HBDT
HIDROELÉCTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A.

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

Panamá, 30 de enero de 2024

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 25 de enero de 2024 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. 10/2024

Informe con EEFF interinos al 30 de junio de 2023	Fecha de comité: 25 de enero de 2024
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Energético/Panamá

Equipo de Análisis

Paula Ramírez	Victor Reyes	(502) 6635-2166
pramirez@ratingspcr.com	vreyes@ratingspcr.com	

HISTORIAL DE CALIFICACIONES							
Fecha de información	dic-19	dic-20	jun-21	dic-21	jun-22	dic-22	jun-23
Fecha de comité	18/09/2020	3/09/2021	21/01/2022	10/06/2022	1/02/2023	11/07/2023	25/01/2024
Bonos Corporativos Garantizados	PABBB	PABBB	PABBB	PABBB	PABBB	PABBB+	PABBB+
Bonos Subordinados No Acumulativos	PABB+	PABB+	PABB+	PABB+	PABB+	PABBB-	PABBB-
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la calificación

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 lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.

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

En comité de calificación de riesgo, PCR decidió mantener la calificación de **PABBB+** a los **Bonos Corporativos Garantizados** y **PABBB-** a los **Bonos Subordinados No Acumulativos** con perspectiva **'Estable'** de Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A., al 30 de junio de 2023. La calificación se fundamenta en la reducción en los ingresos por generación de energía impactados principalmente por la situación climática del país, lo que resulta en una desmejora en los resultados y en sus indicadores de rentabilidad. Por otra parte, se considera los adecuados niveles de liquidez la cual permite una adecuada cobertura de sus obligaciones al corto plazo, así como la mejora en sus indicadores de solvencia. Por último, se consideran las garantías bajo fideicomiso pertenecientes a los bonos corporativos garantizados y el respaldo de EMNADESA Holding, que, a su vez, pertenece a Energía Natural, S.A.

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:

Reducción de ingresos y reducción en niveles de rentabilidad. A junio 2023, Hidroeléctrica Bajos del Totuma registró ingresos por generación de energía por un monto de B/. 821.6 miles, teniendo una reducción respecto al periodo anterior (-21%) principalmente por una reducción en las ventas de energía en el mercado ocasional (-68%), junto con la reducción en la venta de energía contratada (-10.6%); cabe mencionar que el principal factor que ha influido en la disminución es la situación climática del país debido a la presencia del fenómeno "El Niño". Los ingresos por generación fueron provenientes principalmente de los contratos con clientes (92.1%) y de la venta de energía en el mercado ocasional (7.9%). Por otro lado, los costos se conformaron únicamente por la compra de energía y potencia, y registraron un monto de B/. 5.4 miles (+52.9%), por lo cual el margen bruto registro una reducción interanual de 21.4%. Derivado de esto se registró el índice de eficiencia[1] se situó en 12.2%, presentando una desmejora interanual (jun 2022: 5.3%), por consiguiente, registran una pérdida neta de B/. 187.9 miles. Por lo anterior, el ROA anualizado

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

se situó en 0.7% mostrando un indicador ajustado y el ROE anualizado en 25.1% indicando un nivel adecuado de rentabilidad, pese al resultado negativo del periodo.

Mejora en los niveles de liquidez. Al período de análisis, los activos corrientes presentaron un incremento significativo (+23.2%), como resultado principalmente del registro de depósitos a plazo y el incremento en las cuentas por cobrar a relacionadas. A su vez, los pasivos corrientes presentaron una reducción (-20.7%) debido a la reducción de las cuentas por pagar a proveedores (-84%). A causa de estas variaciones, el capital de trabajo de la empresa presentó una mejora (+36%) y presentó un valor positivo influyendo en el indicador de liquidez que, a la fecha de análisis fue de 6.8 veces, demostrando que los activos cubren una mayor proporción de sus pasivos corrientes. A partir de estas variaciones, se considera que la entidad cuenta con una capacidad holgada para cubrir con sus obligaciones de manera inmediata en el corto plazo disminuyendo el riesgo ante situaciones adversas.

Mejora en niveles de solvencia. Al periodo de análisis, se observó un fortalecimiento del patrimonio (+31%), principalmente por la reducción del déficit acumulado en (-6.6%). Además, se observó una reducción en sus pasivos (-1.8%) principalmente por la amortización de los bonos en el período. Como resultado, el índice de endeudamiento patrimonial mostró una mejora al situarse en 33.6 veces en comparación al período anterior (jun 2022: 45 veces), lo que indica que sus obligaciones representan una menor proporción con relación al patrimonio de la entidad. Es importante destacar que con la continuidad de las operaciones se espera que el patrimonio se siga robusteciendo, lo que incrementará el soporte patrimonial de la entidad, aunque se considera que se sigue presentando un endeudamiento alto.

Cobertura sobre servicio de la deuda. A la fecha de análisis, la entidad presentó un EBITDA positivo de B/. 502.8 miles reflejando una desmejora respecto al período anterior (-36.2%), como resultado de la disminución de los ingresos (-21.1%) y el aumento de gastos operativos (+18.9%). A pesar de esto, al tener en cuenta los costos financieros, la empresa se encuentra en una adecuada posición para cumplir con sus compromisos financieros, ya que sus operaciones proporcionan una cobertura de 1.2 veces, aunque esta disminuyó respecto al período anterior (jun 2022: 1.8 veces). Por lo que, se debe considerar que cualquier variación significativa ante el EBITDA podría ajustar la cobertura. Por último, al considerar la cobertura sobre el servicio de la deuda esta se muestra insuficiente en 0.9 veces, por lo que se espera que al finalizar el año se observe una mejoría en los ingresos que contribuyan a incrementar la cobertura sobre la deuda.

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/. 14.9 millones (Serie C), y que cuentan con un patrimonio del fideicomiso de garantía de B/ 19.4 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

Factores que podrían mejorar la calificación:

- Sostenido crecimiento de los ingresos por generación de energía.
- Adecuado manejo de los costos y gastos que permitan continuar con el crecimiento en la utilidad.

Factores que podrían desmejorar la calificación:

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

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones del análisis de la calificación: No se encontró limitación alguna con la información enviada.
Limitaciones encontradas: 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. de diciembre 2019 a diciembre 2022 y Estados Financieros internos a junio 2022 y a junio 2023.
- **Emisión:** Suplemento de la emisión.

Contexto Económico

Según proyecciones del Banco Mundial, se espera que la economía panameña crezca un 5.7% en el 2023 y un 5.8% en el 2024, demostrando la continua recuperación posterior a la pandemia como resultado de un eficiente esquema de vacunación y las inversiones realizadas, así como el incremento en las exportaciones que presentan una variación interanual al primer semestre de 2023 de 4.4%. El crecimiento se verá impulsado por el sector de servicios, encabezado por el comercio mayorista y minorista, así como servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones. Adicionalmente, se observa un buen desempeño en los sectores de construcción, industria manufacturera y minería.

Según la última información publicada por el INEC, en las cifras estimadas al cierre de 2022 las actividades económicas que más contribuyen al PIB son actividades de comercio al por menor y por mayor (19.8%), seguido de actividades de construcción (13.2%); transporte, almacenamiento y correo (11.4%) y actividades financieras y de seguros (6.3%). En cuanto a las actividades que mayores incrementos presentan están el comercio al por menor y por mayor, y la reparación de vehículos de motor y motocicletas por B/. 2,031.5 millones (+16.3%); construcción por B/. 1,509.7 millones (+18.5%) la cual fue de las más afectadas por la pandemia; y transporte, almacenamiento y correo por B/. 1,007.5 millones (+13.7%). En general, se observa como la mayoría de las actividades ha incrementado, lo que contribuye a un crecimiento del PIB que se aproxima al 10.8% con respecto al periodo anterior.

Panamá presenta varios retos entre los que destacan la baja escolaridad y la elevada tasa de desigualdad y pobreza que se espera que disminuya hasta el 2025 conforme se recuperan los mercados laborales. Asimismo, el periodo 2022 cerró con una tasa de desempleo de 9.9% que aún se presenta rezagada con respecto a periodos previos a la pandemia. Por su parte, la inflación se aproxima a 3.3% en el 2023, siendo una de las más bajas de la región y afectando principalmente a los hogares más vulnerables, aunque con un impacto moderado.

En cuanto al desempeño del sector bancario, se presenta un incremento interanual al primer semestre de 2023 en los créditos de consumo de 5.3%, destacando la variación de los créditos para construcción de 1.2%, siendo positiva por primera vez desde el 2018. Adicionalmente, los activos crecieron a un ritmo interanual de 4.1% mientras los depósitos incrementan en 2.1%. En cuanto a las utilidades acumuladas, se observa una considerable alza interanual de 51.2% debido a la evolución del margen financiero, el crecimiento sostenido de la cartera de créditos y la reducción de las provisiones conforme se reducen los riesgos derivados de la pandemia. Por último, se observan tasas activas para tarjeta de crédito en niveles máximos históricos con un promedio de 20.7% a junio 2023, mientras que las tasas para préstamos personales, auto y vivienda han venido incrementando desde el periodo anterior.

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 2022 con tasas de interés de 0.25% y, a julio de 2023, estas ascienden a 5.50% siendo la tasa de interés más alta que se ha visto desde el 2008. Se espera que las tasas se mantengan elevadas hasta el año 2024. Es importante destacar que estas variaciones pueden afectar el dinamismo en el sector económico, dificultando el acceso a crédito para personas y empresas, así como reducir las actividades de inversión y la generación de empleo, moderando el desempeño de la economía.

El canal de Panamá ha sido un punto de comercio internacional importante que contribuye significativamente al PIB panameño, y se observa un incremento en los tiempos de espera por la mayor demanda conforme se aproxima el fin de año, aunado a la sequía que ha afectado el país y que se ha visto acrecentada por el fenómeno “El Niño”, registrando entre un 30-50% menos lluvias que el promedio. Como medida para controlar esta situación, se ha reducido el número de barcos que pueden pasar por día, lo que tendrá un impacto en los ingresos que se estima caerán en unos US$ 200 millones. Por último, el incremento en los tiempos de espera y la exploración de nuevas rutas se traducen en mayores costos que se trasladan al consumidor final pudiendo agregar más presiones a los precios.

De esta forma, se observa que la economía panameña mantiene proyecciones de crecimiento adecuadas, destacando la recuperación en el sector de servicios y comercio al por mayor y por menor. Además, presenta una inflación moderada en comparación a la región producto de mantener un tipo de cambio estable con el dólar estadounidense. Por último, se podrían presentar retos por la sequía que ha afectado el canal de Panamá y comunidades locales, así como las elevadas tasas de política monetaria que podrían afectar el dinamismo económico.

Panorama Internacional

Según las Perspectivas económicas mundiales del Banco Mundial, en su edición más reciente a junio de 2023, se pronostica una desaceleración del crecimiento global desde 3.1% en 2022 hasta 2.1% en 2023, producto de la alta inflación, políticas monetarias restrictivas y condiciones crediticias más limitadas; mientras que para 2024 se prevé una ligera recuperación, alcanzando una tasa de crecimiento de 2.4%. Se estima un crecimiento en la región de Asia oriental y el Pacífico a medida que China avance en la reapertura económica y genere una recuperación y mejores perspectivas de crecimiento en otras economías. Por otra parte, se espera un crecimiento moderado en las otras regiones debido a la escasa demanda externa, las severas condiciones financieras mundiales y la inflación, que frenarán la actividad económica.

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 destaca el crecimiento acelerado por el efecto rebote posterior a la crisis sanitaria de 2020, 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. La inflación aún se mantiene por encima del objetivo de los bancos centrales en la mayoría de las economías. A abril de 2023, la mediana de la inflación global aún se mantenía en 7.2% respecto a abril de 2022, pero por debajo de su punto más alto de 9.4% en julio de 2022.

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. Se prevé que la inflación mundial se mantenga por encima de su promedio 2015-2019 y aún por un periodo más largo de lo que se estimaba a inicios de 2023. A pesar de la mejora evidenciada en la cadena de suministro y la reducción en los precios de la energía, la demanda sigue determinando los altos niveles de inflación, aunque también la capacidad de la oferta podría representar algunos inconvenientes para reducir los niveles de inflación global.

Para la región de América Latina y el Caribe, se estima que el crecimiento económico podría disminuir desde un 3.7% en 2022 hasta 1.5% en 2023. Un crecimiento más débil de las economías avanzadas afectará a las exportaciones de esas economías, en conjunto con políticas monetarias restrictivas y la persistencia de inflación interna aún elevada podrían impedir la flexibilización de las condiciones financieras para lograr una mayor recuperación económica. En Centroamérica se estima que el crecimiento económico se modere desde el 5.4% de 2022 hasta un 3.6% en 2023. Se espera que el ritmo de crecimiento de las remesas sea más lento, pero manteniendo una buena dinámica soportada en un mercado laboral más activo en Estados Unidos y que las actividades de turismo contribuyan a la actividad económica en 2023. Panamá lidera el crecimiento de la región apoyado en las exportaciones de servicios y la inversión; mientras que en El Salvador el crecimiento se moderaría, pero alcanzaría aún niveles superiores al crecimiento histórico promedio. Por otra parte, la inflación en la región aún se mantiene alta, principalmente en Honduras y Nicaragua, motivada por el aumento en los precios de los alimentos. Adicionalmente, tanto Guatemala como Costa Rica proyectan un crecimiento más moderado respecto a 2022; mientras que en el Caribe, República Dominicana estima un crecimiento de 4.1% (4.9% en 2022), impulsado en buena medida por un fuerte crecimiento de las exportaciones.

El endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, al incrementar las tasas de interés por medio de la FED como respuesta a la alta inflación, plantea fuertes retos a las economías emergentes y en desarrollo. Por una parte, se afectan a las exportaciones de estas economías hacia Estados Unidos al ralentizar su dinámica comercial y, por otro lado, se incrementan los costos del servicio de deuda al elevar el pago de intereses. 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, lo cual restringe aún más el acceso a los mercados financieros internacionales.

Finalmente, el cambio climático plantea retos adicionales a los países con dependencia de las actividades de agricultura y minería, principalmente en Centroamérica y el Caribe. Fenómenos como El niño y La niña pueden llegar a causar sequías e inundaciones y que en conjunto con la infraestructura inadecuada profundizan los efectos de los desastres naturales. En el mediano y largo plazo, se estima que estos eventos puedan influir directamente en los niveles de desarrollo y crecimiento económico de los países de la región al afectar a sus principales sectores e industrias e impactar en su productividad.

Contexto Sector

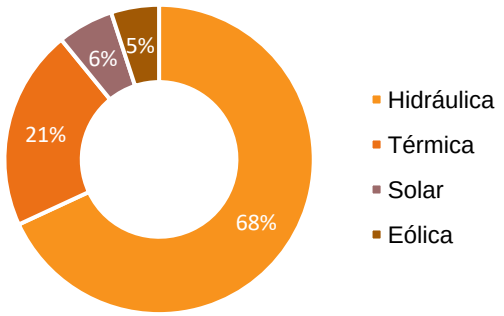
Hasta el año 1961, el servicio eléctrico de Panamá fue brindado por el sector privado, sin embargo, la creación del Instituto de Recursos Hidráulicos y Electrificación (IRHE) concentró principalmente en manos estatales las actividades del sector eléctrico. Fue hasta finales de la década de los 1990s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

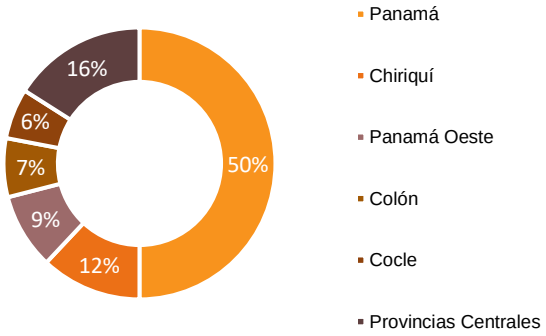
- Empresa de distribución Eléctrica Metro Oeste, S.A (EDEMET)
- Elektra Noreste, S.A. (ENSA)
- Empresa de distribución eléctrica Chiriquí, S.A. (EDECHI)

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, Según consta en la Escritura Pública No.1623 del 26 de abril de 2001. 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 junio 2023, 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%

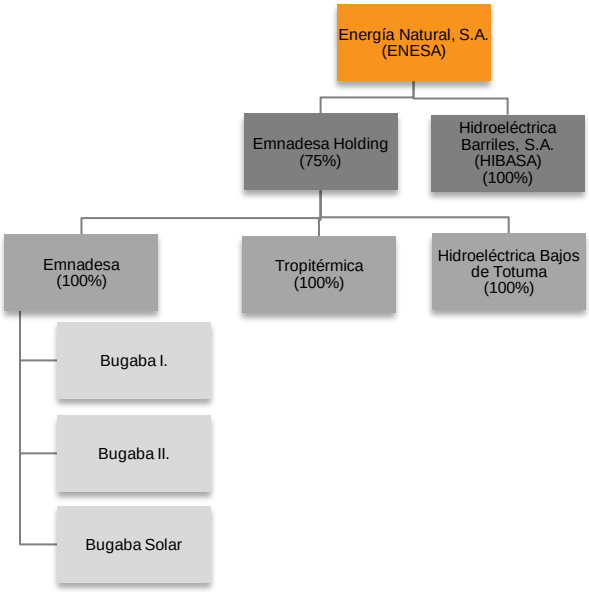
EMNADESA HOLDING

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.

[2] Encuesta actualizada al 25 de enero de 2022

La Empresa promueve la eficiencia energética mediante una política de gestión ambiental en desarrollo que considera la gestión de residuos y el cuidado de los recursos naturales, monitoreos de calidad de agua bajo las normativas legales vigentes y su recolección de residuos del Río Escárrea, así como el ahorro energético en las plantas de generación y su piloto de Plan de Gestión de Residuos Trenco. El grupo no garantiza que los proveedores contratados para el proceso de construcción, operación y/o mantenimiento de las centrales hidroeléctricas cumplan con criterios ambientales, no obstante, considera los efectos e impactos del cambio climático para definir la estrategia comercial a través del Plan de Restauración Ecológica sobre el Río Escárrea que busca recuperar la flora y fauna del área.

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

Operaciones y Estrategias

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

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

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

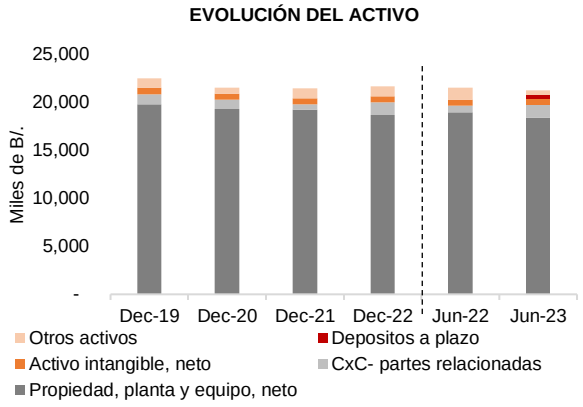
Análisis Financiero

Activos

A la fecha del análisis los activos totales de la Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (HBDT) se situaron en B/. 21.3 millones, como consecuencia de una disminución de B/. 227.7 miles (-1.1%) respecto al período anterior (jun 2022: B/. 21.1 millones) principalmente por la reducción de los activos no corrientes en B/. 590.9 miles (-2.96%), a pesar de que los activos corrientes incrementaron en B/. 363.3 miles (+23.2%). Específicamente los activos no corrientes presentaron una disminución principalmente en el rubro de propiedad planta y equipo por un monto de B/.522.1 miles (-2.7%) derivado del registro de la depreciación acumulada. De la misma manera, disminuyó el Fondo de fideicomiso para uso especifico en B/. 47.9 miles (-90.5%) y al activo intangible en B/. 19 miles (-2.9%).

Por su parte el activo corriente muestra un aumento como resultado del incremento significativo en las cuentas por cobrar con partes relacionadas en B/. 643.6 miles (+1.7 veces). Por otra parte, se registraron depósitos a plazo por un monto de B/. 400 miles, estos se encuentran en Bac International Bank, Inc. y tienen vencimiento de 182 días con tasa de interés de 4.9% siendo parte del Fondo para Fideicomiso. Sin embargo, el efectivo disminuyó un B/. 469.2 miles (-91.1%) como consecuencia del registro de depósitos a plazo, el pago a capital de los bonos y los costos financieros pagados. Cabe resaltar, que mantienen cuentas bancarias con Banco Aliado, S. A., Banco General, S. A. y Bac International Bank, Inc. las cuales totalizan B/. 45.9 miles (junio 2022: B/. 515.2 miles). Así mismo, las cuentas por cobrar a clientes presentaron una disminución de B/. 202.3 miles (-99.5%), estas cuentas corresponden a los cargos por la generación de energía mensual, son cobradas en un periodo no mayor a 90 días, a pesar de que el 70% de las cuentas por cobrar se encuentran en categoría de 31 días o más, la hidroeléctrica estima que no es requerida una provisión para cuentas incobrables, ya que se encuentran dentro del giro normal del negocio.

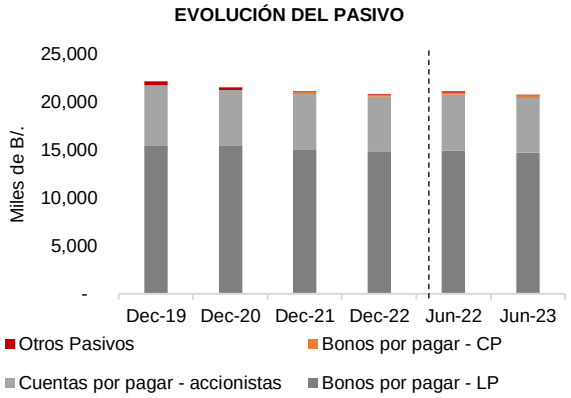
La compañía posee una concesión otorgada por la Autoridad Nacional de Servicios Públicos (ASEP) para el desarrollo y explotación de una central hidroeléctrica con una capacidad de generación de 5.00 MW. Mediante la Resolución AN No.6462 de 13 de agosto de 2013 (Adenda No. 4) la capacidad de generación 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/.620.7 miles; La composición de los activos se encuentra alineado al giro del negocio como planta generadora de energía hidroeléctrica en donde el 86.5% de los activos los conforma propiedad, planta y equipo, seguido por las cuentas por cobrar – partes relacionadas (6.2%), el activo intangible (2.9%) , los depósitos a plazo (1.9%), los gastos pagados por adelantado (1.43%) y otros activos que representan el 1.1%.



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Pasivos

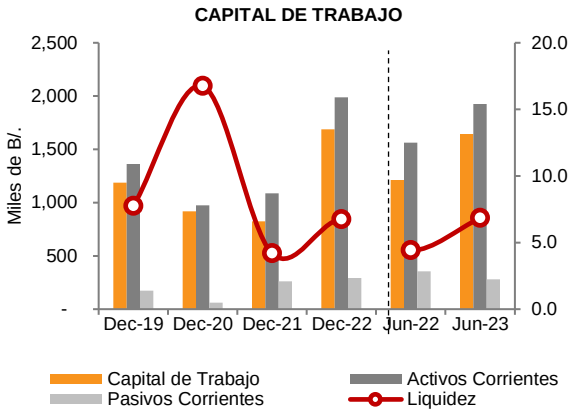
Al 30 de junio de 2023, el pasivo total se situó en B/. 20.7 millones, reflejando una disminución de B/. 375.4 miles (-1.8%) con relación al periodo anterior (junio 2022: B/. 21.1 millones). Esta variación se debe principalmente a la reducción de los pasivos no corrientes por B/. 301.5 (-1.45%) por la disminución de los Bonos por pagar en B/. 241.8 miles (-1.62%) derivado de la amortización correspondiente a la serie "C". Así mismo, las cuentas por pagar a los accionistas se redujeron en B/. 60.7 miles (-1.05%). Por otra parte, los pasivos corrientes disminuyeron en B/. 73.8 miles (-20.8%) respecto al período anterior principalmente por la disminución de las cuentas por pagar a proveedores en B/. 93.5 miles (-84.6%). De esta manera, el pasivo se encuentra compuesto por los bonos por pagar (72.2%), seguido por las cuentas por pagar – accionistas (27.6%), y otros pasivos con el restante 0.2%, manteniendo niveles similares en los últimos 4 periodos.



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Liquidez y Flujo de Efectivo

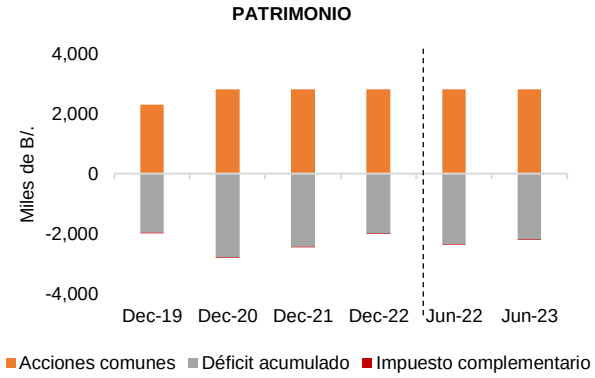
A junio 2023, el indicador de liquidez corriente se situó en 6.8 veces, mostrando un crecimiento considerable de 2.4 veces respecto al año anterior (junio 2022: 4.4 veces) como resultado del incremento del activo corriente (+23.2%), frente a la disminución del pasivo corriente (-20.8%), de esta manera se observa una mejora con respecto a la cantidad de recursos disponibles para hacer frente a sus obligaciones inmediatas. Asimismo, el capital de trabajo totalizó B/.1.6 millones reflejando un incremento de B/. 437. Miles (+36.2%) con relación al año anterior (jun 2022: B/. 1.2 millones). De esta manera, se considera que la entidad cuenta con una suficiente cobertura para respaldar sus obligaciones inmediatas con respecto a sus activos líquidos lo que mitiga el riesgo de impacto de la entidad ante cualquier situación adversa.



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Patrimonio

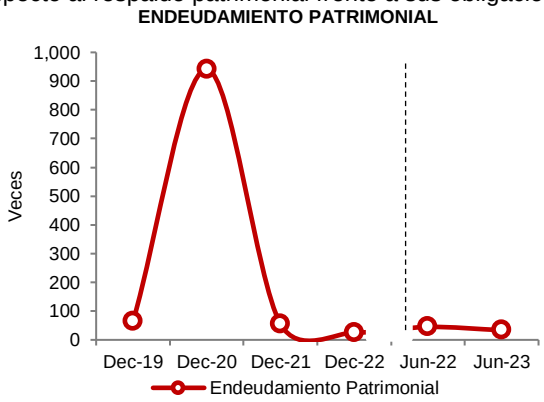
A junio 2023 el patrimonio de la Hidroeléctrica totalizó B/. 617.2 miles mostrando un incremento de B/. 147.7 miles (+31.5%) respecto al período anterior derivado de la reducción del déficit acumulado debido a que en el periodo de diciembre 2022 se obtuvo un resultado de ejercicio positivo (B/. 431.5 miles). Por su parte, las acciones comunes no tuvieron ningún movimiento a la fecha del análisis, manteniendo la composición de 500 acciones 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. 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.



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Solvencia y Endeudamiento

En cuanto a los indicadores de solvencia a junio 2023, al analizar el endeudamiento total, este se situó en 97.1% indicando que disminuyó la proporción de los activos que se encuentra financiada mediante la deuda respecto al período anterior (jun 2022: 97.8%). Por otra parte, el endeudamiento patrimonial que indica la proporción que representan las obligaciones con respecto a su patrimonio, se ubicó en 33.6 veces siendo menor respecto al período anterior (jun 2022: 44.9 veces). A pesar de estas variaciones, se considera que la entidad aún presenta un nivel de endeudamiento elevado con respecto al respaldo patrimonial frente a sus obligaciones.



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 2023, 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 diciembre 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.
- Al 30 de junio de 2023 y 31 de diciembre de 2022, constituyeron una Carta de Crédito Irrevocable Standby No. 1600000096 como garantía de pago para el Mercado Ocasional por un total de B/. 500 para respaldar los movimientos de la Compañía dentro del Mercado Mayorista de Electricidad.

DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS

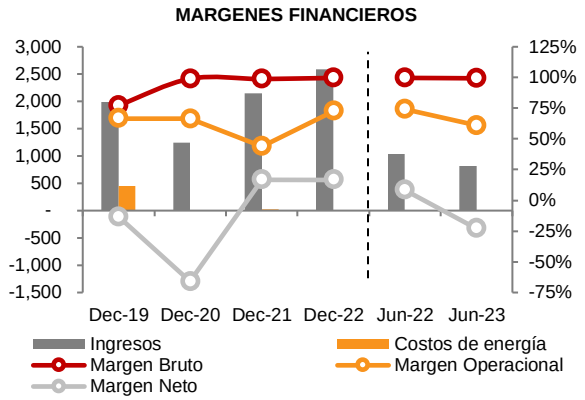
En miles de B/.	jun-22	jun-23	Variación	Var%	Participación
Ingresos por contratos con clientes					
Venta de energía-contratada	728,834	651,663	-77,171	-11%	79%
Venta de capacidad-contratada	105,000	105,000	0	0%	13%
Ingresos por mercado ocasional					
Venta de energía-Mercado ocasional	207,958	64,974	-142,984	-69%	8%
Total	**1,041,792**	**821,637**	**-220,155**		**100%**

Hidroeléctrica Bajos del Totuma presentó una disminución en la generación de energía en planta ya que generó 8,701 MWh acumulados a junio 2023 en comparación al acumulado a junio 2022 que fue de 10,378 MWh, tomando en cuenta que el precio promedio fue de B/. 82.78 menor al promedio del período anterior (jun 2022: B/. 88.42). De este modo, los ingresos por generación de energía fueron por B/. 821.6 miles reflejando una disminución interanual de B/. 220.2 miles (-21.1%). Los ingresos se conforman de 92% de contratos con clientes y 8% de ingresos por mercado ocasional, ambos mercados presentaron una reducción 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.

Por otra parte, los costos de energía representan la compra de energía y potencia, y se situaron en B/. 5.4 miles e incrementaron en B/. 1.8 miles (+52.9%) respecto al período anterior (jun 2022: 3.6 miles). Por lo tanto, la utilidad bruta totalizó B/. 816.2 miles, el cual tuvo una desmejora interanual de B/. 222 miles (-21.4%) debido a la reducción de los ingresos por generación y el aumento presentado en los costos de energía.

A junio 2023, los gastos de personal se situaron en B/. 99.6 miles teniendo un aumento de B/. 44.8 miles (+81.7%) con respecto al período anterior (jun 2022: B/. 54.8 miles) como resultado del incremento de los sueldos y beneficios a empleados y el registro de indemnizaciones. Por su parte los rubros de depreciación y la amortización de activo intangible se mantienen sin variaciones significativas a junio 2023. Por lo anterior la utilidad operativa totalizó B/. 227.9 miles como resultado de la disminución en B/. 272.9 miles (-54.5%) debido a la disminución de los ingresos frente al incremento de los gastos operacionales. Como resultado de lo anterior, el margen operacional pasó de 74.2% en junio 2022 a 61% en junio 2023, mostrando una desmejora interanual. La institución ha registrado indicadores de eficiencia variables históricamente derivado al giro del negocio, a la fecha del análisis el indicador de eficiencia se situó en 12.2% teniendo una desmejora en cuanto a el manejo de sus operaciones (jun 2022: 5.3%), sin embargo, aún se encuentra en un nivel aceptable. Por último, la Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. registró gastos por depreciación por un monto de B/. 263.8 miles y por amortización de B/. 9.5 miles, además, respecto a los gastos financieros se presentaron costos financieros por B/.424.2 miles (-1.4%) correspondientes al pago de los intereses y comisiones de los bonos.

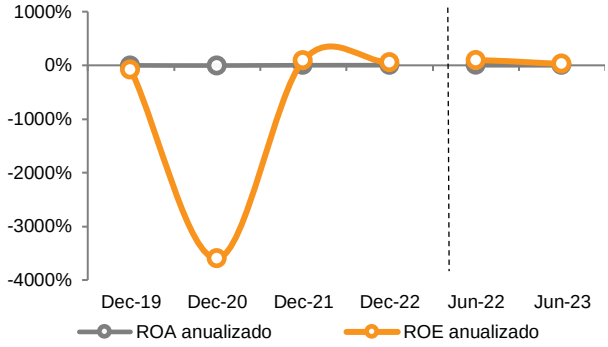
Derivado de lo anterior, se registró una pérdida neta de B/. 187.9 miles, por lo que el margen neto fue negativo y se situó en -22.9% teniendo una desmejora de 0.31 p.p, debido al incremento de los gastos y la reducción de los ingresos en relación con junio 2022. Asimismo, considerando las altas composiciones de depreciación y amortizaciones derivadas de la pesada estructura de la planta de energía se realiza el análisis del EBITDA, el cual totalizó B/ 502.8 miles y disminuyó en B/. 285.1 miles (-36.2%) respecto al período anterior. El impacto del margen bruto refleja una disminución en el EBITDA registrado, resultando en un indicador de EBITDA/ Gastos Financieros menor situándose en 1.2 veces (jun 2022: 1.8 veces) a pesar de la baja mantienen un indicador adecuado.



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Rentabilidad

A la fecha del análisis la Hidroeléctrica tuvo como resultado una pérdida de B/. 187.9 miles, siendo el primer periodo en el cual presentan un resultado negativo (jun 2022: B/. 88,7 miles), esto se debe a que la utilidad operativa totalizó B/. 227.9 miles y este resultado se vio afectado por el registro de depreciación y amortización y de otros gastos e ingresos los cuales se situaron en B/. 415.8 miles. Por lo anterior, los indicadores de rentabilidad se sitúan para el período de análisis con un ROA anualizado que se situó en 0.7%, teniendo una disminución en relación con el periodo anterior (jun 2022: 2.1%); por su parte, el ROE anualizado se situó en 25.1%, teniendo disminución interanual (jun 2022: 94.8%), se observa niveles de rentabilidad suficientes, a pesar de la perdida presentada en el periodo analizado.



Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

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 1.10 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 1.10; --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: 1.19 veces Razón de Cobertura de garantía: 1.3 veces Razón de Cobertura de Intereses: 1.19 veces Razón Pasivos/Patrimonio Máxima: 33.6% No cuentan con endeudamiento financiero adicional.

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

	SERIE C
Fecha de emisión	2 de junio de 2021
Monto	USD. $ 15,450,000.00
Monto en circulación	USD. $ 14,950,053.00
Tasa anual	5.50%
Fecha de vencimiento	2 de junio de 2031
Plazo	10 años
Pago de capital	Trimestral
Pago de intereses	Trimestral

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.**

FIDEICOMISO DE GARANTIAS

Garantía	Valor del patrimonio del Fideicomiso de Garantía	% Cobertura de monto en circulación	Condición
Fideicomiso del emisor incluye: i) Depósitos en Bancos j) Derechos de Hipoteca sobre Bienes Inmuebles hasta por la suma de US$ 16,000,000 millones k) Derechos sobre Póliza de Seguros sobre los Bienes Hipotecados hasta por la suma de US$ 24,831,079.69	US$ 19,374,096	130%	El emisor deberá mantener una razón de cobertura de garantías igual o mayor a 100%

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:
  - 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 1.10 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%. 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 92.1% proviene de los contratos de respaldo con EMNADESA y, el restante 7.9% 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 del 2023 al 2028 de las proyecciones de HBDT se proyectan en US$ 1.9 millones anuales, tomando en cuenta precios estables proyectados en US$ 77.5/MWh, oscilando entre US$ 1.8 millones y US$ 2 millones anuales.

En línea con la proyección de sus ingresos para el año 2023 la entidad pronosticó un total de B/. 2. millones que de acuerdo con sus estados financieros a junio 2023 alcanzó B/. 821.6 miles, lo cual es el 40.6% de su proyección. De igual forma, a junio 2023 se observó una reducción de sus ingresos por generación de energía. 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. Con respecto a los costos por compra de energía, se proyecta que al finalizar el año 2023 estos totalicen B/. 14.4 miles, y al período de análisis la entidad ha alcanzado un B/. 5.4 miles lo que representa el 37.8% de lo estimado.

ESTADO DE RESULTADOS

	Jun 2023R	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Ingresos							
Ingresos por Venta de Energía	821,637	2,022,501	2,022,501	2,022,501	2,022,501	2,022,501	1,527,533
Costo por Compra de Energía	(5,438)	(14,400)	(14,400)	(14,400)	(14,400)	(14,400)	(14,400)
Otros Ingresos	1,606						
Ingresos Operativos, Neto	817,805	2,008,101	2,008,101	2,008,101	2,008,101	2,008,101	1,513,133
Costos y gastos							
Gastos de Personal	99,566	537,781	548,536	559,507	570,697	582,111	593,753
Otros gastos	215,486	26,792	27,328	27,874	28,432	29,001	29,581
Total de Gastos	315,052	564,573	575,864	587,382	599,129	611,112	623,334
EBITDA	**502,753**	**1,443,528**	**1,432,237**	**1,420,720**	**1,408,972**	**1,396,989**	**889,799**

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Como resultado de la anterior, la entidad presentó un EBITDA positivo de B/. 502.8 miles, lo que representa un 34.8% de lo estimado al finalizar el año (B/. 1.4 millones). Cabe resaltar que en la evaluación del EBITDA sobre los gastos financieros, se presenta una cobertura de 1.2 veces lo que se considera adecuado ya que cubre al menos el 100% del total, sin embargo, esta es inferior a la proyección inicial de la entidad que es de 1.7 veces. Por su parte, la cobertura de servicio sobre la deuda se situó en 0.9 veces mostrando una cobertura insuficiente al contemplar los gastos por intereses y la amortización correspondiente al período. Estas diferencias se deben a la reducción de los ingresos presentada en el período, por lo que 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/.)	Jun 2023R	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p
EBITDA	502,753	1,443,528	1,432,237	1,420,720	1,408,972	1,396,989	889,799
Amortización Capital	116,138	235,381	248,312	250,383	272,507	291,557	307,594
Gastos por Intereses	424,209	828,641	815,695	802,037	788,266	773,278	757,243
EBITDA / Gastos Financieros	1.2	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.2
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	0.9	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	0.8

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Anexos

Balance General

Cifras en miles de B/.	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
ACTIVOS	**22,483.8**	**21,544.8**	**21,482.9**	**21,655.6**	**21,552.5**	**21,324.8**
Activo Corriente	1,361.9	974.4	1,084.4	1,985.9	1,565.0	1,928.3
Efectivo	61.8	105.8	544.8	585.5	515.2	45.9
Depósitos a plazo	-	-	-	-	-	400.0
Cuentas por cobrar - comerciales y otras	435.7	90.9	9.9	2.8	203.4	1.1
Fondo de fideicomiso para uso específico	41.5	9.7	3.6	198.3	35.1	109.0
Gastos pagados por adelantado	418.3	379.6	288.2	229.5	440.7	305.6
Impuestos pagados por anticipado	-	-	-	-	-	52.4
Cuentas por cobrar - partes relacionadas	404.7	388.4	237.8	969.7	370.6	1,014.2
Activo No Corriente	21,121.9	20,570.4	20,398.5	19,669.6	19,987.5	19,396.5
Propiedad, planta y equipo, neto	19,804.5	19,293.2	19,226.3	18,704.3	18,963.2	18,441.1
Activo intangible, neto	687.2	668.2	649.2	630.2	639.7	620.7
Fondo de fideicomiso para uso específico	5.0	5.0	182.6	5.1	53.0	5.1
Cuentas por cobrar - partes relacionadas	607.7	584.8	320.1	310.0	310.0	310.0
Otros activos	17.5	19.2	20.4	20.1	21.6	19.7
PASIVOS	**22,138.3**	**21,521.9**	**21,102.2**	**20,843.3**	**21,083.0**	**20,707.6**
Pasivos Corrientes	176.4	58.2	259.5	294.9	355.7	281.8
Bonos por pagar - porción circulante	-	-	223.1	235.4	229.2	241.8
Cuentas por pagar - proveedores	130.5	22.9	23.7	12.8	110.6	17.0
Cuentas por pagar - partes relacionadas	10.3	0.1	1.4	4.6	6.6	9.4
Gastos acumulados por pagar	11.1	10.6	11.2	12.5	9.3	13.7
Impuestos por pagar	-	-	-	29.6	-	-
Pasivos No Corrientes	21,961.8	21,463.7	20,842.7	20,548.3	20,727.4	20,425.9
Cuentas por pagar - accionistas	6,271.5	5,771.5	5,771.5	5,710.8	5,771.5	5,710.8
Cuentas por pagar - partes relacionadas	238.1	238.7	-	-	-	-
Bonos por pagar - porción no circulante	15,450.0	15,450.0	15,066.2	14,830.8	14,950.1	14,708.3
Prima de antigüedad	2.3	3.5	5.1	6.7	5.8	6.8
PATRIMONIO	**345.5**	**22.9**	**380.7**	**812.3**	**469.5**	**617.2**
Acciones comunes	2,310.0	2,810.0	2,810.0	2,810.0	2,810.0	2,810.0
Déficit acumulado	(1,962.7)	(2,785.3)	(2,427.5)	(1,995.9)	(2,338.7)	(2,183.8)
Impuesto complementario	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(9.0)
PASIVOS Y PATRIMONIO	**22,483.8**	**21,544.8**	**21,482.9**	**21,655.6**	**21,552.5**	**21,324.8**

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

Estado de Resultados

Cifras en miles de B/.	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
Ingresos	**1,985**	**1,249**	**2,142**	**2,589**	**1,042**	**822**
Ingresos por generación eléctrica	1,985	1,249	2,142	2,589	1,042	822
Costos de energía	**450**	**13**	**27**	**9**	**4**	**5**
Utilidad Bruta	**1,535**	**1,236**	**2,115**	**2,580**	**1,038**	**816**
Gasto de personal	212	105	112	127	55	100
Otros gastos	335	304	1,063	576	210	215
Depreciación	521	518	512	526	263	264
Amortización de activo intangible	19	19	19	19	10	10
Utilidad Operativa	**783**	**291**	**408**	**1,332**	**501**	**228**
Costos financieros	1,105	1,115	1,105	864	430	424
Intereses ganados	-	0	1	8	4	7
Otros ingresos	55	1	1,054	15	15	2
Utilidad (pérdida) del año	**(266)**	**(823)**	**358**	**432**	**89**	**(188)**

Fuente: HBDT/**Elaboración**: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
Cobertura y Solvencia						
Endeudamiento total (Pasivo / Activos)	98.5%	99.9%	98.2%	96.2%	97.8%	97.1%
Endeudamiento Patrimonial	64.07	941.09	55.42	25.66	44.91	33.55
EBITDA / Costos financieros	0.94	0.74	1.80	2.19	1.83	1.19
Rentabilidad		-	-	-	-	-
ROA	-1.2%	-3.8%	1.7%	2.0%	2.1%	0.7%
ROE	-77.0%	-3597.2%	94.0%	53.1%	94.8%	25.1%
Margen Bruto	77.3%	99.0%	98.7%	99.7%	99.7%	99.3%
Margen Operacional	67%	66%	44%	72%	74%	61%
Margen Neto	-13.4%	-65.9%	16.7%	16.7%	8.5%	-22.9%
Eficiencia		-	-	-	-	-
Eficiencia (gastos administrativos y de proyecto / margen bruto)	13.8%	8.5%	5.3%	4.9%	5.3%	12.2%
Liquidez Financiera		-	-	-	-	-
Liquidez	7.72	16.75	4.18	6.73	4.40	6.84
Capital de Trabajo	1,185,497	916,206	824,943	1,690,995	1,209,352	1,646,485

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.