



# HYDRO CAISÁN, S.A.

Torre V, Avenida La Rotonda, Costa del Este, Piso 9  
Apdo. 0832-01510 Panamá, Rep. de Panamá

Tel. 306-7800

Fax 306-7804

Panamá, 23 de septiembre de 2016

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

SUPERVAL 23SEP16PM 3:02

CONS: 72069  
72072

RECIBIDO POR: FLOREZAN

REF: HECHO DE IMPORTANCIA  
ACTUALIZACIÓN A CALIFICACIONES DE RIESGO

Estimada Lic. Quintero de Stanziola:

Por medio de la presente hacemos de su conocimiento que el 22 de septiembre de este año, Fitch Ratings actualizó la calificaciones de riesgo otorgadas a la matriz Panama Power Holdings, Inc. y a su subsidiaria Hydro Caisán, S.A. como se detalla a continuación:

Panama Power Holdings, Inc.	Emisor de A-(pan) a BBB+(pan)
Hydro Caisán, S.A.	Emisor de A-(pan) a BBB+(pan)
Hydro Caisán, S.A.	Bonos Corporativos de A-(pan) a BBB+(pan)

A su vez, la perspectiva de dichas calificaciones se ajustó a Estable de Negativa.

El informe de actualización de la calificadora se adjunta a la presente, el mismo será publicado en la página web de Panama Power Holdings, Inc.

Atentamente,

**HYDRO CAISÁN, S.A.**



Patrick Kelly  
Presidente

c.c. Bolsa de Valores de Panamá



## FITCH BAJA LAS CALIFICACIONES DE PANAMÁ POWER HOLDINGS E HYDRO CAISÁN

Fitch Ratings-Monterrey-22 September 2016: Fitch Ratings bajó las calificaciones en escala nacional de Panamá, de Panamá Power Holding Inc. y Subsidiarias (PPH) e Hydro Caisán, S.A. (Hydro Caisán) a 'BBB+(pan)' desde 'A-(pan)' La Perspectiva de las calificaciones se revisó a Estable desde Negativa.

La baja en las calificaciones refleja la presión sobre los indicadores crediticios de PPH derivados de niveles operativos inferiores a los esperados. Estos últimos se asocian a la baja hidrología mostrada en los últimos años y a una rentabilidad menor en las ventas de energía en el mercado ocasional. La relación Deuda Total a EBITDA alcanzó 9.4 veces (x) al cierre de 2015 y 8.8x a junio de 2016, valores más débiles a la expectativa de Fitch (cerca de 6.0x). La agencia estima que bajo un escenario de hidrología promedio el apalancamiento de la compañía oscilaría en rangos de entre 6.0x y 7.0x, con coberturas de EBITDA a intereses mayores a 2.0x a lo largo del ciclo. La persistencia de bajas hidrologías o ausencia de reducciones del apalancamiento que impliquen relaciones de deuda a EBITDA mayores a 7.5x a lo largo del ciclo presionarían aún más las calificaciones.

### FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

Las calificaciones reflejan la posición competitiva de PPH en el despacho de energía en Panamá, su apalancamiento y su estrategia comercial, tanto la actual como la proyectada. También consideran la exposición de la compañía al riesgo hidrológico y regulatorio y a las condiciones macroeconómicas. Las calificaciones están limitadas por su concentración de activos de generación en la misma zona geográfica, la que expone al riesgo hidrológico. Además, la posibilidad de tener restricciones de transmisión en el área de ubicación de las plantas podría limitar la capacidad para despachar la energía.

#### Posición Competitiva de Despacho:

Producto de su costo de generación hidroeléctrica bajo, PPH 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 120.2MW y capacidad firme de 27.6MW. La potencia de PPH representa cerca de 5% de la capacidad instalada en Panamá.

#### Exposición Elevada al Riesgo Hidrológico:

La capacidad de generación de efectivo del portafolio de PPH está en función de las condiciones hidrológicas. PPH tiene garantizado su despacho en condiciones hidrológicas normales. La sequía de 2013 y el fenómeno climatológico "El Niño" registrados durante 2014 y 2015 menguaron el volumen de agua por lluvias en Centroamérica. Durante 2014 y 2015 la Zona de Chiriquí registró el descenso más fuerte en el volumen de lluvias de los últimos 30 años. Esto ha afectado la generación de efectivo de PPH. Durante 2016 se observa una mejora en la hidrología de Panamá y se espera que esta alcance gradualmente sus promedios históricos en los próximos años.

#### Flujo de Caja Afectado por Hidrología Baja:

Las calificaciones de PPH reflejan la sensibilidad de la generación de efectivo del portafolio a la hidrología. En condiciones promedio, el portafolio sería capaz de generar

alrededor de USD32 millones de EBITDA y un FFL de USD15.0 millones. En años de bajas precipitaciones el EBITDA ha registrado valores entre USD23 millones y USD25 millones. Al cierre de 2016 el EBITDA de PPH debería ser cercano a USD26 millones, en adelante la generación de efectivo estará ligada los ciclos de hidrología que afectan las plantas de PPH y al precio del mercado ocasional.

La compañía posee contratos de compra de energía de largo plazo (PPA por su acrónimo en inglés) con tres empresas distribuidoras. Actualmente tiene contratada cerca de 65% a 70% de su generación basado en condiciones de hidrología histórica promedio hasta 2017. PPH ha tenido que realizar compras de energía en el mercado ocasional para honrar sus contratos, sin embargo, los precios del mercado ocasional han sido ligeramente inferiores a los de los contratos por lo que hasta ahora la compañía no ha sido afectada de manera importante.

La agencia espera que en los próximos años el flujo de caja de PPH se beneficiará de un capex relativamente bajo, cercano a USD1.0 millón por año con excepción de 2017 ya que en este año se instalarán una mini central de 1MW de potencia. El capex bajo y la limitación al reparto de dividendos generará un Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo, cercano a entre USD10 millones y USD12 millones, que sería utilizado por la compañía para amortizar su deuda. La liquidez de PPH se sustenta en la generación de flujo de efectivo y en que el vencimiento proyectado de su deuda es a 5 años. Sin embargo, esto último lo expone al riesgo de refinanciamiento. La distribución de dividendos no está contemplada hasta que la compañía cumpla con ciertas condiciones establecidas en sus financiamientos.

#### Apalancamiento Alto por Resultados Operativos Débiles:

El perfil financiero de PPH se ha debilitado producto de la reducción de lluvias. Se estima que al cierre de 2016, el apalancamiento (Deuda Total a EBITDA) de la compañía se mantendrá cercano de 9.0x, con la expectativa de que se fortalezca hacia niveles no mayores a 7.5x a lo largo del ciclo. La persistencia, en el mediano plazo, de niveles de apalancamientos superiores a 7.5x presionarían la calificación a la baja. Con base en un escenario de hidrología similar al promedio histórico, el apalancamiento (Deuda total a EBITDA) proyectado de PPH estaría entre 6.0x y 7.0x en los próximos 4 años; nivel considerado como acorde con el rango de calificación actual.

#### Exposición al Riesgo Regulatorio:

Las calificaciones de la compañía también reflejan su exposición al riesgo regulatorio. 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 un incremento en la intervención del Gobierno con la intención de reducir el impacto de precios altos de energía para el usuario final.

#### SUPUESTOS CLAVE

A continuación se enlistan los supuestos clave que empleó Fitch en las proyecciones del escenario base para el emisor.

- Crecimiento en demanda de Electricidad de un dígito en mediano plazo y un crecimiento orgánico de la demanda.
- Se mantiene el esquema de ajuste de precios y no hay cambios en la regulación.
- Incremento gradual de los volúmenes de lluvia en los próximos años.
- Entrada de generadores nuevos que brindan estabilidad al mercado.
- Los precios del petróleo se mantienen bajos, pero con una tendencia ligera al aumento.

#### SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

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

- el fortalecimiento del EBITDA, debido a una estabilidad operativa mayor por niveles de hidrología similares a los promedios históricos, que permita aumentar la generación de electricidad, en combinación con una mayor rentabilidad de las ventas de energía en el mercado ocasional de energía y disminución del saldo de deuda.

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

- niveles de apalancamiento (Deuda a EBITDA) recurrentes mayores a 7.5x a lo largo del ciclo;
- FFL negativos recurrentes;
- 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 un consumo menor de energía.

Fitch bajó las siguientes calificaciones:

Panamá Power Holding, Inc y Subsidiarias

- Emisor a 'BBB+(pan)' desde 'A-(pan)'.

Hydro Caisán, S.A.

- Emisor a 'BBB+(pan)' desde 'A-(pan)';

- Bonos por USD220 Millones a 'BBB+(pan)' desde 'A-(pan)'.

La Perspectiva de las calificaciones se revisó a Estable desde Negativa.

Contactos Fitch Ratings:

Allan Lewis (Analista Líder)

Director Asociado

+506 2296 94 54

Fitch Costa Rica Calificadora de Riesgo S.A.

Edificio Fomento Urbano

San José, Costa Rica

Alberto De los Santos (Analista Secundario)

Director Asociado

+52 81 8399 9100

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 clasificación.

Información adicional disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) o [www.fitchcentroamerica.com](http://www.fitchcentroamerica.com).

Metodología aplicada:

- Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Diciembre 19, 2014).

Media Relations: Elizabeth Fogerty, New York, Tel: +1 (212) 908 0526, Email: [elizabeth.fogerty@fitchratings.com](mailto:elizabeth.fogerty@fitchratings.com).

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](http://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.FITCHCENTROAMERICA.COM](http://WWW.FITCHCENTROAMERICA.COM). 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.

### Applicable Criteria

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (pub. 19 Dec 2014)

<https://www.fitchratings.com/site/re/844890>

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEBSITE 'WWW.FITCHRATINGS.COM'. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE 'CODE OF CONDUCT' SECTION OF THIS SITE. FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.