



Panamá, 30 de enero de 2019

SMV 31ENE19PM12:54

Licenciada
Marelissa Quintero de Stanziola
Superintendente
Superintendencia del Mercado de Valores
Ciudad de Panamá.-

CONS: 140105
RECIBIDO POR: F. Quintero

REF: HECHO DE IMPORTANCIA
CALIFICACIONES DE RIESGO

Estimada Lic. Quintero de Stanziola:

Por medio de la presente tenemos a bien adjuntarles el informe de actualización de calificación de riesgo emitido por la agencia calificadora de riesgo internacional Fitch Ratings.

Las calificaciones otorgadas a la matriz Panama Power Holdings, Inc. y a su subsidiaria Hydro Caisán, S.A son las siguientes:

Panama Power Holdings, Inc.	Emisor BBB+(pan), perspectiva estable.
Hydro Caisán, S.A.	Emisor BBB+(pan), perspectiva estable.
Hydro Caisán, S.A.	Bonos Corporativos BBB+(pan), perspectiva estable.

El informe de actualización de la calificadora será publicado en la página web de Panama Power Holdings, Inc.

Atentamente,

Marlene Cardoze
Directora de Finanzas

c.c. Bolsa de Valores de Panamá

Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias

Tipo de Calificación	Calificación	Perspectiva	Última Acción de Calificación
Panama Power Holdings, Inc.			
Calificación nacional de largo plazo	BBB+(pan)	Estable	Afirmación 19 de septiembre de 2018
Hydro Caisán, S.A.			
Calificación nacional de largo plazo	BBB+(pan)	Estable	Afirmación 19 de septiembre de 2018
Programa de emisión de bonos por USD220 millones	BBB+(pan)		Afirmación 19 de septiembre de 2018
Pulse aquí para ver la lista completa de calificaciones			

Resumen de Información Financiera

	2016	2017	2018P	2019P
Ingresos Netos (USD miles)	40,606	42,563	43,201	43,633
Margen de EBITDA (%)	69.3	71.3	73.5	71.0
Flujo Generado por la Operaciones (USD miles)	11,948	18,817	16,630	16,932
Deuda Total Ajustada/EBITDA (veces)	8.0	7.1	6.2	5.7
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	1.8	2.7	2.4	2.6
P – Proyección. Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.				

Fitch Ratings afirmó las calificaciones en escala nacional de Panamá de Panama Power Holdings Inc. y Subsidiarias (PPH) e Hydro Caisán, S.A. (Hydro Caisán) en 'BBB+(pan)'. La Perspectiva de las calificaciones es Estable.

Las calificaciones reflejan la posición competitiva de PPH en el despacho de energía en Panamá, su apalancamiento y estrategia comercial tanto actual como proyectada. También consideran la exposición de la compañía al riesgo hidrológico y regulatorio, así como a las condiciones macroeconómicas. Las calificaciones están limitadas por su concentración de activos de generación en la misma zona geográfica y tecnología, aspecto que expone a PPH al riesgo hidrológico. Además, aunque la existencia de restricciones de transmisión dentro del área aledaña a las plantas es en mucho menor escala que en 2017 al haberse puesto en marcha la tercera línea de transmisión, representa una limitación en la capacidad para despachar la energía.

Factores Clave de las Calificaciones

Posición Competitiva de Despacho: Debido a que el costo de generación hidroeléctrica de PPH es bajo, la compañía tiene una posición competitiva en el orden de despacho. Las plantas hidroeléctricas de pasada no tienen costo variable y siempre son despachadas primero. El portafolio de plantas de PPH tiene una capacidad instalada combinada de 120.4 MW. La potencia de PPH representa cerca de 4% de la capacidad instalada en Panamá.

Exposición Elevada al Riesgo Hidrológico: La capacidad de generación de efectivo del portafolio de PPH depende de las condiciones hidrológicas. PPH tiene garantizado su despacho en condiciones hidrológicas normales. En el pasado, la generación de la compañía se afectó por la sequía de 2013 y el fenómeno climatológico El Niño de 2015 y 2016, años en los que se observó el descenso más fuerte del volumen de lluvias de los últimos 30 años. El año 2017 fue el de mayor producción histórica (451 GWh) debido a condiciones hidrológicas favorables, a pesar de existir restricciones significativas en el despacho causado por la línea de transmisión. Fitch considera que 2018 será un año con niveles de generación similares a los de 2017, bajo condiciones de 90% de hidrología histórica promedio.

Flujo de Caja Sensible a Condiciones Hidrológicas: Las calificaciones de PPH reflejan la correlación de la generación de efectivo del portafolio con los niveles de hidrología. En condiciones promedio, el portafolio sería capaz de generar alrededor de USD31 millones de EBITDA y un flujo de fondos libre (FFL) de USD18.0 millones, sin contabilizar el pago de intereses al cierre de diciembre de 2017, el cual fue realizado el primer día hábil de enero de 2018, de acuerdo con los cálculos de Fitch. En años de precipitaciones bajas, con todas las plantas operando, el EBITDA ha registrado valores cercanos a USD25 millones. La generación de efectivo está ligada a los ciclos de hidrología que afectan a las plantas de PPH y al precio del mercado ocasional, donde la posición contratada de PPH es cercana a 60%.

Reducción Gradual del Apalancamiento Alto: El perfil financiero de PPH está relacionado con la hidrología. Al cierre de 2017, el apalancamiento (deuda total a EBITDA) de la compañía fue de 7.1 veces (x) y, en los últimos 12 meses (UDM) a junio de 2018, fue de 6.4x. Existe la expectativa de que este indicador se fortalezca hacia niveles no mayores de 6.2x a lo largo del ciclo. La persistencia, en el mediano plazo, de niveles de apalancamiento superiores a 7.5x presionaría las calificaciones a la baja. Con base en un escenario de hidrología similar al promedio histórico y el enfoque en amortización acelerada de la deuda al mismo tiempo que se mantienen las iniciativas de reducción de costos, el apalancamiento (deuda total a EBITDA) proyectado de PPH estaría entre 6.2x y 5.3x en los próximos 3 años, nivel considerado por Fitch como acorde con el rango de calificación actual.

Exposición al Riesgo Regulatorio: Las calificaciones de la compañía también reflejan su exposición al riesgo regulatorio, considerando que los generadores no han sido intervenidas directamente, sino en la forma de subsidios al usuario final. Históricamente, las empresas de generación en Panamá se caracterizaban por ser negocios competitivos no regulados y libres de aplicar sus propias estrategias comerciales. En años anteriores, el aumento en precios de la energía resultó en subsidio con la intención de reducir el impacto de precios altos de energía para el usuario final.

Derivación de las Calificaciones respecto a Pares

Derivación de las Calificaciones frente a los Pares	
Comparación con Pares	Comparado con otros corporativos del sector eléctrico, tales como AES Panamá, S.R.L. (AESP) [AA+(pan) Perspectiva Estable] y AES Changuinola (AESC) S.R.L. [A+(pan) Observación Negativa], PPH tiene una buena posición de competitiva de despacho, que compensa un portafolio de generación de menor escala y con mayor concentración geográfica. Además, presenta un riesgo de negocio relativamente menor que Constructora Meco, S.A. (Meco) [AA-(pan) Perspectiva Estable]. En términos de apalancamiento, el nivel de PPH de 6.4x en junio de 2018, medido como deuda total a EBITDA, está entre los más elevados del portafolio de corporativos calificados por Fitch en Panamá y compara negativamente con el promedio de apalancamiento de los corporativos eléctricos de 3.7x. Dada la naturaleza del negocio, la rentabilidad es mucho mayor que en otros sectores, tales como comercio al detalle y construcción; el margen de EBITDA de PPH de 72.9% compara favorablemente con el de la mayoría de sus pares de calificación.
Vínculo Matriz/Subsidiaria	Existe un vínculo entre matriz y subsidiaria.
Techo País	No hay una limitación en las calificaciones a causa del techo país.
Entorno Operativo	La influencia del entorno operativo no tiene efectos en las calificaciones.
Otros Factores	No aplican.
Fuente: Fitch Ratings.	

Sensibilidad de las Calificaciones

Factores futuros que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una acción positiva de calificación:

- el fortalecimiento del EBITDA que derivara de una estabilidad operativa mayor por niveles de hidrología similares a los promedios históricos y que permita aumentar la generación de electricidad;

- aumento en la rentabilidad de las ventas de energía en el mercado ocasional de energía;
- niveles de apalancamiento bruto (deuda total sobre EBITDA) sostenidos por debajo de 5.0x.

Factores futuros que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una acción negativa de calificación:

- apalancamiento (deuda a EBITDA) recurrentemente mayor de 7.5x a lo largo del ciclo;
- FFL negativo recurrente;
- eventos operacionales que impidieran el suministro de energía;
- una intervención regulatoria o política mayor que influyera adversamente en la rentabilidad de la empresa;
- deterioro de las condiciones macroeconómicas en Panamá que resultara en una reducción del consumo de energía.

Liquidez y Estructura de la Deuda

Liquidez Adecuada: A junio de 2018, el saldo de efectivo y equivalentes de PPH fue de USD12.6 millones, de los cuales USD6.8 millones correspondían a efectivo restringido correspondiente a la cuenta de reserva de la deuda. Este fondo ha sido constituido por Hydro Caisán como fideicomitente y BG Trust, Inc. como fiduciario y tiene como propósito general mantener un fondo de efectivo para cumplir con las obligaciones de pago de intereses equivalente a seis meses. Con base en la declaratoria de Hydro Caisán con respecto al próximo pago anticipado de los bonos en circulación, la deuda de corto plazo era de USD7.7 millones correspondientes a la porción de corto plazo de deuda de largo plazo. De acuerdo con cifras interinas al cierre de diciembre de 2018, el saldo de la deuda de la compañía era de USD194 millones. Fitch espera que, bajo escenarios de hidrología promedio para lo que resta de 2018 y durante 2019, combinado con las necesidades bajas de inversión de capital, el FFL sea positivo a lo largo del ciclo, lo cual reduciría las presiones de liquidez.

Vencimientos de Deuda y Liquidez al Cierre de 2017

Resumen de Liquidez	Original	Original
	31 dic 2017	30 jun 2018
(USD miles)		
Efectivo Disponible y Equivalentes	21,756	12,624
Inversiones de Corto Plazo	0	0
Menos: Efectivo y Equivalentes Restringidos	7,343	6,837
Efectivo Disponible y Equivalentes Definidos por Fitch	14,413	5,787
Líneas de Crédito Comprometidas	0	0
Liquidez Total	14,413	5,787
EBITDAR de los Últimos 12 meses	30,330	32,109
Flujo de Fondos Libre de los Últimos 12 meses	17,972	19,753

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y PPH.

Vencimientos de Deuda Programados	Original
(USD miles)	
	30 jun 2018
Diciembre 31, 2018	7,800
Diciembre 31, 2019	0
Diciembre 31, 2020	0
Diciembre 31, 2021	200,200
Diciembre 31, 2022	0
Después de 2022	0
Total de Vencimientos de Deuda	208,000

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y PPH.

Supuestos Clave

Los supuestos clave de Fitch considerados en el caso base de calificación del emisor incluyen:

- crecimiento orgánico en demanda de electricidad de un dígito en el mediano plazo;
- niveles de hidrología cercanos al promedio histórico;
- esquema de ajuste de tarifas se mantiene y no hay cambios en la regulación;
- entrada de generadores nuevos que brindan estabilidad al mercado;
- pago de dividendos a partir de 2021, cumpliendo con obligaciones financieras;
- amortizaciones de deuda se realizan de forma anticipada, dado que no se pagan dividendos; refinanciamiento de deuda en 2021;
- posición contratada de 60% se mantiene durante el período proyectado.

Información Financiera

(USD miles)	Histórico			Proyecciones		
	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020
RESUMEN DE ESTADO DE RESULTADOS						
Ingresos Brutos	46,013	40,996	42,563	43,201	43,633	44,070
Crecimiento de Ingresos (%)	16.0	-10.9	3.8	1.5	1.0	1.0
EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	25,186	27,928	30,330	31,753	30,980	30,408
Margen de EBITDA Operativo (%)	54.7	68.1	71.3	73.5	71.0	69.0
EBITDAR Operativo	25,186	27,928	30,330	31,753	30,980	30,408
Margen de EBITDAR Operativo (%)	54.7	68.1	71.3	73.5	71.0	69.0
EBIT Operativo	13,174	15,907	18,364	20,198	19,797	19,591
Margen de EBIT Operativo (%)	28.6	38.8	43.1	46.8	45.4	44.5
Intereses Financieros Brutos	-17,205	-16,722	-15,808	-13,562	-12,522	-11,482
Resultado antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/Pérdidas de Compañías Asociadas)	-3,874	-557	4,187	6,636	7,275	8,109
RESUMEN DE BALANCE GENERAL						
Efectivo Disponible y Equivalentes	6,606	6,328	14,413	5,258	6,172	8,116
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	237,467	225,769	216,649	190,649	175,649	160,649
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	237,467	225,769	216,649	190,649	175,649	160,649
Deuda Neta	230,861	219,441	202,236	185,391	169,477	152,534
RESUMEN DE FLUJO DE CAJA						
EBITDA Operativo	25,186	27,928	30,330	31,753	30,980	30,408
Intereses Pagados en Efectivo	-16,302	-15,858	-11,323	-13,237	-11,904	-10,929
Impuestos Pagados en Efectivo	-3,280	-32	-394	-1,740	-1,973	-2,165
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias	0	0	0	0	0	0
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	1,591	87	305	0	0	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	7,195	12,125	18,918	16,776	17,102	17,313
Variación del Capital de Trabajo	-5,285	573	-531	458	-534	70
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) (FCO)	1,910	12,698	18,387	17,234	16,569	17,384
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	-849	-496	-414	0	0	0
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	1.8	1.2	1.0	0	0	0
Dividendos Comunes	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1,061	12,202	17,973	16,802	15,914	16,943
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	352	0	0	0
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	-522	20	-240	43	0	0
Variación Neta de Deuda	0	-12,500	-10,000	-26,000	-15,000	-15,000
Variación Neta de Capital	-56	0	0	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	483	-278	8,085	-9,155	914	1,943
OTRAS MEDIDAS DE FLUJO DE CAJA						
Margen de FGO (%)	15.6	29.6	44.4	38.8	39.2	39.3
Cálculos para la Publicación de Proyecciones						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes del FFL	-849	-496	-62	-432	-655	-441
FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	1,061	12,202	18,325	16,802	15,914	16,943
Margen del FFL (después de Adquisiciones Netas) (%)	2.3	29.8	43.1	38.9	36.5	38.4
RAZONES DE COBERTURA (VECES)						
FGO/Intereses Financieros Brutos	1.4	1.8	2.6	2.3	2.4	2.6
FGO/Cargos Fijos	1.4	1.8	2.6	2.3	2.4	2.6
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo + Arrendamientos	1.5	1.8	2.7	2.4	2.6	2.8
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	1.5	1.8	2.7	2.4	2.6	2.8
RAZONES DE APALANCAMIENTO (VECES)						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	9.4	8.1	7.1	6.0	5.7	5.3
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo	9.2	7.9	6.7	5.8	5.5	5.0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	9.4	8.1	7.1	6.0	5.7	5.3
Deuda Ajustada respecto al FGO	10.1	8.1	7.2	6.4	6.1	5.7
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	9.8	7.9	6.7	6.2	5.8	5.4

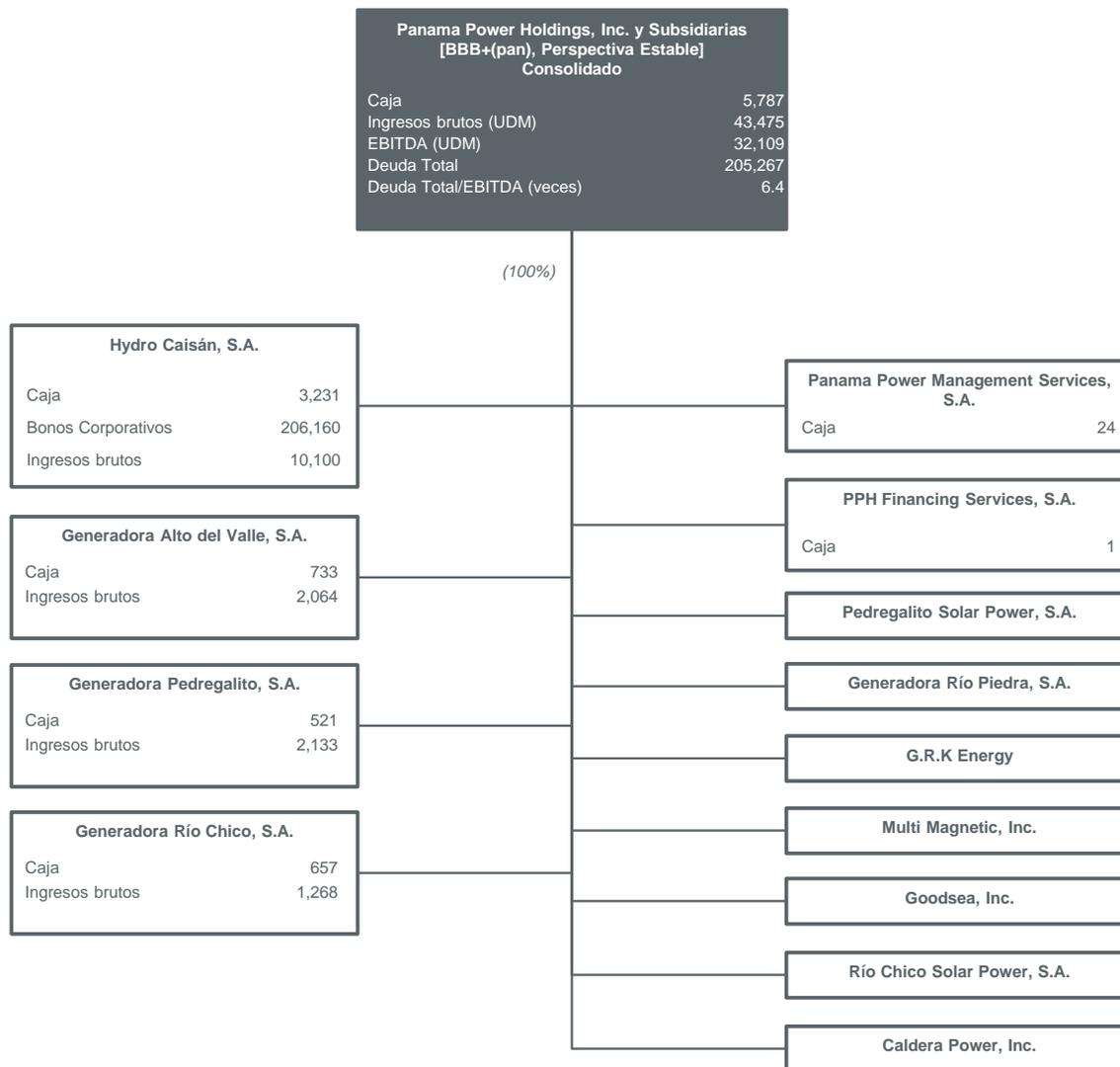
Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas

Las proyecciones presentadas se basan en el caso base proyectado y producido internamente de manera conservadora por Fitch Ratings. No representa la proyección del emisor. Las proyecciones incluidas son solamente un componente que Fitch Ratings utiliza para asignar una calificación o determinar una Perspectiva, además de que la información en las mismas refleja elementos materiales, pero no exhaustivos de los supuestos de calificación de Fitch Ratings sobre el desempeño financiero del emisor. Como tal, no puede utilizarse para determinar una calificación y no debería ser el fundamento para tal propósito. Las proyecciones se construyen usando una herramienta de proyección propia de Fitch Ratings que emplea los supuestos propios de la calificadora relacionados con el desempeño operativo y financiero, los cuales no necesariamente reflejan las proyecciones que usted haría. Las definiciones propias de Fitch Ratings de términos como EBITDA, deuda o flujo de fondos libre pueden diferir de las suyas. La agencia podría tener acceso, en determinadas ocasiones, a información confidencial sobre ciertos elementos de los planes futuros del emisor. Algunos elementos de dicha información pueden ser omitidos de esta proyección, incluso a pesar de ser incluidos en la deliberación de Fitch Ratings, si la agencia, a discreción propia, considera que los datos pueden ser potencialmente sensibles desde el punto de vista comercial, legal o regulatorio. La proyección (así como la totalidad de este reporte) se produce estando sujeta estrictamente a las limitaciones de responsabilidad. Fitch Ratings puede actualizar las proyecciones en reportes futuros, pero no asume responsabilidad para hacerlo. La información financiera original de períodos históricos es procesada por Fitch Solutions en nombre de Fitch Ratings. Los ajustes financieros clave y todas las proyecciones financieras atribuidas a Fitch Ratings son producidos por personal de la agencia de calificación.

Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

Estructura Organizacional — Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias

(USD miles, 30 de junio de 2018)



UDM – Últimos 12 meses.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y PPH.

Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Calificación	Fecha de Estados Financieros	Ingresos Brutos (USD millones)	Margen de EBITDA Operativo (%)	Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo (veces)	EBITDA Operativo/ Intereses Pagados en Efectivo (veces)
Panama Power Holdings, Inc.	BBB-(pan)	2018				
	BBB+(pan)	2017	43	71.3	7.1	2.7
	BBB+(pan)	2016	41	69.3	8.0	1.8
	BBB+(pan)	2015	46	55.3	9.4	1.6
Grupo Melo, S.A.	A+(pan)	2018				
	A+(pan)	2017	440	11.5	3.6	3.7
	A+(pan)	2016	453	13.2	3.1	4.8
	A+(pan)	2015	442	13.7	2.7	4.9
AES Panamá, S.R.L.	AA+(pan)	2018				
	AA+(pan)	2017	343	8.3	37.9	2.9
	AA+(pan)	2016	316	5.8	37.6	3.1
	AA+(pan)	2015	299	14.2	33.3	3.7
Constructora Meco, S.A.	AA-(pan)	2018				
	AA-(pan)	2017	670	9.5	2.2	6.4
	AA-(pan)	2016	497	11.2	1.5	8.2
	AA-(pan)	2015	398	17.5	0.6	7.4

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Conciliación de Indicadores Financieros Clave

Conciliación de Indicadores Financieros Clave de Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias	
(USD miles)	31 dic 2017
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados	
EBITDA Operativo	30,330
+ Dividendos Recurrentes Pagados a Participaciones Minoritarias	0
+ Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas	0
+ Ajuste Adicional por Dividendos Recurrentes a Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas	0
= EBITDA Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (k)	30,330
+ Arrendamiento Operativo Considerado como Capitalizado (h)	0
= EBITDAR Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (j)	30,330
Resumen de Deuda y Efectivo	
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (l)	216,649
+ Deuda por Arrendamientos Operativos	0
+ Otra Deuda fuera de Balance	0
= Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio (a)	216,649
Efectivo Disponible (Definido por Fitch)	14,413
+ Equivalentes de Efectivo Disponibles (Definidos por Fitch)	0
= Efectivo Disponible y Equivalentes (o)	14,413
Deuda Neta Ajustada (b)	202,236
Resumen del Flujo de Efectivo	
Dividendos Preferentes (Pagados) (f)	0
Intereses Recibidos	258
+ Intereses (Pagados) (d)	-11,323
= Costo Financiero Neto (e)	-11,065
Flujo Generado por las Operaciones [FGO] (c)	18,918
+ Variación del Capital de Trabajo	-531
= Flujo de Caja Operativo [FCO] (n)	18,387
Inversiones de Capital (m)	-414
Múltiplo Utilizado en Arrendamientos Operativos	0.0
Apalancamiento Bruto (veces)	
Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo^a (a/j)	7.1
Deuda Ajustada respecto al FGO (a/(c-e+h-f))	7.2
<i>Deuda Total Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo^a (l/k)	7.1
Apalancamiento Neto (veces)	
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo^a (b/j)	6.7
Deuda Neta Ajustada respecto a FGO (b/(c-e+h-f))	6.7
<i>Deuda Neta Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamiento Capitalizado - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
Deuda Neta Total/(FCO - Capex) ((l-o)/(n+m))	11.3
Cobertura (veces)	
EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos)^a (j/-d+h)	2.7
EBITDA Operativo/Intereses Pagados^a (k/(-d))	2.7
FGO a Cargos Fijos ((c-e+h-f)/(-d+h-f))	2.6
<i>(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
FGO a Intereses Financieros Brutos ((c-e-f)/(-d-f))	2.6
<i>(FGO - Costo Financiero Neto - Dividendos Preferentes Pagados)/(Intereses Financieros Brutos Pagados - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
^a EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.	
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y PPH.	

Ajuste de Conciliación de Fitch

Resumen de Ajustes a la Información Financiera Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias					
(USD miles)	Valores Reportados 31 dic 2017	Resumen de Ajustes por Fitch	Ajustes a Caja	Otros Ajustes	Valores Ajustados por Fitch
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados					
Ingresos Netos	42,563	0	0	0	42,563
EBITDAR Operativo	30,330	0	0	0	30,330
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	30,330	0	0	0	30,330
Arrendamiento Operativo	0	0	0	0	0
EBITDA Operativo	30,330	0	0	0	30,330
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	30,330	0	0	0	30,330
EBIT Operativo	18,364	0	0	0	18,364
Resumen de Deuda y Efectivo					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	216,649	0	0	0	216,649
Deuda Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	216,649	0	0	0	216,649
Deuda por Arrendamientos Operativos	0	0	0	0	0
Otra Deuda fuera de Balance	0	0	0	0	0
Efectivo Disponible y Equivalentes	14,413	0	0	0	14,413
Efectivo y Equivalentes Restringidos/No Disponibles	7,343	0	0	0	7,343
Resumen del Flujo de Efectivo					
Dividendos Preferentes (Pagados)	0	0	0	0	0
Intereses Recibidos	258	0	0	0	258
Intereses Financieros Brutos (Pagados)	-11,323	0	0	0	-11,323
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	18,918	0	0	0	18,918
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	-531	0	0	0	-531
Flujo de Caja Operativo (FCO)	18,387	0	0	0	18,387
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	-414	0	0	0	-414
Dividendos Comunes (Pagados)	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	17,973	0	0	0	17,973
Apalancamiento Bruto (veces)					
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	7.1				7.1
Deuda Ajustada respecto al FGO	7.2				7.2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a	7.1				7.1
Apalancamiento Neto (veces)					
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	6.7				6.7
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO (veces)	6.7				6.7
Deuda Neta Ajustada/(FCO - Capex) (veces)	11.3				11.3
Cobertura (veces)					
EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros Brutos + Arrendamientos) ^a	2.7				2.7
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos ^a	2.7				2.7
FGO/Cargos Fijos	2.6				2.6
FGO/Intereses Financieros Brutos	2.6				2.6

^a EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y PPH.

Metodologías e Informes Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (Septiembre 14, 2017)

Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Agosto 2, 2018)

Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (Febrero 21, 2018)

Panama Full Rating Report (Marzo 1, 2018)

Analistas

Erick Pastrana

+506 2296 9182

erick.pastrana@fitchratings.com

Eduardo Trejos

+506 2296 9182

eduardo.trejos@fitchratings.com

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de Autor © 2019 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".

Fitch Afirma Calificaciones de PPH e Hydro Caisán en 'BBB+(pan)'; Perspectiva Estable

Fitch Ratings afirmó las calificaciones en escala nacional de Panamá de Panama Power Holdings Inc. y Subsidiarias (PPH) e Hydro Caisán, S.A. (Hydro Caisán) en 'BBB+(pan)'. La Perspectiva de las calificaciones es Estable.

Las calificaciones reflejan la posición competitiva de PPH en el despacho de energía en Panamá, su apalancamiento y estrategia comercial tanto actual como proyectada. También consideran la exposición de la compañía al riesgo hidrológico y regulatorio, así como a las condiciones macroeconómicas. Las calificaciones están limitadas por su concentración de activos de generación en la misma zona geográfica y tecnología, aspecto que expone a PPH al riesgo hidrológico. Además, aunque la existencia de restricciones de transmisión dentro del área aledaña a las plantas es en mucho menor escala que en 2017 al haberse puesto en marcha la tercera línea de transmisión, representa una limitación en la capacidad para despachar la energía.

FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

Posición Competitiva de Despacho:

Debido a que el costo de generación hidroeléctrica de PPH es bajo, la compañía tiene una posición competitiva en el orden de despacho. Las plantas hidroeléctricas de pasada no tienen costo variable y siempre son despachadas primero. El portafolio de plantas de PPH tiene una capacidad instalada combinada de 120.4 MW. La potencia de PPH representa cerca de 4% de la capacidad instalada en Panamá.

Exposición Elevada al Riesgo Hidrológico:

La capacidad de generación de efectivo del portafolio de PPH depende de las condiciones hidrológicas. PPH tiene garantizado su despacho en condiciones hidrológicas normales. En el pasado, la generación de la compañía se afectó por la sequía de 2013 y el fenómeno climatológico El Niño de 2015 y 2016, años en los que se observó el descenso más fuerte del volumen de lluvias de los últimos 30 años. El año 2017 fue el de mayor producción histórica (451 GWh) debido a condiciones hidrológicas favorables, a pesar de existir restricciones significativas en el despacho causado por la línea de transmisión. Fitch considera que 2018 será un año con niveles de generación similares a los de 2017, bajo condiciones de 90% de hidrología histórica promedio.

Flujo de Caja Sensible a Condiciones Hidrológicas:

Las calificaciones de PPH reflejan la correlación de la generación de efectivo del portafolio con los niveles de hidrología. En condiciones promedio, el portafolio sería capaz de generar alrededor de USD31 millones de EBITDA y un flujo de fondos libre (FFL) de USD18.0 millones, sin contabilizar el pago de intereses al cierre de diciembre de 2017, el cual fue realizado el primer día hábil de enero 2018, de acuerdo con los cálculos de Fitch. En años de precipitaciones bajas, con todas las plantas operando, el EBITDA ha registrado valores cercanos a USD25 millones. La generación de efectivo está ligada a los ciclos de hidrología que afectan a las plantas de PPH y al precio del mercado ocasional, donde la posición contratada de PPH es cercana a 60%.

Reducción Gradual del Apalancamiento Alto:

El perfil financiero de PPH está relacionado con la hidrología. Al cierre de 2017, el apalancamiento (deuda total a EBITDA) de la compañía fue de 7.1 veces (x) y, en los últimos 12 meses (UDM) a junio de 2018, fue de 6.4x. Existe la expectativa de que este indicador se fortalezca hacia niveles no mayores de 6.2x a lo largo del ciclo. La persistencia, en el mediano plazo, de niveles de apalancamiento superiores a 7.5x presionaría las calificaciones a la baja. Con base en un escenario de hidrología similar al promedio histórico y el enfoque en amortización acelerada de la deuda al mismo tiempo que se mantienen las iniciativas de reducción de costos, el apalancamiento (deuda total a EBITDA) proyectado de PPH estaría entre 6.2x y 5.3x en los próximos 3 años, nivel considerado por Fitch como acorde con el rango de calificación actual.

Exposición al Riesgo Regulatorio:

Las calificaciones de la compañía también reflejan su exposición al riesgo regulatorio, donde los generadores no han sido intervenidas directamente, sino en la forma de subsidios al usuario final. Históricamente, las empresas de generación en Panamá se caracterizaban por ser negocios competitivos no regulados y libres de aplicar sus propias estrategias comerciales. En años anteriores, el aumento en precios de la energía resultó en subsidio con la intención de reducir el impacto de precios altos de energía para el usuario final.

RESUMEN DE DERIVACIÓN DE LAS CALIFICACIONES

Las calificaciones de PPH de 'BBB+(pan)' e Hydro Caisán 'BBB+(pan)', reflejan su posición competitiva de despacho de energía en Panamá, apalancamiento elevado y su estrategia comercial. Asimismo, las calificaciones consideran la exposición de la compañía al riesgo hidrológico y regulatorio, así como a condiciones macroeconómicas. Las calificaciones de PPH se encuentran limitadas por la concentración geográfica de su portafolio de generación, lo cual acentúa el riesgo hidrológico. Además, las restricciones en la red de transmisión limitan la capacidad de despachar energía generada. Adicionalmente, las calificaciones de Hydro Caisán consideran los fuertes lazos operaciones y legales con su matriz PPH.

Comparado con otros corporativos del sector eléctrico tales como AES Panamá, S.R.L. (AESP) [AA+(pan) / Perspectiva Estable] y AES Changuinola (AESC) S.R.L [A+(pan) / Observación Negativa], PPH tiene una buena posición de competitiva de despacho, que se compensa con un portafolio de generación de menor escala y con mayor concentración geográfica; con un riesgo de negocio relativamente menor que Constructora Meco, S.A. (Meco) [AA-(pan) / Perspectiva Estable]. En términos de apalancamiento, el nivel de PPH de 7.1x en 2017, medido como Deuda Total / EBITDA se coloca entre los más elevados del portafolio de corporativos calificados por Fitch en Panamá y compara negativamente con el promedio de apalancamiento de los corporativos eléctricos de 4.2x. Dada la naturaleza del negocio, la rentabilidad es mucho mayor que otros sectores, tales como comercio al detalle y construcción, donde el margen de EBITDA de PPH de 71.3% compara favorablemente respecto a la mayoría de sus pares de calificación.

SUPUESTOS CLAVE

Los supuestos clave que empleó Fitch en las proyecciones del escenario base para el emisor son:

- crecimiento orgánico en demanda de electricidad de un dígito en mediano plazo;
- niveles de hidrología cercanos al promedio histórico;
- se mantiene el esquema de ajuste de tarifas y no hay cambios en la regulación;
- entrada de generadores nuevos que brindan estabilidad al mercado;
- pago de dividendos a partir de 2021, cumpliendo con obligaciones financieras;
- amortizaciones de deuda se realizan de forma anticipada, dado que no se pagan dividendos; refinanciamiento de deuda en 2021;
- posición contratada de 60% se mantiene durante el período proyectado.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Entre los eventos futuros que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva se encuentran:

- el fortalecimiento del EBITDA que derive de una estabilidad operativa mayor por niveles de hidrología similares a los promedios históricos y que permita aumentar la generación de electricidad;
- aumento en la rentabilidad de las ventas de energía en el mercado ocasional de energía;
- niveles de apalancamiento bruto (Deuda Total sobre EBITDA) sostenidos por debajo de 5.0x;

Entre los eventos futuros que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa se encuentran:

- apalancamiento (Deuda a EBITDA) recurrentemente mayor a 7.5x a lo largo del ciclo;
- FFL negativo recurrente;
- eventos operacionales que impidan el suministro de energía;
- una intervención regulatoria o política mayor que influya adversamente la rentabilidad de la empresa;

- deterioro de las condiciones macroeconómicas en Panamá que resulten en una reducción del consumo de energía.

LIQUIDEZ

Liquidez adecuada:

A junio 2018 el saldo de efectivo y equivalentes de PPH fue de USD12.6 millones, de los cuales USD6.8 millones corresponde a efectivo restringido correspondiente a la Cuenta de Reserva de la Deuda. Este fondo ha sido constituido por Hydro Caisán como fideicomitente y BG Trust, Inc. como fiduciario, y tiene como propósito general mantener un fondo de efectivo para cumplir con las obligaciones de pago de intereses equivalente a seis meses. Con base a la declaratoria de la compañía con respecto al próximo pago anticipado de los bonos en circulación, la deuda de corto plazo era de USD7.7 millones correspondientes a la porción de corto plazo de deuda de largo plazo. Fitch espera que bajo escenarios de hidrología promedio para lo que resta del 2018 y durante 2019, combinado con las necesidades bajas de capex, el FFL sea positivo a lo largo del ciclo lo cual reduce las presiones de liquidez.

LISTADO DE ACCIONES DE CALIFICACIÓN

Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias

- Calificación nacional de largo plazo en escala nacional de Panamá afirmada en 'BBB+(pan)', Perspectiva Estable.

Hydro Caisán, S.A.

- Calificación nacional de largo plazo en escala nacional de Panamá afirmada en 'BBB+(pan)', Perspectiva Estable;
- Programa de emisión de Bonos por USD220 millones, afirmada en 'BBB+(pan)'.

Contactos Fitch Ratings:

Erick Pastrana (Analista Líder)
Director Asociado
+506 2296 91 82
Fitch Costa Rica, Calificadora de Riesgo, S.A.
Edificio Fomento Urbano 3er. Nivel Sabana
San José, Costa Rica

Velia Valdés (Analista Secundario)
Directora Asociada
+52 81 8399 9100

Alberto Moreno (Presidente del Comité de Calificación)
Director Sénior
+52 81 8399 9100

Relación con medios:
Elizabeth Fogerty, Nueva York. Tel: +1 212 908 0526. E-mail: elizabeth.fogerty@fitchratings.com.

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

Información adicional disponible en www.fitchratings.com/site/centralamericacom

Metodologías aplicadas en escala nacional:

- Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (Septiembre 14, 2017);
- Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Agosto 2, 2018);

- Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (Febrero 21, 2018).

INFORMACIÓN REGULATORIA

NOMBRE EMISOR O ENTIDAD:

Panama Power Holdings, Inc.

Hydro Caisán, S.A.

LINK SIGNIFICADO DE LA CALIFICACIÓN: <https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:e892e8a3-e6b3-4868-a55c-f36cd41ae78e/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20Panam%C3%A1.pdf>

FECHA CIERTA (FECHA DE CORTE) DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA UTILIZADA:

AUDITADA: 31/Diciembre/2017

NO AUDITADA: 30/Junio/2018

FECHA DEL ACUERDO DEL COMITÉ DE CALIFICACIÓN: 18/Septiembre/2018

DESCRIPCIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

CLASE DE TÍTULOS: Bonos Corporativos

SERIES: Serie A

MONEDA: USD

MONTO: 220 millones

FECHA DE VENCIMIENTO: 30/Septiembre/2021

TASA DE INTERÉS: 6.50%

PAGO DE INTERESES: Trimestral

PAGO DE CAPITAL: Trimestral

REDENCIÓN ANTICIPADA: Permitida

GARANTÍAS: Hipotecaria

USO DE LOS FONDOS: Refinanciamiento de deuda.

"UNA CALIFICACIÓN DE RIESGO NO GARANTIZA EL REPAGO DE LA EMISIÓN."

Click here to enter text.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/DEFINITIONS. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTAN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/CENTRALAMERICA. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTAN TAMBIEN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CODIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTA BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNION EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.