

Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias e Hydro Caisán, S.A.

Las calificaciones reflejan la posición competitiva de Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias (PPH) en el despacho de energía en Panamá, su posición contratada y nivel de apalancamiento (deuda total a EBITDA), el cual Fitch espera que sea cercano a 5.6 veces (x) a finales de 2021, para luego descender hasta 5.2x en 2024. Como factor importante, también considera la exposición de la compañía al riesgo hidrológico y regulatorio, así como a las condiciones macroeconómicas en Panamá, el cual tiene una calificación internacional de riesgo emisor (IDR; *issuer default rating*) de 'BBB-' con Perspectiva Negativa.

Las calificaciones de Hydro Caisán, S.A. (Hydro Caisán) consideran los fuertes lazos operacionales y legales con su matriz, PPH.

Factores Clave de Calificación

Trayectoria de Desapalancamiento: El apalancamiento de PPH, medido como deuda total a EBITDA, fue de 6.3x al cierre de 2020, nivel inferior al de la proyección de Fitch Ratings de 7.0x. La mejora del indicador estuvo asociada con una rentabilidad mayor del negocio como resultado de una producción de electricidad más alta que le permitió a la compañía reducir las compras de energía en el mercado ocasional. En los últimos 12 meses (UDM) a marzo de 2021, el apalancamiento de PPH fue de 6.1x (UDM marzo 2019: 7.7x).

El caso base de Fitch considera que este indicador será en torno a 5.6x en 2021 y se fortalecerá hasta 5.2x en 2024 debido a la naturaleza amortizable de su deuda, y por una generación de EBITDA soportada por una posición contratada de ingresos cercana a 80% entre 2021 y 2024; al tiempo que se asumen condiciones de hidrología similares al promedio histórico.

Rentabilidad Sensible a Condiciones Climáticas: Las calificaciones de PPH incorporan la correlación de la rentabilidad del negocio, en términos de EBITDA, con las condiciones de hidrología. La generación de efectivo y la rentabilidad de PPH presentan una sensibilidad mayor durante la estación seca en Panamá, época en la cual la compañía usualmente incurre en transacciones en el mercado ocasional para cumplir con sus obligaciones contractuales.

En los UDM a marzo de 2021, el EBITDA fue de USD28.1 millones con un margen de 73.9% (UDM marzo 2020: USD23.8 millones; 60.7%), lo que refleja las condiciones de buena hidrología durante el segundo semestre de 2020 (2S20) y el primer trimestre de 2021 (1T21). Lo anterior se tradujo en una reducción de 70% en el costo de compras de energía en el mercado ocasional durante el año 2020 respecto a 2019, y fue de USD873 mil en el 1T21, el menor monto registrado en este período desde 2012. Se proyecta un EBITDA cercano a USD29 millones en 2021 con un margen de 75% y EBITDA promedio de USD27 millones para el período 2022 a 2023.

Flujo de Fondos Libre Proyectado Positivo: Se prevé que la generación de flujo de fondos libre (FFL), calculado por Fitch, será positiva en los siguientes años y suficiente para cubrir las amortizaciones programadas de deuda. Se estima que una porción del flujo de efectivo generado por la compañía (después de cubrir el pago de intereses, impuestos y amortizaciones de principal de la deuda) podría ser destinado para el pago de retornos de capital a los accionistas.

Fitch opina que dadas las necesidades de inversión de capital (capex) de mantenimiento modestas estimadas en torno a USD500 mil anuales, así como las expectativas mencionadas de EBITDA, la

Calificaciones

Tipo	Calif.	Perspec- tiva	Última Acción de Calif.
PPH, Emisor	BBB+(pan)	Estable	Afirmación el 16 de agosto de 2021
Hydro Caisán, Emisor	BBB+(pan)	Estable	Afirmación el 16 de agosto de 2021
Hydro Caisán, Bonos 2020	BBB+(pan)		Afirmación el 16 de agosto de 2021

[Pulse aquí para ver la lista completa de calificaciones de \(PPH\).](#)

[Pulse aquí para ver la lista completa de calificaciones de \(Hydro Caisán\).](#)

Metodologías Aplicables

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(Abril 2021\)](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Diciembre 2020\)](#)

[Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Septiembre 2020\)](#)

Publicaciones Relacionadas

[Indicadores de Crédito Corporativo - Centroamérica: Primer Trimestre de 2021 \(Julio 2021\)](#)

Analistas

Erick Pastrana
+506 2106 5184
erick.pastrana@fitchratings.com

Eduardo Trejos
+506 2106 5185
eduardo.trejos@fitchratings.com

compañía podrá generar FFL anual de USD16 millones en promedio entre 2021 y 2024 antes del pago de deuda y retornos de capital a los accionistas, cumpliendo con las condiciones financieras (*covenants*) de la nueva emisión de bonos.

Exposición al Riesgo Regulatorio: Las calificaciones de la compañía también reflejan su exposición al riesgo regulatorio, considerando que los generadores no han sido intervenidos directamente, sino en la forma de subsidios al usuario final. Las empresas de generación en Panamá se han caracterizado por ser negocios competitivos no regulados y libres de aplicar sus propias estrategias comerciales. En años anteriores, el aumento en precios de la energía dio como resultado un incremento en la intervención del gobierno con la intención de reducir el impacto de precios altos de energía para el consumidor final.

Resumen de Información Financiera

Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias				
	2019	2020	2021P	2022P
Ingresos Brutos (USD miles)	39,378	37,673	39,127	39,660
Margen de EBITDA Operativo (%)	58.4	72.9	74.8	68.1
Margen de Flujo Generado por las Operaciones (%)	25.3	46.5	41.3	38.0
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo (x)	1.8	2.3	2.8	2.7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio ^a /EBITDA Operativo (x)	7.9	6.3	5.6	5.8

^a Neto de costos de financiamiento diferidos. P - Proyección. x - Veces.
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions

Derivación de Calificación respecto a Pares

Las calificaciones de PPH de 'BBB+(pan)' e Hydro Caisán 'BBB+(pan)' reflejan su posición competitiva de despacho de energía en Panamá, apalancamiento alto y su estrategia de contratación. Asimismo, las calificaciones consideran la exposición de la compañía al riesgo hidrológico y potencial regulatorio, así como a condiciones macroeconómicas. Las calificaciones de PPH están limitadas por la concentración geográfica de su portafolio de generación, lo cual acentúa el riesgo hidrológico. Además, las calificaciones de Hydro Caisán consideran los fuertes lazos operacionales y legales con su matriz PPH.

Comparado con Electron Investment, S.A. (EISA) [BBB+(pan) Perspectiva Estable], PPH cuenta con una escala de operaciones y una posición contratada mayores, apalancamiento esperado menor y una exposición similar al riesgo hidrológico. En cuanto a otros corporativos del sector eléctrico, como AES Changuinola S.R.L. (AESC) [AA-(pan) Perspectiva Estable], PPH tiene una posición de despacho competitiva, pero un portafolio de generación de menor escala y con concentración geográfica mayor. Respecto a otros generadores hidroeléctricos de pasada, el factor de carga histórico de los últimos cinco años de PPH de 38% es menor que la media de sus pares de 50%. El apalancamiento esperado en 2021 de AESC es de 4.0x.

Dada la naturaleza del negocio, la rentabilidad es mucho mayor que la de otros sectores, tales como comercio al detalle y construcción, donde el margen de EBITDA de PPH esperado por Fitch para 2021 es cercano a 75%, superior a la mediana de 9.8% de las empresas calificadas por Fitch en los sectores mencionados en Panamá.

Sensibilidades de Calificación

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza:

- niveles de apalancamiento ajustado sostenidos por debajo de 5.0x a lo largo del ciclo;

- fortalecimiento del EBITDA que derivara de una estabilidad operativa mayor por mejores niveles de hidrología y que permitieran aumentar la generación de electricidad;
- perfil de liquidez robusto.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:

- apalancamiento recurrentemente mayor de 7.0x a lo largo del ciclo;
- FFL negativo recurrente;
- presiones en el perfil de liquidez que lleven a una métrica de efectivo y equivalentes a deuda de corto plazo menor de 1.0x;
- eventos operacionales que impidieran el suministro de energía;
- deterioro de las condiciones macroeconómicas en Panamá que dieran como resultado una reducción del consumo de energía;
- una intervención regulatoria o política que influyera adversamente en la rentabilidad de la empresa.

Liquidez y Estructura de la Deuda

Liquidez Adecuada: A marzo de 2021, el saldo de efectivo y equivalentes de PPH fue de USD12.1 millones, de los cuales USD4.4 millones corresponden a efectivo restringido relacionado con la cuenta de reserva de la deuda, y vencimientos de corto plazo por USD9 millones. 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 y capital equivalente a tres meses. Fitch espera que bajo escenarios de hidrología promedio durante el período proyectado, combinado con las necesidades bajas de capex, el FFL sea positivo a lo largo del ciclo, lo cual reduce las presiones de liquidez.

Perfil del Emisor: La principal actividad de PPH y sus subsidiarias es llevar a cabo el negocio de generación de energía eléctrica, ya sea en forma directa o indirecta mediante la inversión o participación en sociedades que se dediquen a este giro de negocio. La compañía cuenta actualmente con cuatro centrales hidroeléctricas de filo de agua en operación comercial, cuya energía es comercializada dentro del sistema nacional interconectado de energía eléctrica.

Escenario de Liquidez y Vencimientos de Deuda

Análisis de Liquidez

	Original	Original
(USD miles)	31 dic 2020	31 mar 2021
Efectivo Disponible y Equivalentes	11,956	12,118
Inversiones de Corto Plazo	0	0
Menos: Efectivo y Equivalentes Restringidos	4,337	4,367
Efectivo Disponible y Equivalentes Definidos por Fitch	7,619	7,751
Líneas de Crédito Comprometidas	0	0
Liquidez Total	7,619	7,751
EBITDA de los Últimos 12 meses	27,448	28,086
Flujo de Fondos Libre de los Últimos 12 meses	13,946	13,770

P – Proyección.
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, PPH.

Vencimientos de Deuda Programados

(USD miles)	31 mar 2021
2021	7,250
2022	9,000
2023	9,000
2024	9,000
2025	9,000
Después	131,250
Total	174,500

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, PPH.

Supuestos Clave

Los supuestos claves utilizados por Fitch para las proyecciones de PPH son los siguientes:

- factor de carga (despacho) de 39% en 2021; 38% para el período 2022 a 2024, alineado con el factor de carga promedio de los últimos cinco años;
- posición contratada en términos de ingresos en torno a 80% para el período proyectado;
- demanda de electricidad crece cerca de 5% en 2021;
- apalancamiento 2021 cercano a 5.6x; descendiendo hasta 5.2x en 2024;
- margen de EBITDA en torno a 75% en 2021 y de 70% entre 2022 y 2024;
- amortización anual de USD9 millones (incluye barrido de caja de USD2 millones) durante el período proyectado;
- con base a estimaciones de Fitch, se considerará que una porción del flujo de efectivo generado por la compañía (después de cubrir el pago de intereses, impuestos y amortizaciones de principal de la deuda) podría ser destinado para el pago de retornos de capital a los accionistas, al mismo tiempo que se cumplen las condiciones financieras del bono corporativo.

Información Financiera

Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias

(USD miles)	Histórico			Proyección		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Resumen de Estado de Resultados						
Ingresos Brutos	39,766	39,378	37,673	39,127	39,660	38,603
Crecimiento de Ingresos (%)	-6.6	-1.0	-4.3	3.9	1.4	-2.7
EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	27,861	22,983	27,448	29,258	27,009	26,586
Margen de EBITDA Operativo (%)	70.1	58.4	72.9	74.8	68.1	68.9
EBITDAR Operativo	27,861	22,983	27,448	29,258	27,009	26,586
Margen de EBITDAR Operativo (%)	70.1	58.4	72.9	74.8	68.1	68.9
EBIT Operativo	15,927	11,096	15,568	17,427	15,178	14,755
Margen de EBIT Operativo (%)	40.1	28.2	41.3	44.5	38.3	38.2
Intereses Financieros Brutos	-14,987	-13,786	-13,363	-10,348	-9,886	-9,357
Resultado antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/Pérdidas de Compañías Asociadas)	2,128	-2,268	2,551	7,079	5,293	5,398
Resumen de Balance General						
Efectivo Disponible y Equivalentes	1,235	1,184	7,619	5,000	5,000	5,000
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio ^a	191,806	182,173	174,216	165,216	156,216	147,216
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio ^a	191,806	182,173	174,216	165,216	156,216	147,216
Deuda Neta	190,571	180,989	166,597	160,216	151,216	142,216
Resumen de Flujo de Caja						
EBITDA Operativo	27,861	22,983	27,448	29,258	27,009	26,586
Intereses Pagados en Efectivo	-17,192	-12,701	-11,803	-10,348	-9,886	-9,357
Impuestos Pagados en Efectivo	-979	-317	-118	-2,761	-2,064	-2,105
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas	0	0	0	0	0	0
Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias						
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	1,156	-11	1,979	0	1	0
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	10,847	9,954	17,506	16,149	15,060	15,124
Margen de FGO (%)	27.3	25.3	46.5	41.3	38.0	39.2
Variación del Capital de Trabajo	2,074	-953	-3,457	1,244	-421	211
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) (FCO)	12,921	9,001	14,049	17,394	14,639	15,335
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0			
Inversiones de Capital (Capex)	-345	-76	-103			
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	0.9	0.2	0.3			
Dividendos Comunes	0	0	0			
Flujo de Fondos Libre (FFL)	12,576	8,925	13,946			
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	1,098	0			
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	247	425	-261	-30	0	0

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.

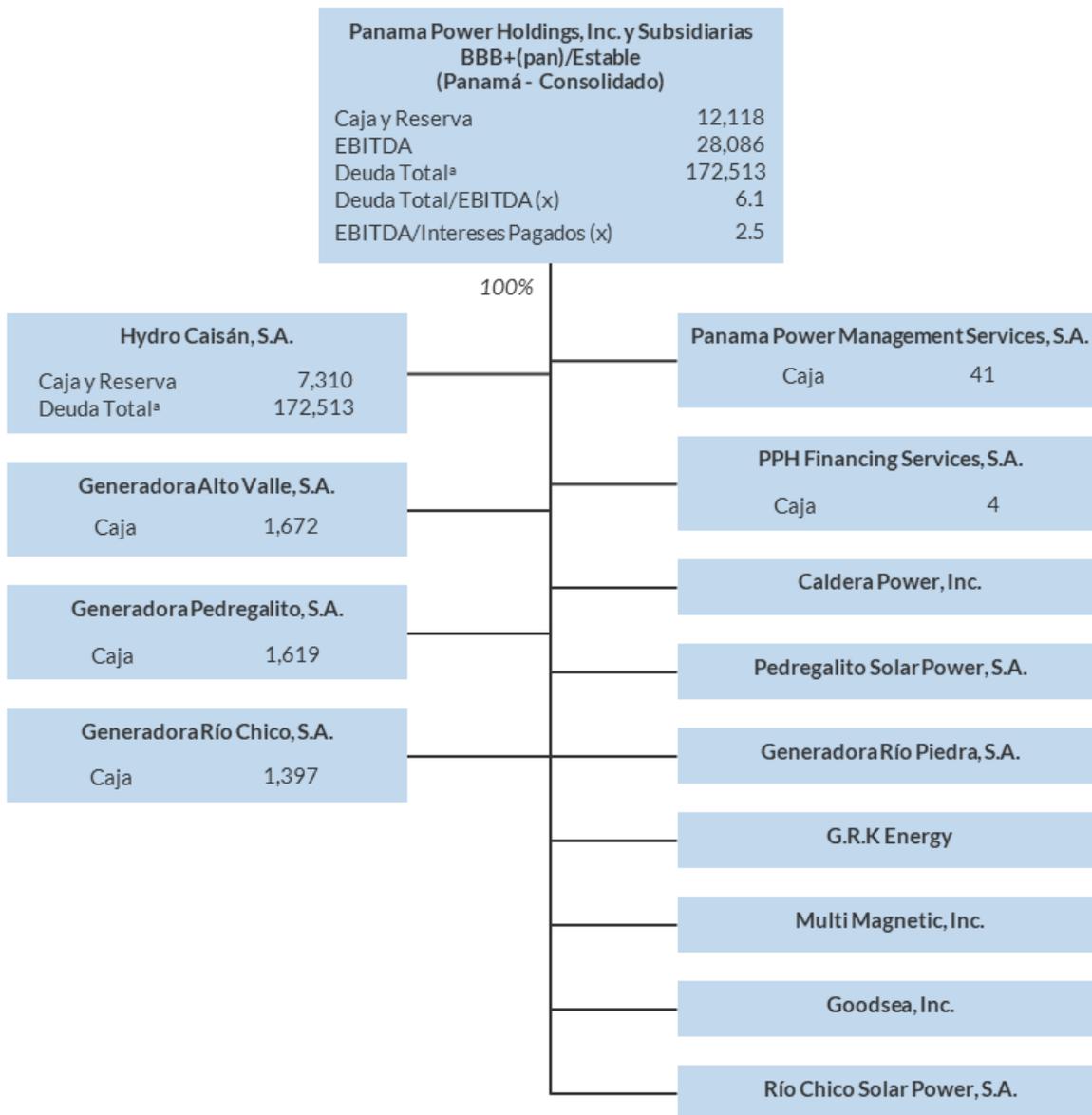
Variación Neta de Deuda	-26,000	-10,500	-7,250	-9,000	-9,000	-9,000
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	-13,178	-52	6,435	-2,619	0	0
Cálculos para la Publicación de Proyecciones						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes del FFL	-345	1,022	-103	-10,983	-5,639	-6,335
FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	12,576	10,023	13,946	6,411	9,000	9,000
Margen del FFL (después de Adquisiciones Netas) (%)	31.6	25.5	37.0	16.4	22.7	23.3
Razones de Cobertura (Veces)						
FGO a Intereses Financieros Brutos	1.6	1.8	2.5	2.6	2.5	2.6
FGO a Cargos Fijos	1.6	1.8	2.5	2.6	2.5	2.6
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo+ Arrendamientos	1.6	1.8	2.3	2.8	2.7	2.8
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	1.6	1.8	2.3	2.8	2.7	2.8
Razones de Apalancamiento (Veces)						
Deuda Total Ajustada ^a /EBITDAR Operativo	6.9	7.9	6.3	5.6	5.8	5.5
Deuda Total Ajustada ^a Neta/EBITDAR Operativo	6.8	7.9	6.1	5.5	5.6	5.3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	6.9	7.9	6.3	5.6	5.8	5.5
Deuda Ajustada ^a respecto al FGO	6.9	8.1	6.0	6.2	6.3	6.0
Deuda Neta ^a Ajustada respecto al FGO	6.9	8.1	5.7	6.0	6.1	5.8

^a Neto de costos de financiamiento diferidos.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

Estructura Organizacional – Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias
(USD miles – UDM al 31 de marzo de 2021)



x - Veces.

^a Neto de costos de financiamiento diferidos.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias.

Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Calificación	Fecha de Estados Financieros	Ingresos Brutos (USD miles)	Margen de EBITDA Operativo (%)	Margen de FGO (%)	Deuda Total ^a / EBITDA Operativo (veces)	EBITDA Operativo/ Intereses Pagados en Efectivo (veces)
Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias	BBB+(pan)						
	BBB+(pan)	2020	37,673	72.9	46.5	6.3	2.3
	BBB+(pan)	2019	39,378	59.0	25.3	7.8	1.8
	BBB+(pan)	2018	39,766	70.9	27.3	6.8	1.6
Electron Investment, S.A.	BBB+(pan)						
	BBB+(pan)	2020	36,242	66.7	28.8	8.4	2.3
	BBB+(pan)	2019	33,150	53.9	13.4	11.4	1.8
		2018	31,362	58.0	18.8	11.3	1.6
AES Changuinola S.R.L.	AA-(pan)						
	AA-(pan)	2020	89,896	77.3	32.3	5.5	3.8
	A+(pan)	2019	27,527	50.6	19.5	24.2	0.6
	A+(pan)	2018	112,449	73.4	40.3	4.2	3.4
Rey Holdings Corp. y Subsidiarias	A(pan)						
	A(pan)	2020	686,214	6.0	0.7	6.9	1.5
	A+(pan)	2019	672,236	6.8	5.5	5.7	1.8
	AA-(pan)	2018	688,471	7.0	4.5	4.9	2.5
Grupo Melo, S.A.	A+(pan)						
	A+(pan)	2020	368,965	10.1	6.4	4.6	2.9
	A+(pan)	2019	434,849	9.4	5.2	4.3	3.4
	A+(pan)	2018	430,185	10.3	6.3	4.4	3.2
Constructora Meco, S.A.	A-(pan)						
	AA-(pan)	2020	454,457	15.7	9.4	1.4	5.8
	AA-(pan)	2019	653,935	10.8	5.1	2.3	6.2
	AA-(pan)	2018	692,219	8.9	4.6	2.3	5.4

^a Neto de costos de financiamiento diferidos.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Ajustes y Conciliación de Indicadores Financieros Clave

Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias

(USD miles)	Notas y Fórmulas	Valores Reportados	Resumen de Ajustes por Fitch	Ajuste por Arrendamientos	Costos No Recurrentes	Valores Ajustados por Fitch
31/dic/2020						
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados						
Ingresos Brutos		37,673				37,673
EBITDAR Operativo		27,388	60	-40	100	27,448
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	(a)	27,388	60	-40	100	27,448
Arrendamiento Operativo	(b)	0				0
EBITDA Operativo	(c)	27,388	60	-40	100	27,448
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	(d) = (a-b)	27,388	60	-40	100	27,448
EBIT Operativo	(e)	15,468	100		100	15,568
Resumen de Deuda y Efectivo						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio ^b	(f)	174,216				174,216
Deuda por Arrendamientos Operativos	(g)	0				0
Otra Deuda fuera de Balance	(h)	0				0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio ^b	(i) = (f+g+h)	174,216				174,216
Efectivo Disponible y Equivalentes	(j)	7,619				7,619
Efectivo y Equivalentes Restringidos		4,337				4,337
Resumen del Flujo de Efectivo						
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	(d) = (a-b)	27,388	60	-40	100	27,448
Dividendos Preferentes (Pagados)	(k)	0				0
Intereses Recibidos	(l)	138				138
Intereses (Pagados)	(m)	-11,803				-11,803
Impuestos en Efectivo (Pagados)		-118				-118
Otros Flujos antes del FGO		1,901	-60	-40	100	1,841
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(n)	17,506				17,506
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)		-3,457				-3,457
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(o)	14,049				14,049
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente		0				0

Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias

(USD miles)	Notas y Fórmulas	Valores Reportados	Resumen de Ajustes por Fitch	Ajuste por Arrendamientos	Costos No Recurrentes	Valores Ajustados por Fitch
Inversiones de Capital (Capex)	(p)	-103				-103
Dividendos Comunes (Pagados)		0				0
Flujo de Fondos Libre (FFL)		13,946				13,946
Apalancamiento Bruto (veces)						
Deuda Total Ajustada ^b /EBITDAR Operativo ^a	(i/a)	6.4				6.3
Deuda Ajustada ^b respecto al FGO	(i)/(n-m-l-k+b)	6.0				6.0
Deuda ^b respecto al FGO	(i-g)/(n-m-l-k)	6.0				6.0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio ^b /EBITDA Operativo ^a	(i-g)/d	6.4				6.3
(FCO - Capex) /Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio ^b (%)	(o+p)/(i-g)	8.0				8.0
Apalancamiento Neto (veces)						
Deuda Neta Total Ajustada ^b /EBITDAR Operativo ^a	(i-j)/a	6.1				6.1
Deuda Neta Ajustada ^b respecto al FGO	(i-j)/(n-m-l-k+b)	5.7				5.7
Deuda Neta ^b respecto al FGO	(i-g-j)/(n-m-l-k)	5.7				5.7
Deuda Neta con Deuda Asimilable al Patrimonio ^b /EBITDA Operativo ^a	(i-g-j)/d	6.1				6.1
FCO - Capex) /Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio ^b (%)	(o+p)/(i-g-j)	8.4				8.4
Cobertura (veces)						
EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos) ^a	a/(-m+b)	2.3				2.3
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados ^a	d/(-m)	2.3				2.3
Cobertura de Cargos Fijos respecto al FGO	(n-l-m-k+b)/(-m-k+b)	2.5				2.5
Cobertura de Intereses respecto al FGO	(n-l-m-k)/(-m-k)	2.5				2.5

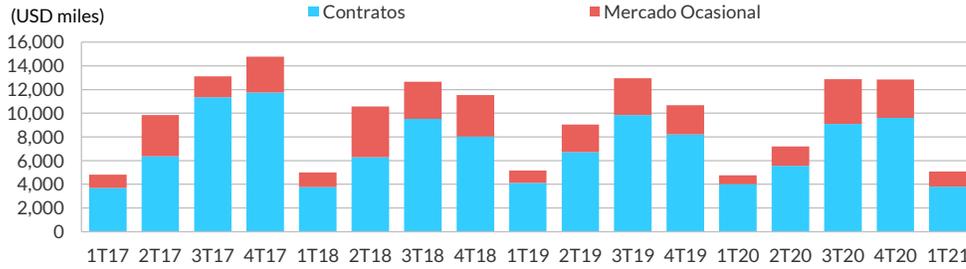
^aEBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias. ^b Neto de costos de financiamiento diferidos.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, PPH.

Información Adicional Relevante

Ingresos por Ventas de Energía

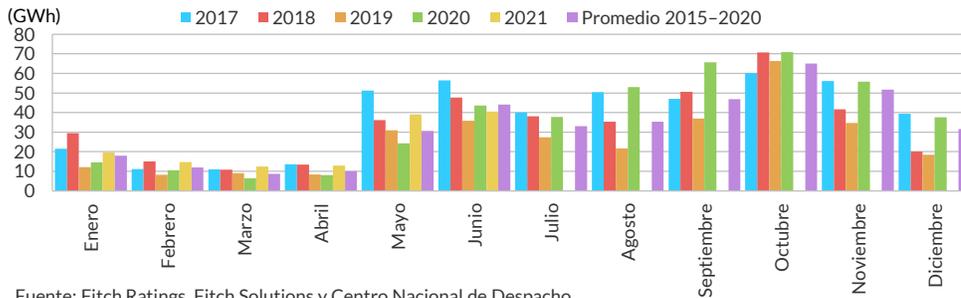
Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, PPH.

Generación Mensual - GWh

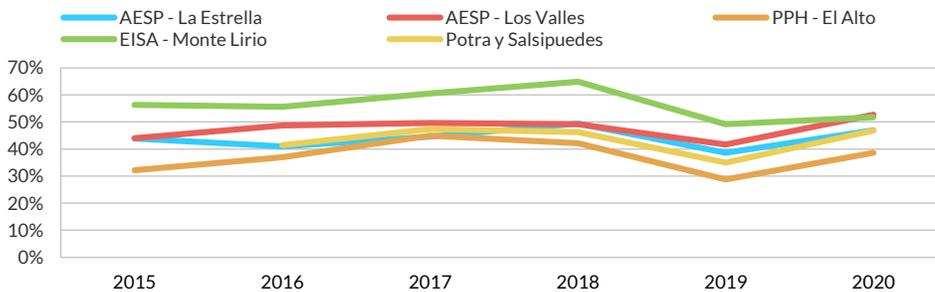
Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y Centro Nacional de Despacho.

Factor de Despacho

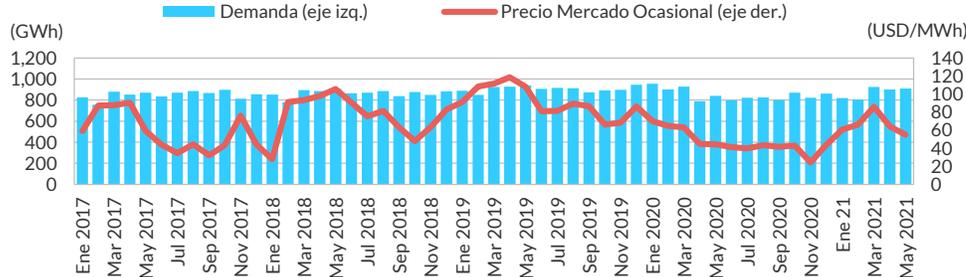
Hidros de Pasada Mayor de 50 MW



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Centro Nacional de Despacho

Demanda Eléctrica y Precio Mensuales

Panamá



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y Centro Nacional de Despacho.

Las calificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor calificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en www.fitchratings.com bajo el apartado de Definiciones de Calificación. Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

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 afirmo 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 diseminación 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.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

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".

Derechos de autor © 2021 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.