

Panamá, 15 de octubre de 2021

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

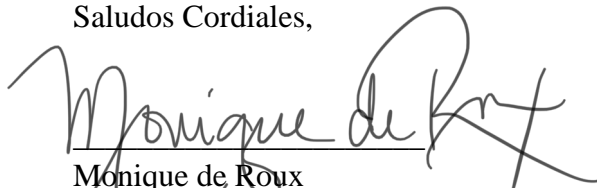
Referencia: Envío de Informe de calificación HIDROELECTRICA BAJOS DEL TOTUMA,  
S.A.

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 03 de septiembre de 2021 para tratar la Calificación de la Empresa y Bonos Corporativos de HIDROELECTRICA BAJOS DEL TOTUMA, S.A, en la cual se decidió mantener la calificación de BBB con perspectiva estable.

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

Saludos Cordiales,



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. 85/2021**

**Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2020**

**Fecha de comité: 03 de septiembre de 2021**

Periodicidad de actualización: Semestral

Sector Energético/Panamá

**Equipo de Análisis**

David Fuentes  
[dfuentes@ratingspcr.com](mailto:dfuentes@ratingspcr.com)

Donato Rivas  
[drivas@ratingspcr.com](mailto:drivas@ratingspcr.com)

(502) 6635-2166

**HISTORIAL DE CALIFICACIONES**

Fecha de información	sep-19	dic-19	dic-20
Fecha de comité	31/01/2020	18/09/2020	03/09/2021
Bonos Corporativos Garantizados	PA BBB	PA BBB	PA BBB
Bonos Subordinados No Acumulativos	PA BB+	PA BB+	PA BB+
Perspectiva	Estable	Estable	Estable

**Significado de la calificación**

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

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

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

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

**Racionalidad**

La calificación se fundamenta en la eficiencia de la estructura operativa, así como la cobertura de los flujos proyectados y las garantías bajo fideicomiso pertenecientes a los Bonos Corporativos Garantizados. Sin embargo, se toman en cuenta los reducidos márgenes operativos impactados principalmente por los daños ocasionados por el huracán ETA, afectando la rentabilidad e ingresos del cierre del periodo los cuales se espera observar la recuperación en los siguientes años derivados de las coberturas en sus pólizas de seguros. La Calificación también considera el apoyo 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:

- **Reducción de sus ingresos.** A la fecha de análisis, la hidroeléctrica presentó una considerable reducción en los ingresos por generación de energía totalizando en B/. 1.2 millones, como resultado principal de daños a la infraestructura por el huracán ETA, incluyendo daños en el área de toma y presa de la hidroeléctrica por lo que resultó necesario el cese de operaciones en los meses de noviembre y diciembre del año de análisis, sin embargo, es importante mencionar que dicho impacto se redujo en consecuencia a sus pólizas de seguro incluyendo la Rotura de Maquinaria y el flujo cesante por los meses en los que se trabajó dichas reparaciones. Por otro lado, los costos de energía representan la compra de energía y potencia, mostrando una disminución de 97.2% veces al pasar de B/. 450.4 miles en diciembre de 2019 a B/. 12.7 miles a diciembre de 2020 y donde se puede ver la recuperación de estos costos en comparación con su año anterior, a raíz de la sequía mostrada y con un alza del precio de la energía en el mercado spot con el objetivo de cumplir los contratos de suministro.
- **Reducción en el margen neto.** Al formar parte del Grupo EMNADESA, HBDT aprovecha las sinergias, así como el know-how de la plana gerencial alta, reflejado en sus indicadores de eficiencia bastante altos a través de los años, sin embargo, a la fecha de análisis ubican en 8.5%, lo que representó una reducción de 5.3 puntos porcentuales con respecto al año anterior. Sin embargo, la variabilidad en el margen bruto mencionado anteriormente resulta en indicadores de rentabilidad negativos a partir del inicio de sus operaciones en 2018. Al 31 de diciembre 2020, el ROE se presentó negativo en 3,597.2% y el ROA igualmente negativo de 3.8%, disminuyendo con relación al 2019 producto de la baja en sus ingresos, resultando en un déficit del periodo mayor al año anterior situándose en B/. 822.6 miles anudado a la reducción del patrimonio en 93.4% y así totalizando a la fecha de análisis B/. 22.9 miles siendo considerablemente menor a la utilidad del periodo. Como consecuencia de lo anterior y a pesar de la reducción en gastos de personal, el margen neto cierra en negativo 8.5% ante el margen neto negativo de 13.8% a diciembre de 2019.
- **Ajustada solvencia y adecuada liquidez.** A la fecha de análisis, HBDT presentó ajustados niveles de solvencia producto del déficit acumulado desde los inicios de sus operaciones, reflejando indicadores de solvencia patrimonial en 0.1% a pesar de la capitalización a junio de 2020 por B/. 0.5 millones. Asimismo, a raíz de la baja en el patrimonio por el déficit acumulado, se presentó un indicador de endeudamiento mayor al período anterior, alcanzando una cifra de 941 veces (64 veces en diciembre de 2019), teniendo una de sus razones principales en la reducción del patrimonio pasando de B/. 345.5 miles en 2019 a B/. 22.8 miles en 2020 (-93.4%). Es importante mencionar que la empresa como estrategia fiscal, posee cuentas por pagar accionaste en el pasivo con un saldo a la fecha de B/. 5.8 millones, de los cuales en cualquier momento pueden pasar a ser capitalizados ya que no generan ninguna clase de interés para los accionistas. Por su parte, la hidroeléctrica presentó holgados niveles de liquidez comparado al periodo, siendo este de 1,708% ante el 781.8% a 2019, derivado principalmente de la baja en sus pasivos corrientes por B/. 118.3 miles (-67%), por el pago de las cuentas por pagar proveedores (-82.4%) y sus cuentas por pagar a partes relacionadas (98.8%), provocando así un activo corriente mucho mayor en relación con su pasivo corriente.
- **Cobertura ajustada.** A diciembre de 2020 la cobertura del EBITDA sobre sus gastos financieros se sitúa en 0.74, no cubriendo la totalidad de sus costos financieros y esto como resultado principal de su baja en ingresos en consecuencia de los percances a la planta por parte del huracán ETA. Según las proyecciones dadas por la hidroeléctrica, para el año 2021 se vería una cobertura bastante mejorada situándose en 1.76 y dependiendo de que sus contratos se cumplan a cabalidad. Por su parte, el EBITDA proyectado cubre en promedio 1.68 veces los gastos financieros y la relación de la deuda neta frente al EBITDA se mantiene estable a partir del 2020 producto de la estructura del pago de capital de la emisión de bonos.
- **Garantías de la emisión de los Bonos Corporativos Garantizados.** La emisión de bonos por B/. 32 millones concede un máximo de Bonos Garantizados por B/. 16 millones, de los cuales, a la fecha de análisis, se han emitido B/. 15.5 millones. Las garantías de los bonos constan de los derechos sobre el contrato de hipoteca de las tres fincas en cuestión y los contratos de suministro de energía, además de derechos prendario sobre los bienes pignorados, además de la fianza solidaria por parte del Grupo EMNADESA y el resto de los bienes que produzcan los bienes fiduciarios.
- **Respaldo de EMNADESA Holding.** Hidroeléctrica Bajos de Totuma (HBDT) forma parte de EMNADESA Holding quien a su vez es propietaria de dos plantas hidroeléctricas Bugaba I y Bugaba II, de 4.9MWh y 5.7MWh, respectivamente. Al 31 de diciembre de 2020 se registra una capitalización por B/. 0.5 millones con el objetivo de respaldar la operación. Asimismo, EMNADESA Holding quien le brinda los contratos de suministro a HBDT, es parte del Grupo TROPIGAS con más de 60 años de experiencia en el mercado panameño.

## Metodología utilizada

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

## Información utilizada para la calificación

- **Información financiera:** Estados Financieros de EMNADESA Holding, S.A. auditados al 31 de diciembre 2020. Estados Financieros de Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. auditados al 31 de diciembre 2020.
- **Gobierno Corporativo:** Estructura accionaria, junta directiva y organigrama gerencial.
- **Mantenimiento y operaciones:** Manual de trabajos de mantenimiento y cronogramas de mantenimiento.
- Contratos de compraventa de energía y enmiendas.
- **Emisión:** Prospecto informativo de la emisión, Contrato de Fideicomiso, Resolución de la SMV, Avalúos correspondientes, Certificado de Fiduciario, proyecciones financieras ajustas del año 2019 a 2027 y cronograma de la deuda.

## Hechos relevantes

- La capitalización suscrita se aprobó en el mes de junio de 2020 mediante el Acta de la Junta Directiva por la suma de B/. 500,000, no obstante, el número de acciones comunes sigue totalizando en 500 pagadas, emitidas y en circulación.
- En marzo de 2020, la Organización Mundial de la Salud (OMS) declaró al brote del nuevo coronavirus (COVID – 19) como una pandemia, que continúa propagándose en todo el mundo.
- Debido a la incidencia del huracán ETA en Centro América, se provocaron deslizamientos de tierra e inundaciones en las provincias de Chiriquí y Bocas del Toro. Debido a la anterior Hidroeléctrica Bajos del Totuma se encuentran interrumpidas temporalmente por reparaciones en su infraestructura, haciendo uso de su póliza de seguro de Todo Riesgo de Pérdidas o Daños Físicos.par

## Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

- La calificación se encuentra limitada por la renovación de los contratos con su matriz, que le permiten tener un margen suficiente para cubrir adecuadamente sus pagos.
- Asimismo, se limita la calificación al soporte del Grupo económico principal, Tropical Energies Corp.; en caso de no mantenerse algunas de éstas dos la calificación podría variar.

## Contexto Económico

Para el año 2021, se espera que la economía mundial se expanda en un 4%, con la expectativa que las vacunas contra el COVID-19 se amplíe a lo largo del año, facilitando la reactivación económica, con una recuperación de forma moderada. Aunque la economía mundial está creciendo de nuevo tras una contracción del 4.3% en 2020, como consecuencia de las medidas de cuarentena y cese de operaciones para frenar la propagación del virus, según el informe de perspectivas económicas mundiales que publica el Banco Mundial. En un escenario negativo, en el que los contagios sigan aumentando y se retrase la distribución de las vacunas, la expansión mundial podría limitarse al 1.6% en 2021. Por otra parte, en un escenario optimista, con un control exitoso de la pandemia y un proceso de vacunación más rápido, el crecimiento mundial podría acelerarse hasta casi el 5%.

Para la región de América Latina y el Caribe, según el FMI, se calcula que la economía se contrajo un 6.9% en el 2020 y se espera que en el 2021 crezca en un 3.7% a medida que se flexibilicen las iniciativas para mitigar la pandemia. Si llegara a perjudicar algún elemento de la pandemia, el efecto económico sería un crecimiento aún menor del 1.9% en la región. En América Central, se espera una recuperación del crecimiento, al 3.6 %, este año, con el respaldo de un mayor ingreso de remesas y una demanda de exportación más sólida, así como la reconstrucción después de dos huracanes. En el Caribe, se prevé un repunte del crecimiento, al 4.5 %, impulsado por una recuperación parcial del turismo.

El índice mensual de actividad económica (IMAE) de Panamá registro una contracción interanual de 15.41% en diciembre de 2020, Asimismo, el acumulado de enero a diciembre de 2020 se ubicó en negativo 15.72% según datos del Consejo Monetario Centroamericano. Este índice se contrajo considerablemente, debido a los efectos de la emergencia sanitaria por la pandemia del COVID-19. Entre las categorías económicas que se vieron mayormente afectados fueron: hoteles y restaurantes, construcción, otras actividades comunitarias, sociales y personales de servicios, comercios, industrias manufactureras, entre otros. Y en menor incidencia se encuentran transporte, almacenamiento y comunicaciones, la intermediación financiera, las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, la electricidad y agua.

Panamá es uno de los países que implementó medidas más estrictas para hacer frente a la propagación del covid-19. Entre los países de la región, el PIB de Panamá descendió en un 17.9%, siendo el país con la mayor variación seguido de Perú con una contracción del 11.1%. Esta reducción, se debe a las medidas de cuarentena que dieron inicio en el mes de marzo hasta el mes de octubre, y el fuerte impacto que esto tuvo en los sectores más importantes de la economía, específicamente en construcción y turismo. Uno de los sectores más importantes para el PIB en Panamá es el de la construcción, que en el tercer trimestre del 2020 descendió 70.5%, por la paralización de los proyectos privados, dada la continuidad de la cuarentena decretada por el Gobierno que obligó al cierre de las obras de construcción y no fue hasta septiembre que se dio el levantamiento de esta restricción, para este sector. La actividad en el período enero a septiembre

mostró una caída de 52.9%. Según el Consejo Monetario Centroamericano, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Panamá registró una variación de negativo 2% en agosto de 2020 al compararlo con el mismo mes del año 2019 (inflación interanual). Los grupos que mostraron aumentos fueron: Transporte, Bebidas alcohólicas, tabaco, Salud, Alimentos, bebidas no alcohólicas, vivienda, agua, electricidad y gas. cabe mencionar que Panamá tuvo cuarentena total en el año 2020 alrededor de 6 meses, iniciando en marzo y finalizando en septiembre.

Una de las estrategias del gobierno de la República de Panamá, para atraer las inversiones económicas extranjeras, fue la de promulgar una ley con la cual establece el régimen especial para el establecimiento y operación de empresas multinacionales que prestan servicios de manufactura el régimen EMMA. Este régimen busca promover la inversión extranjera, crear nuevas oportunidades laborales tanto locales como para extranjeros y contribuir a la transferencia de conocimiento de Panamá. Según el Banco Mundial, Panamá se ubica como el país de Centroamérica con el mejor crecimiento para este año 2021. Se prevé que para el presente año alcance un producto interno bruto de 5.1%. y según el Fondo Monetario Internacional, se proyecta que la economía panameña va a recuperar la senda de crecimiento con una expansión del 4% para el presente año estableciendo que Panamá es uno de los países con la mejor percepción de riesgo en América Latina. Se prevé una leve recuperación para 2021 impulsada por una mejora de los flujos comerciales, la recuperación de los sectores del transporte, la logística y otros sectores asociados al canal, así como repuntes en los sectores de la minería y la construcción, junto a mejoras del consumo interno y las inversiones.

### 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) logró cubrir la demanda del país, exceptuando la de la Autoridad del Canal de Panamá (ACP). Fue hasta el año 1995 que se permitió nuevamente la participación parcial del sector privado en la generación eléctrica. En 1996 se creó el Ente Regulador de los Servicios Públicos (ERSP), conocido actualmente como la Autoridad de Servicios Públicos (ASEP).

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 año 2020, la capacidad instalada del sector fue de 4,127.74 MW, siendo superior a los 3,853.85 MW presentados en el 2019. La capacidad instalada se concentra en las plantas que prestan el servicio público de electricidad con el 86.7%, seguido de las plantas de auto generadores conectados al sistema interconectado nacional con el 12.43% y el 0.86% pertenece a los sistemas aislados.

Para el periodo, la longitud total de las redes de distribución para el servicio público fue de 41,064.04 kilómetros. Asimismo, la cantidad total de cliente fue de 1,185,849.

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

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 periodo de hasta cincuenta (50) años, previa solicitud del concesionario al ente regulador, ASEP. Durante el periodo de construcción de la central hidroeléctrica se realizaron varias actualizaciones a la capacidad de generación, y mediante la Resolución AN No.6462 de 13 de agosto de 2013 (Adenda No.4) la capacidad de generación fue aumentada a 6.3MW.

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

### Gobierno Corporativo

Al 31 de diciembre de 2020, el capital en acciones está conformado por 500 acciones comunes autorizadas sin valor nominal todas pagadas, emitidas y en circulación. A junio de 2020, mediante el Acta de la Junta Directiva, se aprobó una capitalización de parte de los accionistas por la suma de B/. 500,000, totalizando el capital en acciones en 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%

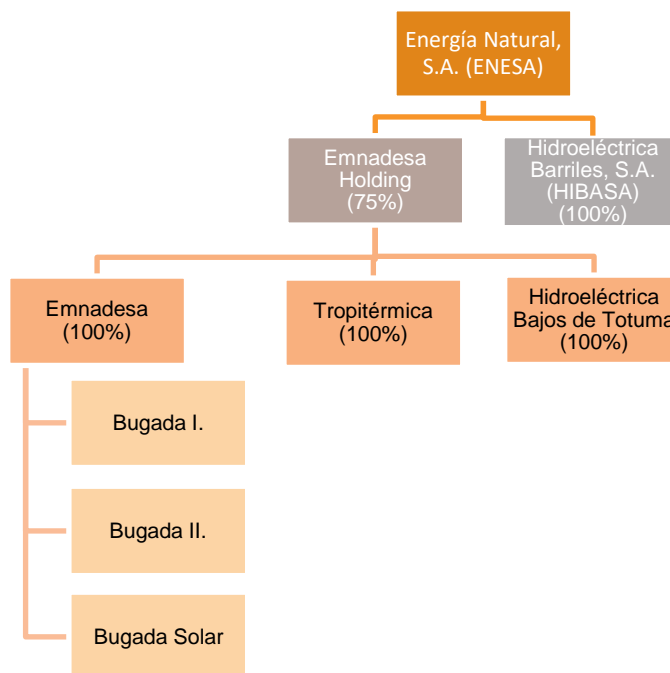
  

EMNADESA HOLDING	
Accionistas	Participación
ENESA	75%
Cafetales	25%

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 66.02% de la empresa de distribución de gas Tropigas, propiedad de Tropical Energies Corporation.

### ORGANIGRAMA DE LA ESTRUCTURA ACCIONARIA



Fuente: HBDT/Elaboración: PCR

Producto del análisis efectuado, PCR considera que el grupo Energía Natural, S.A. tiene un nivel de desempeño Óptimo<sup>1</sup> (GC2) respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

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

<sup>1</sup> Categoría GC2, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.



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
Héctor Domínguez	Jefe de Operación y Mantenimiento
Joel Quejada	Jefe de Contabilidad / Contralor
Abdiel de León	Ingeniero de Proyectos
Cibar Vásquez	Ingeniero de Gestión Técnica y Mantenimiento

Fuente: HBDT/Elaboración: PCR

### Responsabilidad Social Empresarial

PCR considera un nivel de desempeño Óptimo<sup>2</sup> para las prácticas de Responsabilidad Social Empresarial de Energía Natural, S.A. El grupo ha identificado a sus grupos de interés como las comunidades (escuelas, universidades, residentes, ambientalistas, entre otros), colaboradores, a través del Programa de Capacitación bimensual; además, el Gobierno a 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 Trengo. 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 Trengo. 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 Coloradp
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

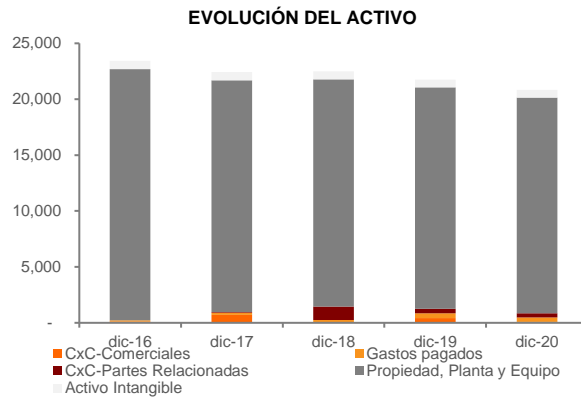
Fuente: HBDT/Elaboración: PCR

<sup>2</sup> Categoría RSE2, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima

**Activos**

Al 31 de diciembre de 2020, los activos de Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (HBDT) totalizaron B/. 21.5 millones, presentando una reducción interanual de B/. 939 miles (-4.2%) como consecuencia de la depreciación afectando la propiedad planta y equipo, donde por otro lado el efectivo también contribuye con una disminución de B/. 385.8 miles (-28%). En cuestión de propiedad, planta y equipo, pasó de B/. 19.8 millones en diciembre de 2019 a B/. 19.3 millones al periodo de análisis, mostrando una reducción de B/. 2.6% interanualmente. Por su parte en su activo corriente, las cuentas por cobrar, el fondo específico para fideicomiso y sus gastos pagados por adelantado disminuyeron en conjunto B/. 415.3 miles respecto a su año inmediato anterior y representando únicamente el 2.2% del total de los activos.

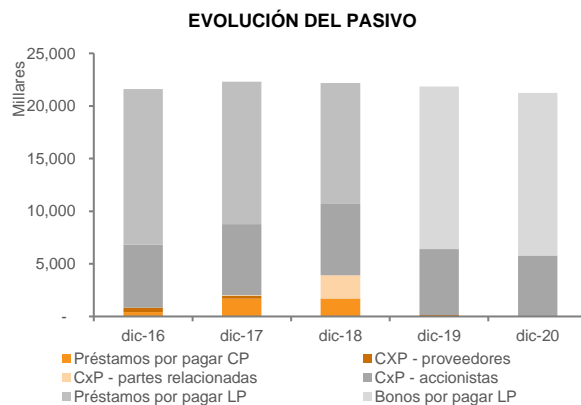
La composición de los activos obedece al giro de negocio como planta generadora de energía hidroeléctrica en donde el 89.5% de los activos los conforma propiedad, planta y equipo correspondiente a la planta, terreno, equipo de comunicación, maquinaria, mobiliario y equipo, mientras que, los activos corrientes representan el 4.6%. Por último, el activo intangible correspondiente a la adenda otorgada por la Autoridad Nacional de Servicios Públicos (ASEP) en mayo de 2013, con el objetivo de incrementar la capacidad de generación de 5MW a 6.3MW por un monto total de B/. 950,000 que refleja una amortización anual y donde a la fecha de análisis totaliza B/. 668.2 miles representando el 3.1% del total de los activos.



Fuente: HBDT/Elaboración: PCR

**Pasivos**

Al cierre de 2020, los pasivos de HBDT, totalizaron B/ 21.5 millones y presentando una reducción de B/. 616.4 miles producto de la disminución en B/. 118.3 miles (-67%) de los pasivos corrientes, correspondientes a la reducción de B/. 107.6 miles en la cuenta de proveedores y la disminución de B/ 10.2 miles en cuentas por pagar a partes relacionadas. A su vez se refleja una reducción considerable de B/. 500 miles de la porción no circulante de sus cuentas por pagar accionistas (-7.8%) mientras que los bonos por pagar siguen con un saldo constante de B/.15.5 millones ya que no se ha amortizado el capital de la deuda.



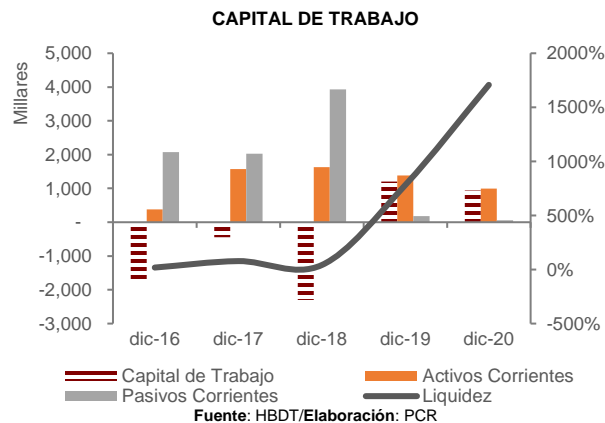
Fuente: HBDT/Elaboración: PCR



## Liquidez y Flujo de Efectivo

A la fecha de análisis, los indicadores de liquidez<sup>3</sup> se ven incrementados por la reestructuración de la deuda, esto implicó en una reducción del 99.3% en los pasivos corrientes, donde se conformaba de un 43% de préstamos por pagar y 56.3% de cuentas pagaderas a partes relacionadas para el año 2018. Asimismo, el indicador de liquidez presenta un alza al pasar de 7.8 veces en diciembre de 2019 a 170 veces en diciembre de 2020, como consecuencia principal de la contracción en los pasivos corrientes (-67%) en comparación con la de los activos corrientes (-27.8%), mientras que la liquidez inmediata pasa del 282% a un 338.1%. Del mismo modo, el capital de trabajo se presenta positivo por segunda vez en un periodo de análisis de 3 años al situarse en B/. 935.4 miles ante la reestructuración del préstamo a través de la emisión de bonos en marzo de 2019 que arroja un repago de capital hasta marzo del 2026, ubicando el grueso de la primera emisión en la porción no corriente del fondeo.

HBDT (B/.)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Liquidez	18.1%	78.0%	41.5%	781.8%	1708.0%
Liquidez inmediata	12.3%	43.1%	1.6%	282.0%	338.1%
Capital de Trabajo	- 1,701,512	- 445,484	- 2,299,490	1,202,968	935,386
Activos Corrientes	376,980	1,577,377	1,628,029	1,379,400	993,558
Pasivos Corrientes	2,078,492	2,022,861	3,927,519	176,432	58,172



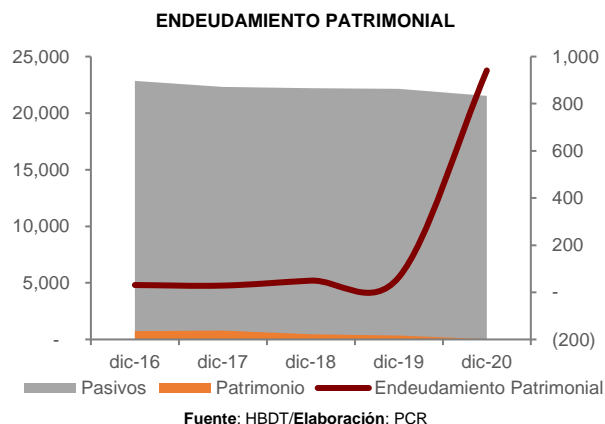
## Patrimonio

El patrimonio de Hidroeléctrica Bajos de Totuma totalizó B/. 22.8 miles presentando una reducción interanual de B/. 322.6 miles a raíz del alza en el déficit acumulado por B/. 822.6 miles, a pesar de la capitalización de B/. 0.5 millones reflejada por medio del alza en las acciones comunes al pasar de B/. 2.3 millones en diciembre de 2019 a B/. 2.8 millones a diciembre de 2020. Si bien el patrimonio representa únicamente el 0.1% de participación ante la suma de este y el pasivo, el déficit acumulado ha incrementado en promedio B/. 1.8 millones desde el año 2017, a raíz de la compra de energía en el mercado spot combinado con la reducción de los ingresos por generación eléctrica, sin embargo, es importante destacar que a la fecha de análisis la hidroeléctrica ya no posee la obligación de dichos contratos por lo que la cantidad de energía generada será vendida en su totalidad a la matriz y sin ninguna penalización en caso de no generar. Por otro lado, es importante mencionar que la empresa como estrategia fiscal, posee cuentas por pagar accionistas en el pasivo con un saldo a la fecha de B/. 5.8 millones, de los cuales en cualquier momento pueden pasar a ser capitalizados ya que no generan ninguna clase de interés para los accionistas. La capitalización anteriormente suscrita se aprobó en el mes de junio de 2020 mediante el Acta de la Junta Directiva por la suma de B/. 500,000, no obstante, el número de acciones comunes sigue totalizando en 500 pagadas, emitidas y en circulación.

## Solvencia y Endeudamiento

A la fecha de análisis, HBDT presentó ajustados niveles de solvencia producto del déficit acumulado desde los inicios de sus operaciones, reflejando indicadores de solvencia patrimonial en 0.1% a pesar de la capitalización a junio de 2020 por B/. 0.5 millones. Asimismo, a raíz de la baja en el patrimonio por el déficit acumulado, se presentó un indicador de endeudamiento mayor al periodo anterior, alcanzando una cifra de 941 veces (64 veces en diciembre de 2019), teniendo una de sus razones principales en la reducción del patrimonio pasando de B/. 345.5 miles en 2019 a B/. 22.8 miles en 2020 (-93.4%). Por su parte, la hidroeléctrica presentó holgados niveles de liquidez comparado al periodo, siendo este de 1,708% ante el 781.8% a 2019, derivado principalmente de la baja en sus pasivos corrientes por B/. 118.3 miles (-67%), por el pago de las cuentas por pagar proveedores (-82.4%) y sus cuentas por pagar a partes relacionadas (98.8%), provocando así un activo corriente mucho mayor en relación con su pasivo corriente.

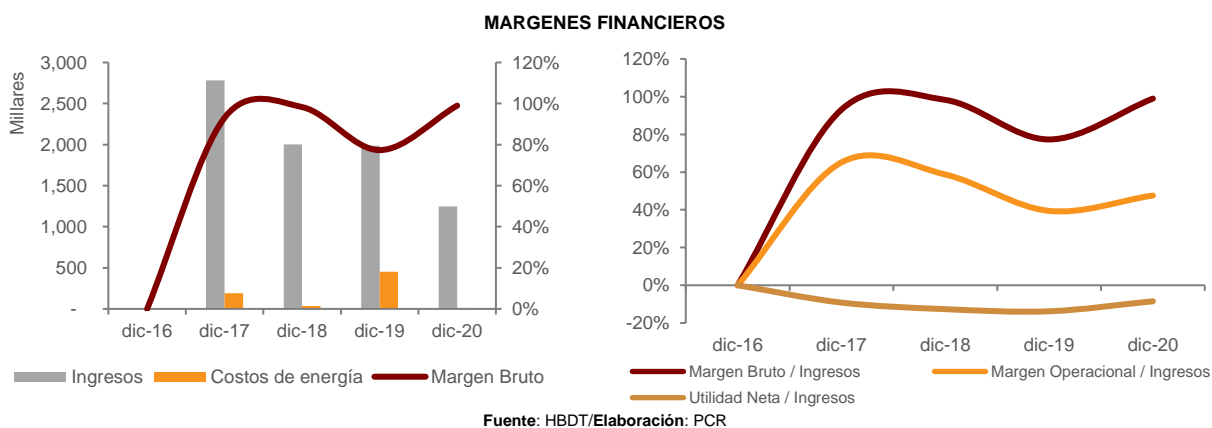
<sup>3</sup> Activos corrientes/pasivos corrientes



## Resultados Financieros

A la fecha de análisis, Hidroeléctrica Bajos del Totuma tuvo una cantidad de energía contratada por B/. 1.1 millones, adicionado a la venta de capacidad por B/.81.6 miles totalizando estos dos en B/.1.2 millones. Aunado a lo anterior se recibieron ingresos por venta de energía ocasional de B/. 27 miles y totalizando para diciembre 2020 un total de ingresos por B/. 1.2 millones, donde se puede observar un decremento del 37.1% en comparación con su año inmediato anterior (diciembre 2019: B/. 2 millones). Lo anterior como resultado principal de daños a la infraestructura por el huracán ETA, incluyendo daños en el área de toma y presa de la hidroeléctrica por lo que resultó necesario el cese de operaciones en los meses de noviembre y diciembre del año de análisis, sin embargo, es importante mencionar que dicho impacto se redujo en consecuencia a sus pólizas de seguro incluyendo la Rotura de Maquinaria y el flujo cesante por los meses en los que se trabajó dichas reparaciones y quedando a la espera del reembolso de flujo cesante por B/. 578.3 miles el cual se liquidó hasta agosto del año 2021.

Por su lado, los costos de energía representan la compra de energía y potencia, mostrando una disminución de 97.2% veces al pasar de B/. 450.4 miles en diciembre de 2019 a B/. 12.7 miles a diciembre de 2020 y donde se puede ver la recuperación de estos costos en comparación con su año anterior, a raíz de la sequía mostrada y con un alza del precio de la energía en el mercado spot con el objetivo de cumplir los contratos de suministro. A raíz de esto, el margen bruto totalizó a la fecha de análisis B/. 1.2 millones y presentando una desmejora respecto a su año inmediato anterior de 19.5%.



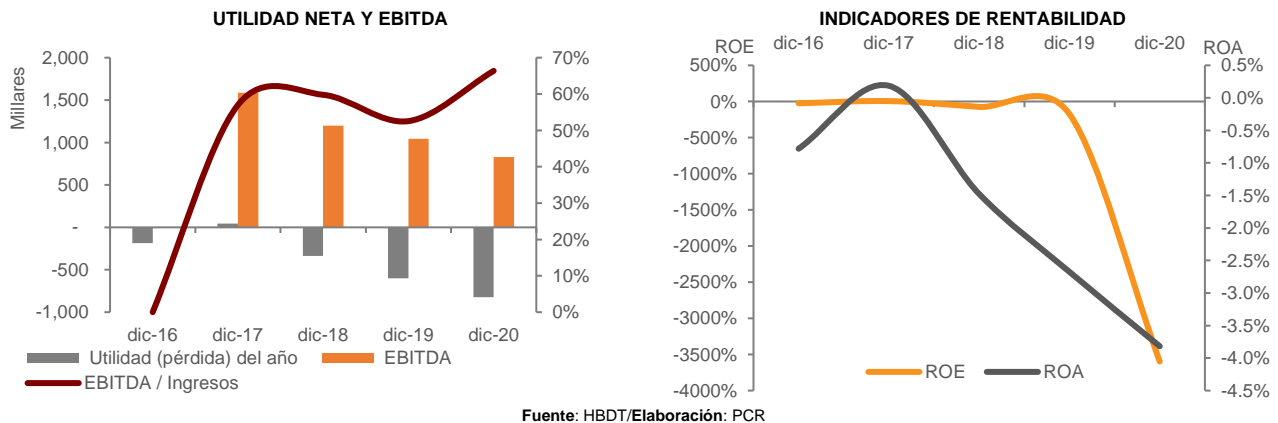
## Margen Operativo

Asimismo, la reducción del margen neto impactó negativamente el margen de operaciones, a pesar de la reducción en los gastos de personal en B/. 106.9 miles (-50.5%) a raíz de menores salarios y honorarios profesionales producto de la estrategia de optimización, y por su parte la disminución en las primas por antigüedad. El indicador del margen operacional sobre los ingresos pasó de 39.4% en diciembre de 2019 a 47.6% en diciembre de 2020. No obstante, la institución ha registrado indicadores de eficiencia históricamente bajos a raíz de la sinergia con el Grupo Económico, reduciendo los gastos de personal a aquellos derivados estrictamente de la planta de energía hidroeléctrica.

Finalmente, Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. registró costos financieros por B/. 1.1 millones correspondientes al pago de los intereses de los bonos, representando el 89.3% del total de los ingresos, aumentando con relación a periodos anteriores derivados de la reducción en los ingresos, proporcionalmente mayor al aumento en los costos financieros. Por su lado, los otros gastos se redujeron en B/. 31.7 miles (-9.5%) a raíz de una reducción en sus honorarios profesionales y mantenimientos.

### Margen neto

Con el contexto anterior, la utilidad neta de Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. presentó mayores pérdidas interanuales al pasar de B/. 601.3 miles en diciembre de 2019 a B/. 822.6 miles a diciembre de 2020 (+36.8%). El alza en las pérdidas del periodo fue derivada de la reducción del margen bruto como consecuencia de menores ingresos por generación de energía a pesar de la reducción en los costos de energía incurridos y sus gastos operativos incurridos durante el 2020. Asimismo, considerando las altas composiciones de depreciación y amortizaciones derivadas de la pesada estructura de la planta de energía se realiza el análisis del EBITDA y el EBITDA ante los ingresos. El impacto del margen bruto refleja una reducción en el EBITDA registrado a pesar de la leve reducción interanual en la depreciación resultando en un indicador de EBITDA/Ingresos mayor en 13.8 puntos básicos.



### Rentabilidad

A raíz del alza en las pérdidas mencionadas anteriormente, los indicadores de rentabilidad de HBDT mostraron una desmejora interanual al presentar un ROA en negativo 3.8% y un ROE negativo de 3597.2% (a diciembre de 2019: ROA, -2.7% y ROE -174%). Los indicadores de rentabilidad sobre patrimonio han tenido un comportamiento histórico negativo partir de las pérdidas generadas por el peso de los costos financieros dentro una estructura de ingresos por contratos escasa, sin embargo, se espera que a partir del año 2021 la entidad pueda recuperar su flujo de ingresos, ya que solo contará con un contrato por el total de energía producida a su casa matriz y donde los costos de producción se reducirán al mínimo.

El rendimiento de las hidroeléctricas a nivel nacional se ha visto influenciado por los inviernos secos presentados en los años 2017 y 2019. Las menores lluvias en los últimos años han provocado la reducción de los márgenes de rentabilidad, causando efectos negativos en todas las hidroeléctricas del país. La baja generación de las hidroeléctricas ha ocasionado que la demanda de energía sea satisfecha por otro tipo de generación (carbón, solar, eólica), ocasionando mayores costos para las hidroeléctricas por incrementos en los precios de compra en el mercado de oportunidad.

## Características del Instrumento

### PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	Detalle
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:	<b>Bonos Garantizados:</b> podrán ser emitidos con plazos de pago de capital de dos (2) a diez (10) años, contados a partir de la fecha de emisión de cada serie. <b>Bonos Subordinados:</b> 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:	<b>Bonos Garantizados:</b> 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. <b>Bonos Subordinados:</b> El capital de los Bonos Subordinados No Acumulativos se pagará en la respectiva fecha de vencimiento de cada serie.
Tasa de interés:	Las tasas de interés de cada una de las Series serán comunicadas al público inversionista mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar dos (2) días hábiles antes de la fecha de oferta de cada Serie 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 la tasa LIBOR.
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:	<b>Bonos Garantizados:</b> Los Bonos Garantizados de cualquier serie podrán ser redimidos total o parcialmente, a opción del emisor, una vez transcurran dos años contados a partir de la fecha de emisión de la respectiva serie. Las redenciones parciales y totales se harán por el saldo por el saldo a capital más los intereses devengados hasta la fecha, sin incurrir en penalidad por redención anticipada. <b>Bonos Subordinados:</b> 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 acumularán 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:	<b>Bonos Garantizados:</b> estarán garantizadas por la fianza solidaria otorgada por EMNADESA Holding, S.A. y por un Fideicomiso de Garantía administrado por Banistmo Investment Corporation, S.A. a título fiduciario. <b>Bonos Subordinados:</b> No cuentan con garantía alguna, sea real o personal.
Uso de los fondos:	Los fondos netos producto de la venta de Bonos US\$ 15,200,000 serán utilizados por el emisor para cancelar el préstamo con Banco de Panamá, S.A., el cual causa una tasa de 6.5% El remanente de los fondos netos, es decir US\$ 16,525,525, podrán ser utilizados por el emisor para cualesquiera de los siguientes fines: capital de trabajo, inversión en propiedad, maquinaria, mobiliario y/o equipo, y/o reestructurar deudas y/o compromisos financieros
Fuente de pago:	<b>Bonos Garantizados:</b> 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. <b>Bonos Subordinados:</b> El repago de capital e intereses de los Bonos subordinados No Acumulativos provendrá de los recursos financieros generales del Emisor.
Agente Estructurador y Asesor Financiero:	Insignia Financial Advisors, Corp.
Agente de Pago y Registro:	Banistmo, S.A.
Casa de Valores y Puesto de Bolsa:	Valores Banistmo, S.A.
Fiduciario:	Banistmo Investment Corporation, S.A.
Custodio:	Central Latinoamericana de Valores, S.A.

Fuente: HBDT/Elaboración: PCR

### **Garantías de la emisión de Bonos Garantizados**

- **Contribución inicial**, la suma de diez mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 10,000.00), depositada al fiduciario conforme al monto mínimo requerido por el Banco depositario, en las diferentes cuentas fiduciarias.
- **Flujos de la emisión de Bonos Garantizados y de los Bonos Subordinados No Acumulativos**, los cuales se utilizarán conforme al Prospecto de emisión o al suplemento del Prospecto que presente el Emisor conforme a la Clausula 5.01 del Contrato de Fideicomiso de Garantía.
- **Cuentas Fiduciarias**, y cualesquiera otras cuentas bancarias o de inversión que de tiempo en tiempo establezca el Fiduciario.
- **Cesión incondicional de los derechos cedibles**, así como los derechos cedidos. La relación con la Central Hidroeléctrica, todas las ganancias, contratos, ingresos y derechos económicos del Fideicomitente, incluyendo y sin limitación:
  - Contratos de Compraventa de energía y/o potencia existentes y futuros.
  - Transacciones realizadas por el Fideicomitente en el Mercado Ocasional.
  - Pagos e indemnizaciones de bonos, fianzas de cumplimiento, pólizas de seguros, cartas de crédito “stand-by” y cualesquiera otras garantías existentes o futuras.
  - Indemnizaciones existentes y futuras a favor del Fideicomitente relacionados con la Central Hidroeléctrica.
- **Contratos Cedibles:**
  - Contrato de reserva con vencimiento 31 de diciembre de 2018.
  - Contrato de Suministro N°DME-031-16 con vencimiento 31 de diciembre de 2019.
  - Contrato de Suministro N°68-16 con vencimiento 31 de diciembre de 2019.
  - Contrato de Suministro N°30-16 con vencimiento 31 de diciembre de 2019.
  - Contrato de Suministro N°22-16 con vencimiento 31 de diciembre de 2019.
  - Contrato de Suministro N°DME-018-16 con vencimiento 31 de diciembre de 2019.
  - Contrato de Acceso N°20-14 vigente durante la vigencia de la Concesión de Generación Eléctrica.
  - Contrato de Usuario Indirecto N°GG-058-2016 con vencimiento 15 de abril de 2031.
- **Derechos prendarios sobre Bienes Pignorados**, los Bienes Pignorados incluyen las Acciones Pignoradas y se refiere a las 500 acciones sin valor nominal representada por el certificado de acciones N°9, emitido a favor de Emnadesa Holding, S.A. y fechado al 18 de mayo de 2018.
- **Derechos dimanantes del Contrato de Hipoteca de Bienes Inmuebles**, todos los bienes existentes y futuros del Fideicomitente que constituyan bienes inmuebles, y todas las mejoras y enseres fijos de los mismos que sean destinados para el desarrollo y operación de la Central Hidroeléctrica:
  - Concesión Hidroeléctrica inscrita a la Finca N°453496.
  - Finca N°430258.
  - Finca N°441619.
  - Finca N°461374.
  - Servidumbre a favor de la Finca N°453496.
- **Fianza Solidaria**, La fianza solidaria otorgada por el fiador a favor del fiduciario. Se presumirá como saldo correcto y verdadero de las Obligaciones Garantizadas el saldo que tenga el Agente de Pago y Registro en sus respectivos libros y, en consecuencia, la certificación que expida el Agente de Pago y Registro.
- **Dineros, bienes y derechos que produzcan los Bienes Fiduciarios.**
- **Cualesquiera otros dineros, bienes o derechos que de tiempo en tiempo se traspasen al fiduciario.**

### **Redención Anticipada**

**Bonos Garantizados:** Los Bonos Garantizados de cualquier serie podrán ser redimidos total o parcialmente, a opción del emisor, una vez transcurran dos años contados a partir de la fecha de emisión de la respectiva serie. Las redenciones parciales y totales se harán por el saldo a capital más los intereses devengados hasta la fecha, sin incurrir en penalidad por redención anticipada.

**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.

	<b>Serie A</b>	<b>Serie B</b>
<b>Fecha de emisión</b>	15/03/2019	15/03/2019
<b>Monto</b>	USD\$. 12,000,000	USD.\$ 3,500,000
<b>Tasa anual</b>	7.00%	6.50%
<b>Fecha de vencimiento</b>	19/03/2026	19/03/2026
<b>Plazo</b>	10 años	10 años

Fuente: HBDT/Elaboración: PCR

### Proyecciones Financieras

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

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

En línea con la proyección de sus ingresos para el año 2020 la entidad pronosticó un total de B/ 1.8 millones que, de acuerdo a sus estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2020, no se produjeron de la manera esperada ya que totalizaron solamente B/ 1.2 millones de ingresos de por energía eléctrica y B/ 1.2 miles por otros ingresos, haciendo un descalce la misma línea de sus supuestos, esto como resultado principal del cese de operaciones en los meses de noviembre y diciembre, dejando un flujo cesante por la póliza de seguro pendiente de reembolsar totalizando B/. 578.3 miles. En cuanto a su EBITDA, se presenta una considerable variación con respecto a la realidad, considerando que para el año 2020 totalizó B/. 828.6 miles, mientras que su proyección concurría en un resultado mayor por B/. 1.4 millones, siendo esta disminución principalmente por la baja en los ingresos.

Por otro lado, se proyectó cierta estabilidad en los costos y gastos, los cuales constan en su mayoría de salarios y beneficios, otros gastos administrativos y los seguros directamente relacionados a la planta hidroeléctrica. Los gastos financieros continuaron representando los gastos más significativos, reflejando un promedio del 43% sobre los ingresos de HBDT. Por el mismo lado, se proyecta una utilidad neta promedio de US\$ 152.5 miles sujeta a las variaciones del precio del mercado spot 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.

#### FLUJO DE CAJA

Flujo de Caja HBDT (B/.)	2020 R	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
<b>Ingresos</b>						
Venta de Potencia contratada	1,139,974	174,600	238,620	238,620	238,620	238,620
Venta de energía contratada PPA	108,576	-	-	-	-	-
Venta Contrato de Respaldo con EMNADESA		-	535,757	541,114	546,525	551,990
Venta Contrato de Respaldo con EMNADESA # 2		1,615,570	1,524,103	1,505,951	1,528,641	1,546,794
Ingresos por Intereses	1,200	14,189	26,352	43,836	62,083	81,283
<b>Ingresos Operativos, Netos</b>	<b>1,249,750</b>	<b>1,804,359</b>	<b>2,324,832</b>	<b>2,329,521</b>	<b>2,375,869</b>	<b>2,418,687</b>
<b>Costos y Gastos</b>						
Compra de Energía	12,714	14,400	14,400	14,400	14,400	14,400
Gastos Corporativos						
Operación y mantenimiento regular		58,471	59,056	59,646	60,243	60,845
Salarios y Beneficios	104,772	158,172	158,488	158,805	159,123	159,441
Otros gastos administrativos	303,581	76,704	76,857	77,011	77,165	77,319
Impuestos		43,488	43,488	43,488	43,488	43,488
Seguros		101,729	101,729	101,729	101,729	101,729
<b>Total de Gastos</b>	<b>421,067</b>	<b>452,964</b>	<b>454,019</b>	<b>455,080</b>	<b>456,148</b>	<b>457,223</b>
<b>EBITDA</b>	<b>828,683</b>	<b>1,351,394</b>	<b>1,870,813</b>	<b>1,874,441</b>	<b>1,919,721</b>	<b>1,961,464</b>
<b>Impuestos</b>	-	-	<b>(33,740)</b>	<b>(34,193)</b>	<b>(39,853)</b>	<b>(45,071)</b>

En la evaluación del EBITDA sobre los gastos financieros, se presenta una cobertura promedio proyectada de 1.66 veces, con un mínimo de cobertura de 0.96 veces en el año 2019. Por su parte, la cobertura de servicio sobre la deuda promedio es de 1.46 veces, en donde el mínimo de cobertura es de 0.31 veces en 2019 y el máximo se presenta a partir del año 2024 con 1.84 veces; como consecuencia del incremento en los ingresos. Sin embargo para la fecha de análisis, el EBITDA se sitúa en B/.828.6 miles, mientras que este indicador sobre los gastos financieros posee una cobertura de 0.74 para finales del 2020 en sus datos reales, a los cual se espera una mejoría en los años posteriores con el alza de sus ingresos.



<b>Variaciones en Activos</b>	<b>251,147</b>	<b>17,686</b>	<b>17,284</b>	<b>18,305</b>	<b>16,533</b>
Cuentas por cobrar, neto	377,586	(347)	(351)	1,060	(330)
Fondo de fideicomiso	(121,526)	-	-	-	-
Gastos pagados por adelantado	27,950	27,950	27,950	27,950	27,950
Adelanto a proveedores	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar - relacionadas	20,249	19,844	19,447	19,058	18,677
Otros activos	9,649	(78)	(79)	(80)	(81)
CAPEX	(62,761)	(29,684)	(29,684)	(29,684)	(29,684)
<b>Variaciones en Pasivos</b>	<b>90,100</b>	<b>(39,040)</b>	<b>(35,032)</b>	<b>(31,855)</b>	<b>(28,107)</b>
Cuentas por pagar - proveedores	(52,114)	1,043	1,062	1,082	1,103
Cuentas por pagar - partes relacionadas	154,543	(40,296)	(36,266)	(32,640)	(29,376)
Gastos acumulados por pagar	(14,423)	127	128	(387)	121
Prima de antigüedad	2,094	87	44	90	46
<b>Flujo del Período (Operativo)</b>	<b>1,692,641</b>	<b>1,815,719</b>	<b>1,822,500</b>	<b>1,866,318</b>	<b>1,904,819</b>
<b>Flujo Financiero</b>	<b>-1,064,000</b>	<b>-1,064,000</b>	<b>-1,064,000</b>	<b>-1,064,000</b>	<b>-1,064,000</b>

Fuente: HBDT/Elaboración: PCR

#### INDICADORES DE COBERTURA

(En miles B./.)	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	Promedio
EBITDA	1,351,394	1,870,813	1,874,441	1,919,721	1,961,464	1,555,973
Amortización Capital	-	-	-	-	-	395,650
Gastos por Intereses	1,064,000	1,064,000	1,064,000	1,064,000	1,064,000	951,405
Deuda Neta	15,500,000	15,500,000	15,500,000	15,500,000	15,500,000	15,029,350
EBITDA / Gastos Financieros	1.27	1.76	1.76	1.80	1.84	1.66
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	1.27	1.76	1.76	1.80	1.84	1.46
Deuda Neta / EBITDA	11.5	8.3	8.3	8.1	7.9	2.0

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.

## Anexos

### Estado de Situación Financiera

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (B/.)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
<b>ACTIVOS</b>	<b>23,591,029</b>	<b>23,090,746</b>	<b>22,662,942</b>	<b>22,483,797</b>	<b>21,544,781</b>
<b>Activo Corriente</b>	376,980	1,577,377	1,628,029	1,379,400	993,558
Efectivo	14,878	153,955	34,176	61,772	105,789
Cuentas por cobrar - comerciales y otras	121,863	718,656	29,250	435,709	90,871
Fondo de fideicomiso para uso específico	-	449,104	135,268	41,452	9,720
Gastos pagados por adelantado	113,403	204,632	237,858	418,284	379,557
Adelanto a proveedores	119,952	-	-	-	-
Cuentas por cobrar - partes relacionadas	-	46,146	1,183,809	404,712	388,441
Otros activos	6,884	4,884	7,668	17,471	19,180
<b>Activo No Corriente</b>	23,214,049	21,513,369	21,034,913	21,104,397	20,551,223
Propiedad, planta y equipo, neto	22,469,882	20,729,285	20,325,748	19,804,460	19,293,196
Activo intangible, neto	744,167	725,167	706,167	687,167	668,167
Fondo de fideicomiso para uso específico	-	58,917	2,998	5,022	5,022
Cuentas por cobrar - partes relacionadas	-	-	-	607,748	584,838
<b>PASIVOS</b>	<b>22,850,564</b>	<b>22,307,311</b>	<b>22,214,336</b>	<b>22,138,281</b>	<b>21,521,892</b>
<b>Pasivos Corrientes</b>	2,078,492	2,022,861	3,927,519	176,432	58,172
Préstamos por pagar - porción circulante	422,225	1,688,900	1,688,900	-	-
Cuentas por pagar - proveedores	414,716	262,104	13,302	130,476	22,911
Cuentas por pagar - partes relacionadas	-	61,805	2,210,332	10,318	126
Gastos acumulados por pagar	-	10,052	14,985	11,058	10,555
Retenciones a contratistas	1,241,551	-	-	-	-
Provisión de impuesto inmueble	-	-	-	24,580	24,580
<b>Pasivos No Corrientes</b>	20,772,072	20,284,450	18,286,817	21,961,849	21,463,720
Cuentas por pagar - accionistas	5,994,297	6,771,492	6,771,492	6,271,492	5,771,492
Cuentas por pagar - partes relacionadas	-	-	-	238,098	238,740
Préstamos por pagar - porción no circulante	14,777,775	13,511,100	11,511,100	-	-
Bonos por pagar - porción no circulante	-	-	-	15,450,000	15,450,000
Prima de antigüedad	-	1,858	4,225	2,259	3,488
<b>PATRIMONIO</b>	<b>740,465</b>	<b>783,435</b>	<b>448,606</b>	<b>345,516</b>	<b>22,869</b>
Acciones comunes	1,810,000	1,810,000	1,810,000	2,310,000	2,810,000
Déficit acumulado	- 1,069,535	- 1,026,565	- 1,361,394	- 1,962,694	- 2,785,341
Impuesto complementario	-	-	-	1,790	1,790
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>23,591,029</b>	<b>23,090,746</b>	<b>22,662,942</b>	<b>22,483,797</b>	<b>21,544,761</b>

Fuente: HBDT/Elaboración: PCR

### Estado de Resultados

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (B/.)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
<b>Ingresos</b>	-	<b>2,782,512</b>	<b>2,002,118</b>	<b>1,985,282</b>	<b>1,248,550</b>
Ingresos por generación eléctrica	-	2,782,512	2,002,118	1,985,282	1,248,550
<b>Costos de energía</b>	-	<b>190,870</b>	<b>34,625</b>	<b>450,399</b>	12,714
<b>Utilidad Bruta</b>	-	<b>2,591,642</b>	<b>1,967,493</b>	<b>1,534,883</b>	<b>1,235,836</b>
<b>Gastos de personal</b>	161,587	237,697	249,052	211,628	104,772
Otros gastos	-	770,899	530,499	335,342	303,581
Depreciación	3,788	521,916	523,819	521,202	517,906
Amortización de activos intangibles	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000
<b>Utilidad Operativa</b>	- <b>184,375</b>	<b>1,813,029</b>	<b>1,175,622</b>	<b>783,053</b>	<b>290,577</b>
<i>Otros gastos e ingresos, neto</i>	- -	999,160	979,952	1,049,011	1,113,224
Costos financieros, neto	-	1,001,745	989,027	1,104,506	1,114,768
Intereses ganados	-	2,585	9,075	55,495	1,200
Otros gastos	-	-	-	-	-
<b>Pérdida antes del impuesto sobre la renta</b>	- <b>184,375</b>	<b>813,869</b>	<b>195,670</b>	- <b>265,958</b>	- <b>822,647</b>
Impuesto sobre la renta	-	-	-	-	-
<b>Utilidad (pérdida) del año</b>	- <b>184,375</b>	<b>813,869</b>	<b>195,670</b>	- <b>265,958</b>	- <b>822,647</b>

Fuente: HBDT/Elaboración: PCR

Hidroeléctrica Bajos de Totuma, S.A. (B/.)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20			
<b>Cobertura y Solvencia</b>								
Solvencia (Patrimonio / Activos)	3.1%	3.4%	2.0%	1.5%	0.1%			
Endeudamiento Patrimonial	30.86	28.47	49.52	64.07	941.09			
EBITDA/ Deuda bancaria	0.0%	10.4%	9.1%	6.8%	5.4%			
EBITDA / Costos financieros	0.0%	158.3%	121.0%	94.5%	74.3%			
<b>Rentabilidad</b>								
ROA	-0.8%	0.2%	-1.5%	-2.7%	-3.8%			
ROE	-24.9%	5.5%	-74.6%	-174.0%	-3597.2%			
EBITDA / Ingresos	--	57.0%	59.8%	52.6%	66.4%			
Margen Bruto / Ingresos	--	93.1%	98.3%	77.3%	99.0%			
Margen Operacional / Ingresos	--	65.2%	58.7%	39.4%	47.6%			
Utilidad Neta / Ingresos	--	-9.2%	-12.7%	-13.8%	-8.5%			
<b>Eficiencia</b>								
Eficiencia (gastos administrativos y de proyecto / margen bruto)	--	9.2%	12.7%	13.8%	8.5%			
Costos Financieros / Ingresos	--	36.0%	49.4%	55.6%	89.3%			
Costos Financieros / Margen Operativo	0.0%	55.3%	84.1%	141.1%	187.6%			
<b>Liquidez Financiera</b>								
Liquidez	18.1%	78.0%	41.5%	781.8%	1708.0%			
Liquidez inmediata	12.3%	43.1%	1.6%	282.0%	338.1%			
Capital de Trabajo	-	1,701,512	-	445,484	-	2,299,490	1,202,968	935,386

Fuente: HBDT/Elaboración: PCR