronósticos anteriores.

Para la región de América Latina y el Caribe, se estimó un crecimiento económico de 3.6% para el 2022; sin embargo, para 2023 se pronostica una desaceleración marcada con un crecimiento económico de 1.3%, mientras que para 2024 se esperaría una ligera recuperación ubicándose en 2.4%. Se estima que las condiciones económicas globales, en conjunto con el lento crecimiento de las economías desarrolladas como Estados Unidos y China reduzcan las exportaciones a la vez que se sigan manteniendo las condiciones financieras restrictivas por el aumento de las tasas de interés de Estados Unidos. Adicionalmente, según el Banco Mundial, la inversión regional disminuirá debido al costo del financiamiento, escasa confianza empresarial e incertidumbre normativa. De igual forma, para Centroamérica se estima un crecimiento de 3.2% en 2023, afectado por el efecto de la desaceleración de la economía estadounidense sobre las exportaciones en la región y menor ingreso de remesas.

Adicionalmente, las condiciones de endeudamiento de muchas economías emergentes y en desarrollo ya se dirigían hacia un camino de vulnerabilidad y dadas las presiones económicas globales es probable que la sostenibilidad fiscal se erosione aún más debido a las perspectivas de crecimiento menores y al aumento de los costos de la deuda. El escenario de bajo crecimiento, sumado a las medidas de los gobiernos para proteger a las poblaciones más vulnerables por medio de subsidios y recortes a los impuestos de consumo han tensado aún más los presupuestos fiscales de muchos países que ya cuentan con elevados niveles de deuda pública, que les restringe aún más el acceso a los mercados financieros internacionales.

Contexto Sector

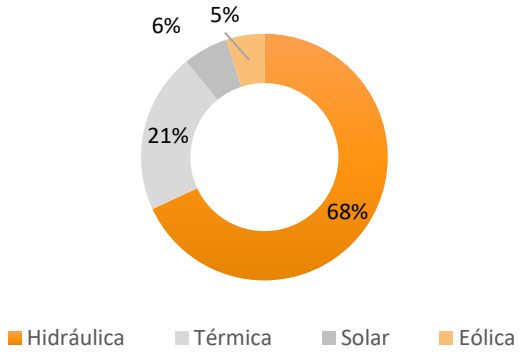
Hasta el año 1961, el servicio eléctrico de Panamá fue brindado por el sector privado, sin embargo, la creación del Instituto de Recursos Hidráulicos y Electrificación (IRHE) concentró principalmente en manos estatales las actividades del sector eléctrico. Fue hasta finales de la década de los 1990s 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:

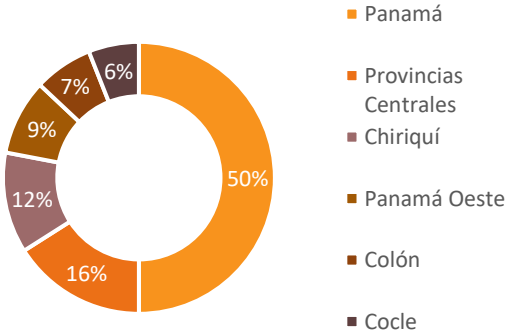
- Empresa de distribución Eléctrica Metro Oeste, S.A (EDEMET)
- Elektra Noreste, S.A. (ENSA)
- Empresa de distribución eléctrica Chiriquí, S.A. (EDECHI)

Durante el segundo semestre de 2022, la generación bruta del sector energético fue de 11,845.94 GWh, ligeramente superior a los 11,439.01 registrados en el año 2021. La generación total del periodo corresponde en su mayor parte a la generación por energía hídrica con el 66.88%, seguido de energía térmica con el 20.64%, el 5.77% provino de fuentes fotovoltaicas y el 4.93% corresponde de la energía eólica. Por el lado de la demanda energética, el consumo durante el periodo 2022 se concentró principalmente en la Provincia de Panamá con un 50% del consumo, seguido de Chiriquí, con un 12%, Panamá Oeste con un 9%, Colón con un 7%, Coclé con 6% y el restante 16% se reparte de la siguiente manera, Veraguas cuenta el 5%. Los Santos y Herrera tienen el 4 % de los clientes, cada una y por ultimo las provincias con menos usuarios del servicio eléctrico son Bocas del Toro, Darién y las comarcas, que suman el 3 % del total de clientes de la República de Panamá.

TIPO DE GENERACIÓN DE ENERGÍA



CONSUMO DE ENERGÍA POR REGIÓN



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

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. Adicionalmente, 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.

Gobierno Corporativo

PCR efectuó un análisis, respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo. A diciembre 2022, 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%

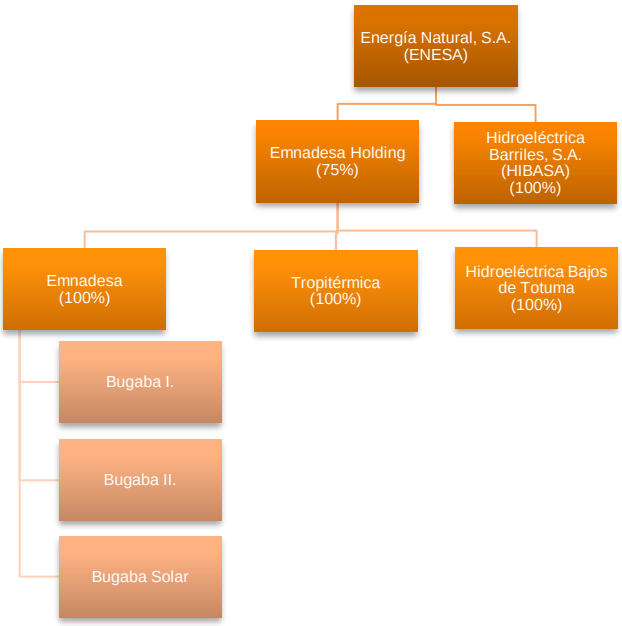
EMNADESA HOLDING

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[2]

PCR efectuó un análisis, respecto a las prácticas de Responsabilidad Social Empresarial de Hidroeléctrica Bajos de Totuma. 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 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.

[2] Encuesta actualizada al 25 de enero de 2022

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

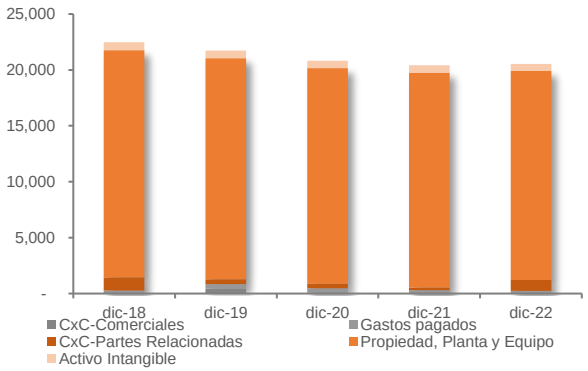
Análisis Financiero

Activos

A diciembre 2022 los activos de Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (HBDT) se situaron en B/. 21.7 millones, mostrando un crecimiento interanual de B/. 172.6 miles (0.8%) como resultado del aumento en el activo corriente en las cuentas por cobrar comerciales de B/.731.9 miles (+3.07 veces) situándose en B/ 969.7 millones, debido al aumento en cuentas de concentración que totalizan B/ 198.3 miles; así como el Fondo para Fideicomiso que aumentó B/ 194.7 miles, aunado al crecimiento en efectivo de B/ 40.7 miles (+7.5%) manteniendo cuentas bancarias con Banco Aliado (A+) y Banco General (BBB-) totalizando B/ 585.5 miles. Adicional a esto el activo no corriente mostró una disminución de B/ 738.6 miles (-3.58%) producto de la reducción en el rubro de Propiedad, Planta y Equipo de B/ 521.9 (-2.71%), lo cual, se debe a la depreciación acumulada por B/ 524.5 miles, seguido por la disminución en Fondo de Fideicomiso para uso especifico de B/ 177.5 (-97.2%), debido a la reclasificación de la porción corriente.

La composición de los activos se encuentra alineado al giro de negocio como planta generadora de energía hidroeléctrica en donde el 86.4% 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/.630.2 miles representando el 2.9% del total de los activos; por otro lado, las cuentas relacionadas representan el 1.4%. El activo corriente representa 9.3% del activo total y sus principales componentes son: Cuentas por cobrar (4.5%), Efectivo (2.7%) y gastos pagados por adelantado (1.1%), se observa un comportamiento similar a periodos anteriores.

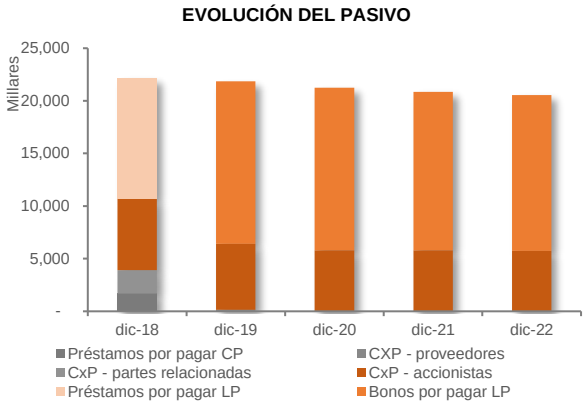
EVOLUCIÓN DEL ACTIVO



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Pasivos

A diciembre 2022, el pasivo ascendió a B/. 20.8 millones (-1.2%) reflejando un decremento de B/. 258.9 miles con respecto a diciembre 2021 (B/. 21.1 millones). Lo anterior, derivado principalmente de los Bonos garantizados, con una disminución de B/ 229.1 miles, lo cual se vio mermado por la reclasificación de la porción corriente por B/. 235.4 miles. Por su parte, las cuentas por pagar – accionistas tuvieron una disminución de B/ 60.7 miles. En conclusión, el Pasivo Corriente muestra un crecimiento de B/ 35.5 miles producto del aumento en los rubros de Impuestos por pagar (+100%), cuentas por pagar (+2.2 veces) y gastos acumulados por pagar (+11.7%) y por su parte las cuentas por pagar a proveedores tuvieron una reducción de (-45.9%), manteniendo niveles similares en los últimos 4 periodos.



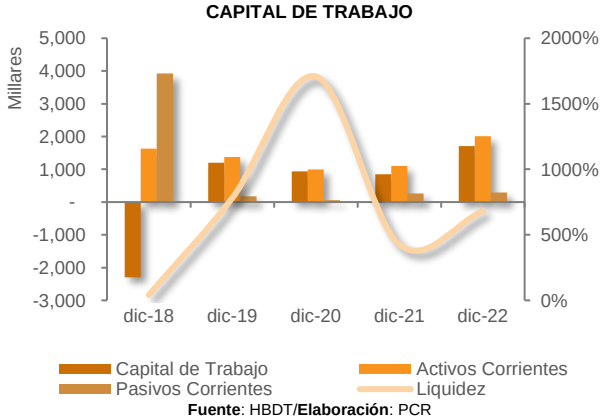
Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Liquidez y Flujo de Efectivo

A diciembre 2022, el indicador de liquidez se situó en 6.8 veces, mostrando un crecimiento considerable de 2.5 veces con respecto al año anterior (diciembre 2021: 4.3 veces) debido al aumento del activo corriente de 81.6%, el cual fue mayor con relación al pasivo corriente (+13.7%). El indicador de liquidez inmediata se ubicó en 2 veces mostrando una disminución interanual (diciembre 2021: 2.1 veces). Asimismo, el capital de trabajo totalizó B/.1.7 millones (+1 veces) reflejando un incremento de B/. 865.7 miles con respecto a diciembre 2021 (B/.845.4 miles), lo cual es consecuencia del crecimiento significativo de los activos corrientes, así como de la reducción del pasivo corriente. Cabe mencionar que se observa un nivel suficiente de liquidez tomando en cuenta el giro del negocio.

HBDT (B/.)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Liquidez	41.5%	781.8%	1708.0%	425.8%	680.1%
Liquidez inmediata	1.6%	282.0%	338.1%	213.8%	199.5%
Capital de Trabajo	- 2,299,490	1,202,968	935,386	845,357	1,711,089
Activos Corrientes	1,628,029	1,379,400	993,558	1,104,811	2,006,032
Pasivos Corrientes	3,927,519	176,432	58,172	259,454	294,943

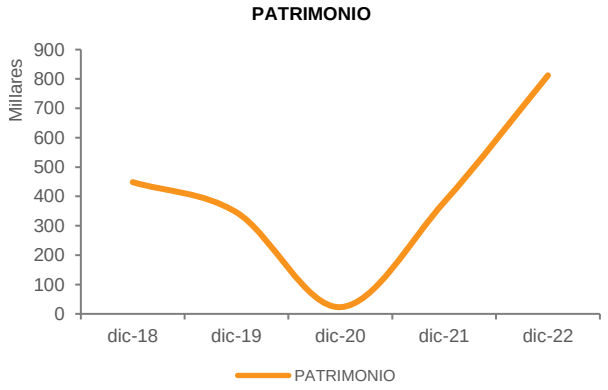
Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Patrimonio

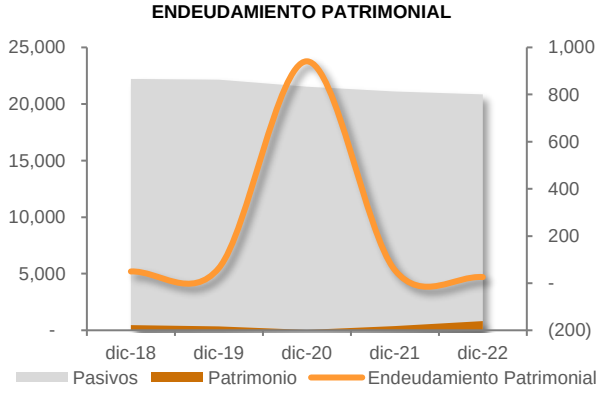
A la fecha de análisis, el patrimonio se situó en B/.812.3 miles (+1.1 veces) mostrando un aumento interanual de B/.431.5 miles (diciembre 2021: B/. 380.7 miles). Lo anterior derivado a que el déficit acumulado a diciembre 2022 fue de B/. 2 millones teniendo una reducción interanual de (-17.8%) (diciembre 2021: B/ 2.3 millones), se observa una mejora debido a que los últimos 4 periodos muestran reducción del déficit acumulado. A la fecha de análisis 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. El número de acciones comunes sigue totalizando en 500 pagadas, emitidas y en circulación totalizando B/ 2.8 millones, cabe mencionar que se observa fortalecimiento del patrimonio desde 2020 derivado a la reducción del déficit acumulado, lo cual indica un adecuado manejo de las operaciones.



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Solvencia y Endeudamiento

A diciembre 2022, el índice de solvencia patrimonial se situó en 3.8% siendo mayor al año anterior (diciembre 2021: 1.8%), como resultado del aumento en el patrimonio (+1.1 veces) por el decremento en el déficit acumulado (-17.8%), mayor ante el crecimiento del activo (+0.8%). Asimismo, el indicador de endeudamiento patrimonial se ubicó en 25.7 veces (55.4 veces en diciembre 2021), teniendo una reducción significativa debido al aumento de patrimonio y la reducción del pasivo. El endeudamiento patrimonial aun se encuentra alto, sin embargo, se observa que han logrado reducir su nivel de endeudamiento patrimonial en los últimos 2 periodos, indicando un correcto manejo de sus fondos como de sus operaciones.



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 el 2022, la relacionada Empresa Nacional de Energía, S. A. (EMNADESA) ha suscrito varios contratos de Reserva de Energía Contratada con Hidroeléctrica Bajos del Totuma, S. A. que se extienden hasta el 31 de marzo de 2023, en los que la relacionada comprará a la Compañía toda la energía que tenga disponible, luego de este haber cumplido con todos sus compromisos contractuales hasta la fecha.
- Adicionalmente, 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.

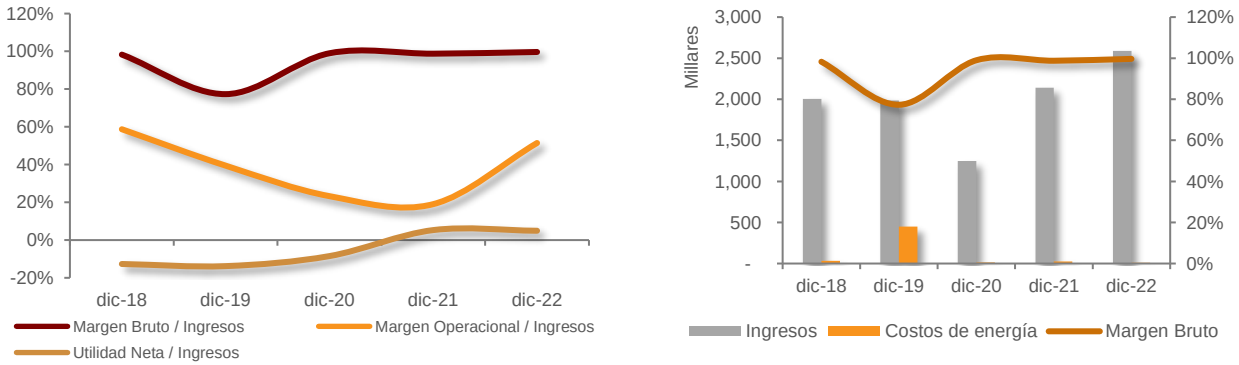
DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS

En miles de B/.	dic-21	dic-22	Variación	Var%	Participación
Ingresos por contratos con clientes					
Venta de energía-contratada	2,031,664	2,137,496	105,832	5%	83%
Venta de capacidad-contratada	77,677	192,500	114,823	148%	7%
Ingresos por mercado ocasional					
Venta de energía-Mercado ocasional	32,382	259,269	226,887	701%	10%
Total	**2,141,723**	**2,589,265**	**447,542**		**100%**

Hidroeléctrica Bajos del Totuma tuvo aumento de generación de energía en la planta, a diciembre 2022, generó 2,286 MWh en comparación del 2021 que generó 1,691 MWh, tomando en cuenta que los meses de enero y febrero del 2021 la planta estaba paralizada por reparaciones, por esto tuvieron ingresos por generación de energía por B/. 2.6 millones (+20.9%) reflejando un incremento de B/. 447.5 miles con respecto a diciembre 2021 (B/.2.1 millones). Los ingresos se conforman de 90% de contratos con clientes y 10% de ingresos por mercado ocasiona, ambos teniendo crecimiento durante el periodo del análisis. 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.

Los costos de energía representan la compra de energía y potencia, y se situaron en B/. 9 miles (-66.6%) reflejando una disminución de B/. 17.9 miles en comparación a diciembre 2021 (B/.26.9 miles). Por lo tanto, el margen bruto totalizó B/. 2.6 millones (+22%) mostrando una mejora de B/. 465.5 miles interanualmente (diciembre 2021: B/ 2.1 miles). Cabe mencionar que a 2021 la Hidroeléctrica incurrió en costos por componentes relacionados a la paralización de la planta llamado SAERLP (Servicio Auxiliar Especial de Reserva de Largo Plazo), esto es costo esporádico y no se dio en el 2022, por lo cual se da la variación en los costos de energía.

MARGENES FINANCIEROS



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Margen Operativo

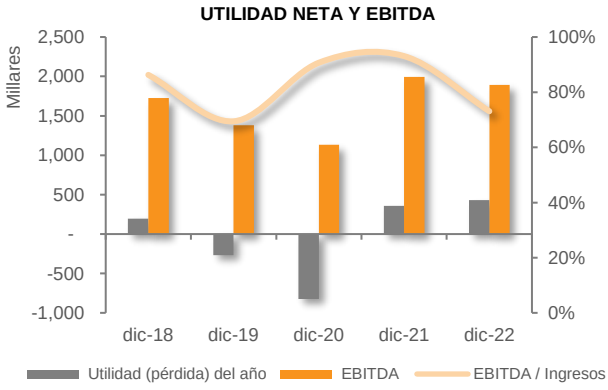
A diciembre 2022, los gastos de personal se situaron en B/. 127.3 miles (+13.8%) mostrando un aumento de B/. 15.4 miles con respecto al período anterior (diciembre 2021: B/. 111.9 miles), como resultado de mayor pago de sueldos y beneficios a empleados. Adicional, se observa un incremento de B/. 13.7 miles (+2.69%) en depreciaciones, totalizando B/.526.3 miles. Por su parte, el rubro de otros gastos tuvo una disminución de B/ 487.7 miles (-45.9%) situándose en B/ 575.8 miles (diciembre 2021: B/ 1.1 millones), mermando el alza de estos gastos.

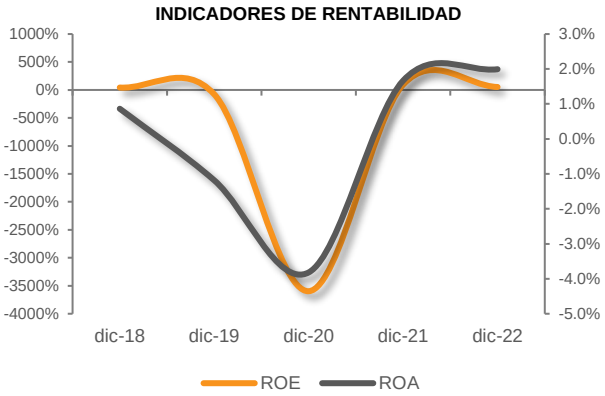
Por lo tanto, la utilidad operativa ascendió a B/. 1.3 millones (+2.3 veces) mostrando un crecimiento de B/. 924.0 miles en comparación a diciembre 2021 (B/. 407.9 miles). El indicador del margen operacional sobre ingresos pasó de 19.0% en diciembre 2021 a 51.4% en diciembre 2022, mostrando una mejora. 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 4.9% siendo menor al año anterior diciembre 2021 (5.3%), reflejando un adecuado nivel de eficiencia. Finalmente, Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. registró costos financieros por B/.864.5 miles (-21.77%) correspondientes al pago de los intereses y comisiones de los bonos.

Margen neto

La utilidad neta ascendió a B/. 431.5 miles, mostrando una mejora con respecto a diciembre 2021 (B/. 357.9 miles). Lo anterior resultado del incremento en los ingresos por generación de energía (B/. 447.5 miles) derivado a los contratos PPA, así como la reducción de los costos por energía a B/ 9.0 miles (-66.6%; B/ 17.9 miles), asimismo, el rubro de otros gastos tuvo una reducción de B/. 487.7 (-45.9%) situándose en B/ 575.8, debido a que el año anterior se obtuvo un pago total de la indemnización por lucro cesante, así como por daños materiales.

Por otro lado, los gastos tuvieron una disminución de B/. 487.7 miles (-45.9%), especialmente en los rubros de Beneficios a empleados que totalizaron B/.5 miles (+12.48%) y el rubro de otros gastos que se encuentran en B/. 210 miles (+20.5%). 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, el cual totalizó B/1.9 millones y el EBITDA sobre los ingresos. El impacto del margen bruto refleja una disminución en el EBITDA registrado, resultando en un indicador de EBITDA/Ingresos menor en 20 puntos porcentuales, situándose en 73.1% (diciembre 2021: 93.1%), a pesar de la baja mantienen un indicador adecuado. A pesar de la baja siguen teniendo un buen indicador, por lo cual pueden cubrir con sus obligaciones con el mismo, ya que se observa robusto.





Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Rentabilidad

La utilidad neta se sitúa en B/ 431.5 miles teniendo un crecimiento de B/ 73.7 miles (+20.6%) (diciembre 2021: B/ 357.9), por su parte el patrimonio se situó en B/. 812.3 miles (+1.1 veces) y el activo en B/. 21.7 millones (+0.8%). Por lo anterior, los indicadores de rentabilidad se sitúan para el período de análisis con un ROA que se situó en 2.0%, teniendo una mejora en relación con el periodo anterior (diciembre 2021: 1.7%) derivado al crecimiento mayor de la utilidad neta frente al activo. Por su parte, el ROE se situó en 53.1%, teniendo una disminución comparada el presentados en diciembre 2021 (ROE: 94.0%), lo cual se debe al crecimiento del patrimonio mayor al de las utilidades. Se observa un nivel de rentabilidad sobre activos suficiente y una rentabilidad sobre patrimonio adecuada, indicando que la empresa mantiene una buena generación de resultados, derivado de sus operaciones.

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, 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: -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 en todo momento una Razón de Cobertura de Interés de 1.75 veces; --Mantener en todo momento una Razón de Cobertura de Garantías mínimas de 1.00; --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. Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda Mínima: 1.77 veces Razón de Cobertura de garantía: 1.3 veces Razón de Cobertura de Intereses: 2.3 veces Razón Pasivos/Patrimonio Máxima: 25.7% No cuentan con endeudamiento financiero adicional.

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

- **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 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.**

GARANTIAS

Bienes dados en garantía	Detalle	Valor de la garantía US$	Vencimiento	% de cobertura garantías sobre deuda
Depósitos en Bancos	Cuentas Bancarias	203,360.25	A la vista	1%
Derechos de Hipoteca sobre Bienes Inmuebles	Cuatro fincas y una servidumbre	16,000,000.00	Vencimiento de la obligación	50%
Derechos sobre Póliza de Seguros sobre los Bienes Hipotecados	Una póliza de incendio	24,831,079.69	Vigente	78%
Total Garantías		**41,034,439.94**		**128%**

	SERIE C
Fecha de emisión	2/06/2021
Monto	USD. $ 15,450,000.00
Monto en circulación	USD. $ 15,066,191.10
Tasa anual	5.50%
Fecha de vencimiento	2/06/2031
Plazo	10 años

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

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 prorrata 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 90% proviene de los contratos de respaldo con EMNADESA y, el restante 10% de energía relacionada a PPA y potencia; La emisión de los fondos son para Capital de Trabajo y cuentan un vencimiento de 2 a 20 años con pago de intereses y amortizaciones trimestrales. Los ingresos promedio de HBDT se proyectan en US$ 2.03 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 2022 la entidad pronosticó un total de B/. 2.03 millones que, de acuerdo con sus estados financieros de diciembre 2022, alcanzó B/. 2.6 millones hasta la fecha, lo cual es el casi el 1.3 veces de su proyección. De igual forma, a diciembre 2022 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

	2022r	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos								
Ingresos por Venta de Energía	2,589,265	2,030,026	2,022,501	2,022,501	2,022,501	2,022,501	2,022,501	1,527,533
Costo por Compra de Energía	(9,013)	(15,389)	(14,400)	(14,400)	(14,400)	(14,400)	(14,400)	(14,400)
Otros Ingresos	15,102	8,200						
Ingresos Operativos, Neto	2,595,354	2,022,837	2,008,101	2,008,101	2,008,101	2,008,101	2,008,101	1,513,133
Costos y gastos								
Gastos de Personal	127,337	530,260	537,781	548,536	559,507	570,697	582,111	593,753
Honorarios Profesionales	575,771	29,193	26,792	27,328	27,874	28,432	29,001	29,581
Total de Gastos	703,108	559,453	564,573	575,864	587,382	599,129	611,112	623,334
EBITDA	1,892,246	1,463,384	1,443,528	1,432,237	1,420,720	1,408,972	1,396,989	889,799
Flujo de caja acumulado		1,463,384	2,906,912	2,875,765	2,852,957	2,829,692	2,805,962	2,286,788

En la evaluación del EBITDA sobre los gastos financieros, se presenta una cobertura de 2.3 veces. Por su parte, la cobertura de servicio sobre la deuda promedio es de 1.77 veces, ambos como consecuencia del incremento en los ingresos, a la fecha del análisis el EBITDA se encuentra en un 29% del proyectado para 2022 y se sitúa en B/. 1.9 millones, a los cual se espera una mejoría en los años posteriores con el alza de sus ingresos. HBDT espera también disminuir los gastos por intereses durante los siguientes periodos, debido a los aportes de capital.

INDICADORES DE COBERTURA

(Cifras en B/.)	2022r	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p
EBITDA	1,892,246	1,463,384	1,443,528	1,432,237	1,420,720	1,408,972	1,396,989
Amortización Capital	235,382	235,381	248,312	250,383	272,507	291,557	307,594
Gastos por Intereses	836,342	828,641	815,695	802,037	788,266	773,278	757,243
EBITDA / Gastos Financieros	2.26	1.77	1.77	1.79	1.80	1.82	1.84
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	1.77	1.38	1.36	1.36	1.34	1.32	1.31

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

PAGOS DE CAPITAL

Año	Anual	
	$	%
2023	235,381	5.50%
2024	248,312	5.50%
2025	250,383	5.50%
2026	272,507	5.50%
2027	291,557	5.50%
2028	307,594	5.50%
2029	324,543	5.50%
2030	342,372	5.50%
2031	12,793,542	5.50%
Total de pagos futuros	**15,066,191**	

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Análisis de Sensibilidad

Para el análisis de sensibilidad, se tomó como variable principal los ingresos por venta de energía considerando que es la más sensible al cambio. Para este escenario, se observó que con una reducción hasta un 15% y por su parte los gastos mantienen un crecimiento del 25%, en este escenario el EBITDA sobre gastos financieros se tiene una cobertura por encima de uno en todos los años, a excepción del 2028 en cual los ingresos se reducen mayormente. Bajo el presente modelo cuenta con una amortización de capital, bajo este escenario y al final del período el EBITDA acumulado es de B/. 1.06 millones, el cual cumple de manera ajustada, por lo cual una reducción mayor al 15% implicará el pago incompleto de capital al final del período. Este es un escenario poco probable, considerando que la compañía ha reflejado un incremento en sus ingresos históricamente y tiene asegurado el flujo de ingresos debido a los contratos PPA, y cuenta con el respaldo de EMNADESA Holding, logrando de esta manera mantener la cobertura adecuada para el pago de sus obligaciones.

Proyecciones	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p
Ingresos							
Ingresos por Venta de Energía	1,725,522	1,719,126	1,719,126	1,719,126	1,719,126	1,719,126	1,298,403
Costo por Compra de Energía	(15,389)	(14,400)	(14,400)	(14,400)	(14,400)	(14,400)	(14,400)
Otros Ingresos	8,200						
Ingresos Operativos, Neto	**1,718,333**	**1,704,726**	**1,704,726**	**1,704,726**	**1,704,726**	**1,704,726**	**1,284,003**
Costos y gastos							
Gastos generales	662,825	672,226	685,670	699,384	713,372	727,639	742,192
Otros Gastos	29,193	26,792	27,328	27,874	28,432	29,001	29,581
Total de Gastos	**692,018**	**699,018**	**712,998**	**727,258**	**741,803**	**756,640**	**771,772**
EBITDA	1,026,315	1,005,708	991,728	977,468	962,923	948,087	512,230
Flujo de caja acumulado	1,026,315	2,032,023	1,997,436	1,969,195	1,940,390	1,911,009	1,460,317

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

(En miles B/.)	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p
EBITDA	1,026,315	1,005,708	991,728	977,468	962,923	948,087	512,230
Amortización Capital	235,381	248,312	250,383	272,507	291,557	307,594	324,543
Gastos por Intereses	828,641	815,695	802,037	788,266	773,278	757,243	740,325
EBITDA / Gastos Financieros	1.24	1.23	1.24	1.24	1.25	1.25	0.69
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	0.96	0.95	0.94	0.92	0.90	0.89	0.48
Cobertura Flujo acumulado /Gastos Financieros	1.24	2.49	2.49	2.50	2.51	2.52	1.97
Cobertura Flujo acumulado / Deuda	0.96	1.91	1.90	1.86	1.82	1.79	1.37

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Anexos

Estado de Situación Financiera

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (B/.)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
ACTIVOS	22,662,942	22,483,797	21,544,761	21,482,936	21,655,568
Activo Corriente	1,628,029	1,379,400	993,558	1,104,811	2,006,032
Efectivo	34,176	61,772	105,789	544,842	585,538
Cuentas por cobrar - comerciales y otras	29,250	435,709	90,871	9,883	2,833
Fondo de fideicomiso para uso específico	135,268	41,452	9,720	3,580	198,308
Gastos pagados por adelantado	237,858	418,284	379,557	288,249	229,526
Cuentas por cobrar - partes relacionadas	1,183,809	404,712	388,441	237,843	969,733
Otros activos	7,668	17,471	19,180	20,414	20,094
Activo No Corriente	21,034,913	21,104,397	20,551,203	20,378,125	19,649,536
Propiedad, planta y equipo, neto	20,325,748	19,804,460	19,293,196	19,226,278	18,704,317
Activo intangible, neto	706,167	687,167	668,167	649,167	630,167
Fondo de fideicomiso para uso específico	2,998	5,022	5,002	182,594	5,052
Cuentas por cobrar - partes relacionadas		607,748	584,838	320,086	310,000
PASIVOS	22,214,336	22,138,281	21,521,892	21,102,191	20,843,281
Pasivos Corrientes	3,927,519	176,432	58,172	259,454	294,943
Préstamos por pagar - porción circulante	1,688,900	-	-	-	-
Cuentas por pagar - proveedores	13,302	130,476	22,911	23,672	12,809
Cuentas por pagar - partes relacionadas	2,210,332	10,318	126	1,436	4,598
Gastos acumulados por pagar	14,985	11,058	10,555	11,233	12,542
Provisión de impuesto inmueble	-	24,580	24,580	-	-
Pasivos No Corrientes	18,286,817	21,961,849	21,463,720	20,842,737	20,548,338
Cuentas por pagar - accionistas	6,771,492	6,271,492	5,771,492	5,771,492	5,710,798
Cuentas por pagar - partes relacionadas	-	238,098	238,740	-	-
Préstamos por pagar - porción no circulante	11,511,100	-	-	-	-
Bonos por pagar - porción no circulante	-	15,450,000	15,450,000	15,066,192	14,830,810
Prima de antigüedad	4,225	2,259	3,488	5,053	6,730
PATRIMONIO	448,606	345,516	22,869	380,745	812,287
Acciones comunes	1,810,000	2,310,000	2,810,000	2,810,000	2,810,000
Déficit acumulado	-1,361,394	-1,962,694	-2,785,341	-2,427,465	-1,995,923
Impuesto complementario	-	-1,790	-1,790	-1,790	-1,790
PASIVOS Y PATRIMONIO	22,662,942	22,483,797	21,544,761	21,482,936	21,655,568

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Estado de Resultados

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (B/.)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Ingresos	2,002,118	1,985,282	1,248,550	2,141,723	2,589,265
Ingresos por generación eléctrica	2,002,118	1,985,282	1,248,550	2,141,723	2,589,265
Costos de energía	34,625	450,399	12,714	26,944	9,013
Utilidad Bruta	1,967,493	1,534,883	1,235,836	2,114,779	2,580,252
Gastos de personal	249,052	211,628	104,772	111,943	127,337
Otros gastos	-	335,342	303,581	1,063,497	575,771
Depreciación	523,819	521,202	517,906	512,469	526,254
Amortización de activos intangibles	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000
Utilidad Operativa	1,175,622	783,053	290,577	407,870	1,331,890
Otros gastos e ingresos, neto	-979,952	-1,049,011	-1,113,224	-49,994	-841,010
Costos financieros, neto	989,027	1,104,506	1,114,768	1,105,015	864,480
Intereses ganados	9,075	55,495	1,200	1,054,094	15,102
Pérdida antes del impuesto sobre la renta	**195,670**	**-265,958**	**-822,647**	**357,876**	**490,880**
Utilidad (pérdida) del año	**195,670**	**-265,958**	**-822,647**	**357,876**	**431,542**

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (B/.)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Cobertura y Solvencia					
Solvencia (Patrimonio / Activos)	2.0%	1.5%	0.1%	1.8%	3.8%
Endeudamiento Patrimonial	49.52	64.07	941.09	55.42	25.66
EBITDA/ Deuda bancaria	13.1%	8.9%	7.3%	13.2%	12.8%
EBITDA / Costos financieros	174.7%	124.8%	101.6%	180.4%	218.9%
Rentabilidad					
ROA	0.9%	-1.2%	-3.8%	1.7%	2.0%
ROE	43.6%	-77.0%	-3597.2%	94.0%	53.1%
EBITDA / Ingresos	86.3%	69.4%	90.7%	93.1%	73.1%
Margen Bruto / Ingresos	98.3%	77.3%	99.0%	98.7%	99.7%
Margen Operacional / Ingresos	58.7%	39.4%	23.3%	19.0%	51.4%
Utilidad Neta / Ingresos	-12.7%	-13.8%	-8.5%	5.3%	4.9%
Eficiencia					
Eficiencia (gastos administrativos y de proyecto / margen bruto)	12.7%	13.8%	8.5%	5.3%	4.9%
Costos Financieros / Ingresos	49.4%	55.6%	89.3%	51.6%	33.4%
Costos Financieros / Margen Operativo	84.1%	141.1%	383.6%	270.9%	64.9%
Liquidez Financiera					
Liquidez	41.5%	781.8%	1708.0%	425.8%	680.1%
Liquidez inmediata	1.6%	282.0%	338.1%	213.8%	199.5%
Capital de Trabajo	-2,299,490	1,202,968	935,386	845,357	1,711,089

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.