

Panamá, 3 de febrero de 2023

Licenciado  
Julio Javier Justiniani  
Superintendente  
Superintendencia del Mercado de Valores  
Ciudad de Panamá.-

REF: HECHO DE IMPORTANCIA  
CALIFICACIONES DE RIESGO

Estimado Licenciado Justiniani:

Por medio de la presente tenemos a bien adjuntarles el informe de actualización de calificación de riesgo emitido por la agencia calificadoradora 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 calificadoradora será publicado en la página web de Panama Power Holdings, Inc.

Atentamente,



Patrick Kelly  
Representante Legal



c.c. Bolsa Latinoamericana de Valores de Panamá

# Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias

## Calificación

Tipo de Calificación	Calificación	Perspectiva	Última Acción de Calificación
Escala Nacional de Largo Plazo	BBB+ (pan)	Estable	Afirmación el 12 de agosto de 2022

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

## Metodologías Aplicables

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

[Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Marzo 2022\)](#)

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

Las calificaciones reflejan la posición competitiva de Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias (PPH) en el despacho de energía en Panamá, su posición contratada cercana a 70% y perfil financiero en el horizonte de proyección. Para 2022, Fitch Ratings espera que el apalancamiento (deuda total a EBITDA) alcance 4.4x, producto de la hidrología más alta que el promedio de los últimos años. También proyecta que este indicador se estabilice en 5.0x durante los siguientes años.

Las calificaciones consideran la exposición de la compañía al riesgo hidrológico y regulatorio. Además, incluyen las condiciones macroeconómicas en Panamá [BBB-; Perspectiva Estable].

## Factores Clave de Calificación

**Trayectoria de Fortalecimiento del Apalancamiento:** El apalancamiento de PPH fue de 5.5x al cierre de 2021. Estuvo muy alineado con la expectativa en el caso base de proyecciones de Fitch de 5.6x. El apalancamiento de la compañía se fortalece gracias a las amortizaciones de principal programadas a lo largo de la vida del bono. Recientemente, dicha mejora se respaldó en una rentabilidad mayor del negocio, asociada al aumento en la producción de energía, que le ha permitido reducir las compras de energía en el mercado ocasional. En los últimos 12 meses (UDM), a septiembre de 2022, el apalancamiento de PPH fue de 4.4x (UDM, septiembre 2021: 5.7x).

El caso base de Fitch considera que el apalancamiento estará en torno a 4.4x en 2022, lo anterior, gracias a los niveles de hidrología extraordinarios. Además, proyecta que se estabilizará en niveles de 5.0x en los siguientes años, debido a la naturaleza amortizable de su deuda y su generación de EBITDA soportada en una posición contratada de ingresos cercana a 70% entre 2022 y 2025. Al tiempo que se asumen condiciones de hidrología similares al promedio histórico para los siguientes años.

**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 incurre comúnmente en transacciones en el mercado ocasional para cumplir con sus obligaciones contractuales.

En los UDM a septiembre de 2022, el EBITDA fue de USD36.2 millones con un margen de 70.7% (UDM septiembre 2021: USD29.9 millones; 73.0%). Si bien los niveles de hidrología durante el 4T21 y 2022 han sido buenos, los precios altos de la energía en el mercado ocasional han resultado en una disminución en el margen de EBITDA de la compañía. Se proyecta un EBITDA cercano a USD35 millones en 2022, con margen de 73%, asumiendo un desempeño positivo favorecido por la hidrología y precios del mercado ocasional altos. Posteriormente, se espera una estabilización, asumiendo niveles de hidrología similares al promedio histórico, lo que resultaría en un EBITDA promedio de USD28 millones para el período 2023 a 2024.

**Expectativa de FFL Positivo:** Fitch prevé que la generación de flujo de fondos libre (FFL), calculada por Fitch, será positiva en los siguientes años y suficiente para cubrir las amortizaciones programadas de deuda. De igual forma, la agencia asume que PPH mantendrá un saldo de efectivo mínimo de USD5 millones en los siguientes años. Dadas las necesidades de inversión de capital (capex; *capital expenditure*) de mantenimiento modestas estimadas en torno a USD500 mil anuales y las expectativas mencionadas de EBITDA, Fitch proyecta que la compañía podría generar FFL anual de USD16 millones en promedio entre 2022 y 2025 antes del pago de deuda y retornos de capital a los accionistas, u otros usos corporativos, lo que permitiría el cumplimiento de las condiciones financieras (*covenants*) de la emisión de bonos vigente.

## Analistas

Óscar M. Álvarez  
+52 81 4161 7090  
[oscar.alvarez@fitchratings.com](mailto:oscar.alvarez@fitchratings.com)

Velia Patricia Valdés Venegas  
+52 81 4161 7049  
[velia.valdes@fitchratings.com](mailto:velia.valdes@fitchratings.com)

**Exposición al Riesgo Regulatorio:** Las calificaciones de la compañía también reflejan su exposición al riesgo regulatorio, además de que consideran 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 resultó en un aumento en la intervención del Gobierno panameño con la intención de reducir el impacto de precios altos de energía para el consumidor final.

**Vínculo Matriz Subsidiaria:** Fitch sigue un enfoque consolidado para las calificaciones de Hydro Caisán S.A. (Hydro Caisán), debido a los perfiles sólidos crediticio y operativo de la compañía frente a los de su accionista principal, PPH. Lo anterior es producto de una delimitación legal “abierta”, debido a que no existen restricciones para que la matriz tenga acceso a los flujos de caja y activos de la subsidiaria, así como por la evaluación de Fitch de un acceso y control “abierto”, debido a que PPH tiene la propiedad total de las acciones de Hydro Caisán. Las decisiones de financiamiento se toman a nivel de la matriz y los bonos de Hydro Caisán están avalados por PPH y todas las compañías de su propiedad. Además, las acciones y activos productivos de las empresas garantizan las emisiones.

## Resumen de Información Financiera

{USD miles}	Dic 2020	Dic 2021	Dic 2022P	Dic 2023P
Ingresos Brutos	37,673	42,794	48,762	42,274
Margen de EBITDA Operativo (%)	72.9	70.1	73.0	67.5
Margen de FGO (%)	46.5	51.2	42.1	38.9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio <sup>9</sup> / EBITDA Operativo (x)	6.3	5.5	4.5	5.3
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo (x)	2.3	2.9	3.7	3.1

<sup>9</sup> Neta de costos de financiamiento diferido. P – Proyección. x – Veces. FGO – Flujo generado por las operaciones.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions

## Derivación de Calificación respecto a Pares

Las calificaciones de PPH e Hydro Caisán reflejan su posición competitiva de despacho de energía en Panamá, apalancamiento moderado y estrategia de contratación. También consideran la exposición al riesgo hidrológico y posiblemente regulatorio, además de a las condiciones macroeconómicas. Las calificaciones de PPH se limitan por la concentración geográfica de su portafolio de generación, lo cual acentúa el riesgo hidrológico. Las calificaciones de Hydro Caisán consideran los lazos fuertes operacionales y legales con su matriz PPH.

Comparado con Electron Investment, S.A. (EISA) [BBB+(pan); Perspectiva Estable], PPH presenta una escala fuerte de operaciones, posición mayor contratada, 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] y AES Panama Generation Holdings, S.R.L. (AES Panama Generation) [AA+(pan); Perspectiva Estable], PPH tiene una posición de despacho competitiva, pero un portafolio de generación de escala menor 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%. En 2022, se espera que el apalancamiento de AESC y AES Panama Generation permanezca inferior a 4.0x y 4.5x, respectivamente.

Dada la naturaleza del negocio, la rentabilidad es mucho mayor que la de otros sectores, tales como comercio al detalle y construcción. El margen de EBITDA de PPH esperado por Fitch para 2022 es cercano a 75%, superior a la mediana de las empresas calificadas por la agencia en los sectores mencionados en Panamá de 9.8%.

## Sensibilidades de Calificación

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

- apalancamiento mayor de 7.0x consistentemente;
- FFL negativo de forma sostenida;
- presiones en el perfil de liquidez que llevaran 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.

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

- niveles de apalancamiento sostenidos inferiores a 5.0x a lo largo del ciclo;
- fortalecimiento del margen de EBITDA;
- mantener un perfil de liquidez robusto.

## Liquidez y Estructura de la Deuda

**Liquidez Buena:** A septiembre de 2022, el saldo de efectivo y equivalentes de PPH fue de USD12.2 millones, de los cuales USD4.2 millones corresponden a efectivo restringido relacionado con la cuenta de reserva de la deuda y vencimientos de corto plazo por USD9.5 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 el FFL sea positivo a lo largo del ciclo, lo cual reduciría las presiones de liquidez. Esto sería bajo escenarios de hidrología promedio durante el período proyectado y combinado con las necesidades de capex y las distribuciones a los accionistas.

### Perfil del Emisor

PPH fue constituida originalmente bajo las leyes de la República de Panamá y continuada bajo las leyes de las Islas Vírgenes Británicas el 4 de abril de 2007. Su objetivo es desarrollar proyectos de generación eléctrica, principalmente en la República de Panamá. A través de sus subsidiarias, PPH cuenta con cuatro centrales hidroeléctricas de filo de agua en operación comercial, cuya energía es comercializada en el sistema nacional interconectado de energía eléctrica: Central Pedregalito 1 y 2, Central Cochea y Central El Alto, en donde está en construcción una mini central.

## Escenario de Liquidez y Vencimientos de Deuda sin Refinanciamiento

### Análisis de Liquidez

(USD miles)	31 dic 2022	31 dic 2023	31 dic 2024
<b>Liquidez Disponible</b>			
Efectivo Disponible y Equivalentes Inicial	9,168	5,000	5,000
Flujo de Fondos Libre proyectado por Fitch (después de dividendos y adquisiciones)	4,832	9,000	9,000
<b>Total de Liquidez Disponible (A)</b>	<b>14,000</b>	<b>14,000</b>	<b>14,000</b>
<b>Usos de Liquidez</b>			
Vencimientos de Deuda	(9,000)	(9,000)	(9,000)
<b>Uso Total de Liquidez (B)</b>	<b>(9,000)</b>	<b>(9,000)</b>	<b>(9,000)</b>
<b>Cálculo de Liquidez</b>			
Efectivo Disponible y Equivalentes Final (A+B)	5,000	5,000	5,000
<b>Liquidez Final</b>	<b>5,000</b>	<b>5,000</b>	<b>5,000</b>
Puntaje de Liquidez (x)	1.6	1.6	1.6

x – Veces.

Fuente: Fitch Ratings, PPH

### Calendario de Vencimientos de Deuda

(USD miles)	30 sep 2022
2023	9,525
2024	9,000
2025	9,000
2026	9,000
2027	9,000
Después	113,527
<b>Vencimiento Total</b>	<b>159,052</b>

Nota: La deuda considerada es neta de costos de financiamiento diferido.

Fuente: Fitch Ratings, PPH

### Supuestos Clave

Los supuestos clave empleados por Fitch en su caso base para PPH son:

- factor de carga (despacho) de 44% en 2022; 38% para el período 2023 a 2025, alineado con el factor de carga promedio de los últimos seis años;
- posición contratada promedio en torno a 70% para el período proyectado;
- apalancamiento en 2022 cercano a 4.4x; regresando a niveles de 5.2x y 5.0x en 2023 y 2024, respectivamente;
- margen de EBITDA en torno a 73% en 2022; y de 68% entre 2023 y 2025;
- amortización anual de USD9 millones (incluye barrido de caja de USD2 millones) durante el período proyectado;
- con base en 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) podrá ser destinado para inversiones adicionales de capex, retornos de capital a accionistas u otros usos corporativos, al mismo tiempo que se cumplen las condiciones financieras del bono corporativo. Fitch asume un saldo mínimo de efectivo de USD5 millones.

## Información Financiera

(USD miles)	Histórico			Proyección		
	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021	Dic 2022	Dic 2023	Dic 2024
<b>Resumen de Estados Financieros</b>						
Ingresos Brutos	39,378	37,673	42,794	48,762	42,274	40,693
Crecimiento de Ingresos (%)	(1.0)	(4.3)	13.6	13.9	(13.3)	(3.7)
EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	22,983	27,448	29,982	35,618	28,517	27,680
Margen de EBITDA Operativo (%)	58.4	72.9	70.1	73.0	67.5	68.0
EBITDAR Operativo	22,983	27,448	29,982	35,618	28,517	27,680
Margen de EBITDAR Operativo (%)	58.4	72.9	70.1	73.0	67.5	68.0
EBIT Operativo	11,096	15,568	18,131	23,767	16,666	15,830
Margen de EBIT Operativo (%)	28.2	41.3	42.4	48.7	39.4	38.9
Intereses Financieros Brutos	(13,786)	(13,363)	(10,740)	(9,571)	(9,160)	(8,631)
Resultados antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/ Pérdidas de Compañías Asociadas)	(2,268)	2,551	8,231	14,196	7,507	7,199
<b>Resumen de Balance General</b>						
Efectivo Disponible y Equivalentes	1,184	7,619	9,168	5,000	5,000	5,000
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	182,173	174,216	165,412	156,412	147,412	138,412
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	182,173	174,216	165,412	156,412	147,412	138,412
Deuda Neta	180,989	166,597	156,244	151,412	142,412	133,412
<b>Resumen de Flujo de Caja</b>						
EBITDA Operativo	22,983	27,448	29,982	35,618	28,517	27,680
Intereses Pagados en Efectivo	(12,701)	(11,803)	(10,342)	(9,571)	(9,160)	(8,631)
Impuestos Pagados en Efectivo	(317)	(118)	(892)	(5,537)	(2,928)	(2,808)
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	(230)	1,841	3,050	0	0	0
Flujo Generado por las Operaciones	9,954	17,506	21,927	20,510	16,430	16,242
Margen de FGO (%)	25.3	46.5	51.2	42.1	38.9	39.9
Variación de Capital de Trabajo	(953)	(3,457)	(1,968)	1,175	126	170
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch)	9,001	14,049	19,959	21,685	16,556	16,412
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex/Ingresos) %	(76)	(103)	(218)	0	0	0
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	0.2	0.3	0.5	0	0	0
<b>Dividendos Comunes<sup>a</sup></b>	0	0	(9,116)	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	8,925	13,946	10,625	0	0	0
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1,098	0	0	0	0	0
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	425	(261)	(76)	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(10,500)	(7,250)	(9,000)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	(52)	6,435	1,549	(4,168)	0	0
<b>Razones de Apalancamiento (x)</b>						
Deuda Total Neta con Deuda Asimilable al Patrimonio/ EBITDA Operativo	7.9	6.1	5.2	4.3	5.0	4.9
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	7.9	6.3	5.5	4.4	5.2	5.0
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo	7.9	6.1	5.2	4.3	5.0	4.9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	7.9	6.3	5.5	4.4	5.2	5.0
Deuda Ajustada respecto a FGO	8.1	6.0	5.1	5.2	5.8	5.6
Deuda Neta Ajustada respecto a FGO	8.1	5.7	4.9	5.1	5.6	5.4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio con respecto al FGO	8.1	6.0	5.1	5.2	5.8	5.6

(USD miles)	Histórico			Proyección		
	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021	Dic 2022	Dic 2023	Dic 2024
Deuda Total Neta con Deuda Asimilable al Patrimonio con respecto al FGO	8.1	5.7	4.9	5.1	5.6	5.4
<b>Cálculos para la Publicación de Proyecciones</b>						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes de FFL	1,022	(103)	(9,334)	(16,852)	(7,555)	(7,412)
FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	10,023	13,946	10,625	4,832	9,000	9,000
Margen de FFL (después de Adquisiciones Netas) (%)	25.5	37.0	24.8	1.7	21.3	22.1
<b>Razones de Cobertura (x)</b>						
FGO/Intereses Financieros Brutos (x)	1.8	2.5	3.1	3.1	2.8	2.9
FGO Cargos Fijos (x)	1.8	2.5	3.1	3.1	2.8	2.9
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo + Arrendamientos	1.8	2.3	2.9	3.7	3.1	3.2
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	1.8	2.3	2.9	3.7	3.1	3.2
<b>Métricas Adicionales (%)</b>						
FCO-Capex/Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.9	8.0	11.9	13.2	10.6	11.2
FCO-Capex/Deuda Total Neta con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.9	8.4	12.6	13.6	11.0	11.6

Nota: La deuda considerada por Fitch es neta de costos de financiamiento diferido. \*El dato a diciembre de 2021 es una distribución sobre excedente en valor de suscripción de acciones comunes. x - Veces.

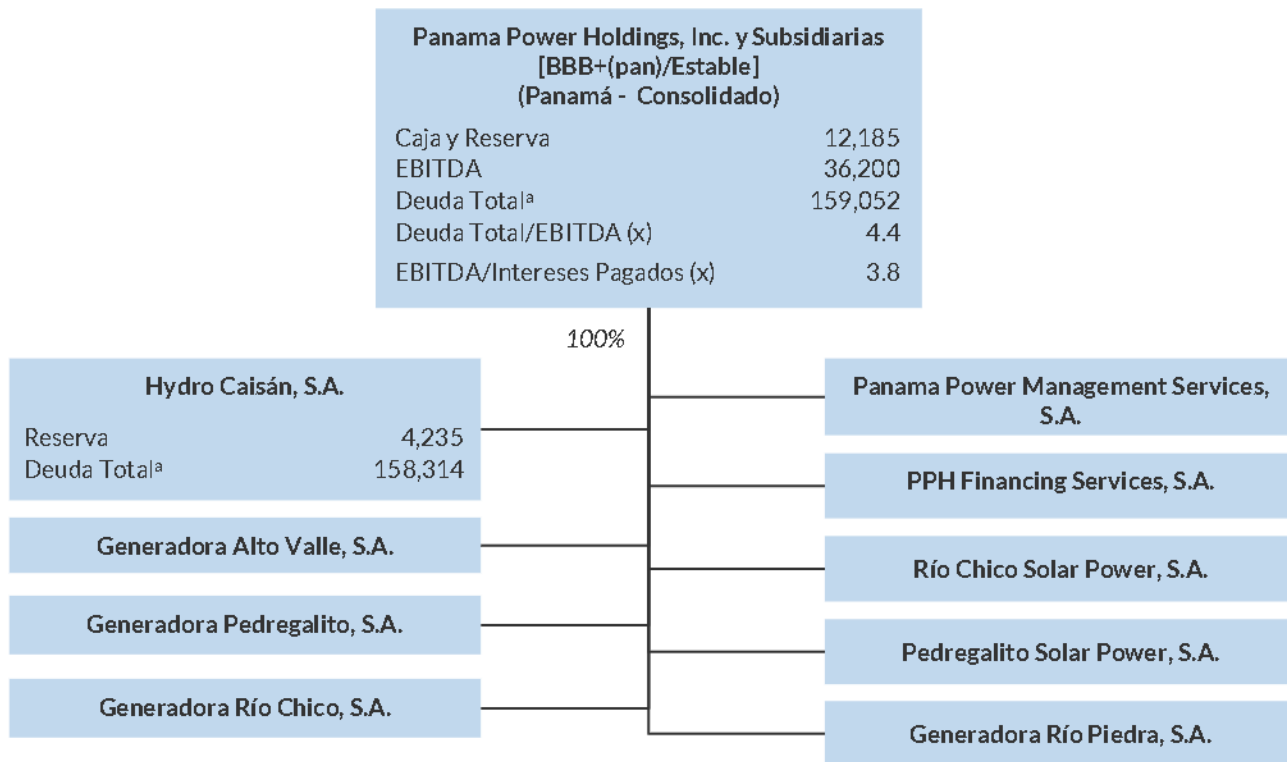
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

#### 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 calificador a 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; cifras al UDM al 30 de septiembre de 2022)



<sup>a</sup>Neto de costos de financiamiento diferidos. x – Veces. UDM – Últimos 12 meses.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, PPH



## Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Calificación	Fecha	Ingresos Brutos (USD millones)	Margen de EBITDA Operativo (%)	Margen de FGO (%)	Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/ EBITDA Operativo (x)	EBITDA Operativo/ Intereses Pagados en Efectivo (x)
Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias	BBB+(pan)						
	BBB+(pan)	2021	43	70.1	51.2	5.5	2.9
	BBB+(pan)	2020	38	72.9	46.5	6.3	2.3
	BBB+(pan)	2019	39	58.4	25.3	7.9	1.8
Electron Investment, S.A.	BBB+(pan)						
	BBB+(pan)	2021	45	71.0	45.8	6.1	2.8
	BBB+(pan)	2020	36	66.7	28.8	8.4	1.8
		2019	33	53.9	13.4	11.4	1.2
AES Changuinola S.R.L.	AA+(pan)						
	AA-(pan)	2021	106	75.9	63.6	3.7	4.8
	AA-(pan)	2020	90	77.3	32.3	5.5	3.8
	A+(pan)	2019	28	50.6	19.5	24.2	0.6
Empresa de Transmisión Eléctrica S.A.	AAA(pan)						
	AAA(pan)	2021	130,226	72.5	35.8	6.0	3.3
	AAA(pan)	2020	130,074	72.0	33.3	5.9	3.9
	AAA(pan)	2019	144,400	68.9	24.8	6.0	3.4
AES Panama Generation Holdings, S.R.L.	AA+(pan)						
	AA+(pan)	2021	634,536	43.1	34.8	5.5	3.9
	AA+(pan)	2020	506,810	49.1	38.1	6.4	4.2
		2019	630,614	34.0	25.3	6.2	2.8
Rey Holdings Corp. y Subsidiarias	A(pan)						
	A(pan)	2021	655	4.4	4.0	5.4	2.8
	A(pan)	2020	686	3.8	0.7	6.2	2.1
	A+(pan)	2019	672	4.7	5.5	4.7	2.8
Grupo Melo, S.A.	A-(pan)						
	A+(pan)	2021	451	10.0	8.4	1.9	8.9
	A+(pan)	2020	369	8.4	6.9	3.9	4.6
	A+(pan)	2019	435	8.1	5.2	3.6	5.6

Nota: La deuda considerada por Fitch es neta de costos de financiamiento diferido. x - Veces.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions

## Información Financiera Ajustada por Fitch

(USD miles, cifras al 31 de diciembre de 2021)	Notas y Fórmulas	Valores Reportados	Suma de Ajustes de Fitch	Ajuste por Arrendamientos	Otros Ajustes	Valores Ajustados por Fitch
<b>Resumen de Ajustes al Estado de Resultados</b>						
Ingresos		42,794	0	0	0	42,794
EBITDAR Operativo		29,850	132	(27)	159	29,982
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	(a)	29,850	132	(27)	159	29,982
Arrendamiento Operativo	(b)	0	0	0	0	0
EBITDA Operativo	(c)	29,850	132	(27)	159	29,982
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	(d) = (a-b)	29,850	132	(27)	159	29,982
EBIT Operativo	(e)	17,972	159	0	159	18,131
<b>Resumen de Deuda y Efectivo</b>						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	(f)	165,412	0	0	0	165,412
Deuda por Arrendamientos Operativos	(g)	0	0	0	0	0
Otra Deuda fuera de Balance	(h)	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	(i) = (f+g+h)	165,412	0	0	0	165,412
Efectivo Disponible y Equivalentes	(j)	9,168	0	0	0	9,168
Efectivo y Equivalentes Restringidos/No Disponibles		4,206	0	0	0	4,206
<b>Resumen del Flujo de Efectivo</b>						
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	(d) = (a-b)	29,850	132	(27)	159	29,982
Dividendos Preferentes (Pagados)	(k)	0	0	0	0	0
Intereses Recibidos	(l)	129	0	0	0	129
Intereses Financieros Brutos (Pagados)	(m)	(10,342)	0	0	0	(10,342)
Impuestos en Efectivo (Pagados)		(892)	0	0	0	(892)
Otros Flujos Antes del FGO		3,182	(132)	27	(159)	3,050
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(n)	21,927	0	0	0	21,927
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)		(1,968)		0	0	0
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(o)	19,959	0	0	0	19,959
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente		0	0	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	(p)	(218)	0	0	0	(218)
<b>Dividendos Comunes (Pagados)<sup>a</sup></b>		(9,116)	0	0	0	(9,116)
Flujo de Fondos Libre (FFL)		10,625	0	0	0	10,625
<b>Apalancamiento Bruto (x)</b>						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>b</sup>	(i/a)	5.5	0	0	0	5.5
Deuda Ajustada respecto al FGO	(i)/(n-m-l-k+b))	5.1	0	0	0	5.1
Deuda Respecto al FGO	(i-g)/(n-m-l-k)	5.1	0	0	0	5.1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo <sup>b</sup>	(i-g)/d	5.5	0	0	0	5.5
(FCO-Capex)/Deuda Asimilable al Patrimonio (%)	(o+p)/(i-g)	11.9	0	0	0	11.9
<b>Apalancamiento Neto (x)</b>						
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo <sup>b</sup>	(i-j)/a	5.2	0	0	0	5.2
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	(i-j)/(n-m-l-k+b)	4.9	0	0	0	4.9
Deuda Neta respecto al FGO	(i-g-j)/(n-m-l-k)	4.9	0	0	0	4.9

(USD miles, cifras al 31 de diciembre de 2021)	Notas y Fórmulas	Valores Reportados	Suma de Ajustes de Fitch	Ajuste por Arrendamientos	Otros Ajustes	Valores Ajustados por Fitch
Deuda Neta con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo <sup>b</sup>	(i-g-j)/d	5.2	0	0	0	5.2
{FCO-Capex}/Deuda Neta Asimilable al Patrimonio (%)	(o+p)/(i-g-j)	12.6	0	0	0	12.6
Cobertura (x)			0	0	0	
EBITDA Operativo/(Intereses Pagados en Efectivo + Arrendamientos) <sup>b</sup>	a/(-m+b)	2.9	0	0	0	2.9
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo <sup>b</sup>	d/(-m)	2.9	0	0	0	2.9
FGO/Cargos Fijos	(n-l-m-k+b)/(-m-k+b)	3.1	0	0	0	3.1
FGO/Intereses Financieros Brutos	(n-l-m-k)/(-m-k)	3.1	0	0	0	3.1

<sup>a</sup> Es una distribución sobre excedente en valor de suscripción de acciones comunes. <sup>b</sup>EBITDA/R después de distribuciones a compañías asociadas y participaciones minoritarias.

Nota: La deuda considerada por Fitch es neta de costos de financiamiento diferido. x - Veces.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, PPH

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](http://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 lleva a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga varían 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 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 © 2023 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.