

AES Changuinola S.R.L.

Tipo de Calificación	Calificación	Perspectiva	Última Acción de Calificación
Calificación Nacional de Largo Plazo	A+(pan)	Estable	Afirmación el 24 de octubre de 2019
Programa de Bonos Corporativos	A+(pan)		Afirmación el 24 de octubre de 2019

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

Resumen de Información Financiera

	2017	2018	2019P	2020P
Ingresos Netos (USD miles)	98,807	112,449	28,112	100,642
Margen de EBITDAR (%)	75.1	73.4	16.5	76.0
Margen de Flujo Generado por las Operaciones (%)	43.8	40.3	-62.1	49.8
Deuda Total Ajustada/EBITDAR (veces)	5.0	4.2	10.9	4.0
EBITDAR/(Intereses Pagados en Efectivo+ Arrendamientos) (veces)	2.9	3.4	1.4	3.6

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

Fitch Ratings afirmó la calificación nacional de largo plazo de AES Changuinola S.R.L. (AESC) en 'A+(pan)', así como la calificación de los bonos por hasta USD470 millones en 'A+(pan)' (saldo insoluto actual de USD339 millones). La Perspectiva es Estable. La Perspectiva Estable incorpora la expectativa de Fitch de que la compañía podrá completar la reparación del daño en el túnel de la central hidroeléctrica en enero de 2020 en lugar de noviembre de 2019, como se esperaba previamente, sin que esto refleje un incremento en el costo estimado de las reparaciones. La demora se produce como resultado de una productividad menor que la esperada en el avance de las obras. Sin embargo, el caso base de Fitch todavía considera que las operaciones volverán a la normalidad en 2020, con una generación de EBITDA estimada en alrededor de USD78 millones para el período de 2020 a 2022 y una trayectoria de desapalancamiento por debajo de 4.0 veces (x) para 2021.

Asimismo, se considera la aprobación de la dispensa (*consent waiver*) obtenida por parte de los tenedores del bono para el período del 31 de marzo de 2019 a 31 de diciembre de 2020 con respecto al cumplimiento de: el índice de deuda a EBITDA (5.5x, máximo) y la razón de cobertura del servicio de la deuda, calculado como EBITDA sobre intereses pagados más amortización de capital (1.1x, mínimo). Además, la compañía cuenta con una línea de crédito sindicada comprometida por USD30 millones, la cual estará disponible durante el período de reparación y hasta octubre de 2021 y funcionará como medida de contingencia ante cualquier necesidad de liquidez extraordinaria. El proceso de reclamo ante la aseguradora se encuentra en etapa final, mientras que el arbitraje con la empresa constructora está en etapas iniciales. Fitch dará seguimiento a la evolución de estos procedimientos.

De acuerdo con la metodología "Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria", Fitch considera que los vínculos legales, operacionales y estratégicos entre AESC y su matriz The AES Corporation [BB+, Perspectiva Estable] no son fuertes, debido principalmente a la ausencia de garantías, avales o cláusulas de incumplimiento cruzado, así como por la contribución e importancia de la subsidiaria en el consolidado, por lo que el análisis se realiza con base en el perfil de riesgo individual de AESC.

Factores Clave de las Calificaciones

Interrupción del Negocio: En septiembre de 2017, AESC detectó pérdidas de agua en secciones específicas en el túnel de alimentación de la central hidroeléctrica de Changuinola, lo cual obligó al cese de operaciones por un período ahora aproximado de 11 meses, comprendidos entre febrero y diciembre de 2019. La agencia continúa monitoreando el

avance de las obras de reparación y estima que la empresa reiniciará operaciones en dicha central hidroeléctrica en enero de 2020. La central está cubierta por una póliza de seguro colocada en el mercado internacional y respaldada localmente, que cubre pérdidas de interrupción de negocios por hasta USD148 millones y daños a la propiedad ocasionados por eventos imprevistos e incontrolables por hasta USD810 millones.

AESC mantiene un contrato de reserva (físico) con AES Panamá de 175 megavatios (MW) de capacidad y energía hasta el año 2030. Bajo el contrato, la compañía vende capacidad firme y toda la producción de energía durante 2019 a un precio monómico de USD5 por kilovatio (kW) y USD77 por megavatios la hora (MWh), respectivamente. La gerencia administrativa obtuvo una enmienda al contrato, de manera que este limita temporalmente la capacidad firme garantizada por la minihidroeléctrica de Changuinola.

Apalancamiento Moderado proyectado: El indicador de apalancamiento, medido como deuda total a EBITDA, es alto (UDM junio 2019: 5.5x) después de ajustar por costos extraordinarios, según cifras de los últimos 12 meses (UDM terminados en junio de 2019 (UDM a junio de 2018: 4.8x). Fitch proyecta un apalancamiento ajustado superior a 10.0x para 2019 como consecuencia de la interrupción de operaciones y la demora en la reparación del túnel, mismo que disminuiría hasta alrededor de 4.0x en 2020 y se mantendría por debajo de esa cifra para el resto del ciclo de la calificación. No obstante, bajo condiciones de operación normal y ante un escenario de hidrología baja que dé como resultado un apalancamiento sostenido mayor a 6.0x, dicho indicador podría presionar la calidad crediticia de la compañía.

Posición Competitiva de Despacho: La generación de capacidad de flujo de caja depende de las condiciones de hidrología, asociadas con el contrato de compra de energía a largo plazo (PPA) de reserva con AES Panamá. De esta forma, los ingresos de AESC dependen de la energía generada. Según cifras de los UDM a junio de 2019, la generación de EBITDA ajustada fue de USD61.9 millones (UDM a junio de 2018: USD74.7 millones), lo que refleja el impacto de la baja en la generación de energía debido a la disminución de operaciones.

El nivel de EBITDA que se proyectó, sirviendo un PPA de tipo físico y según las condiciones promedio de hidrología, en conjunto con un nivel conservador de recursos provenientes del pago de seguros, sería de alrededor de USD28 millones en 2019, producto del cese de operaciones en las unidades principales y la demora en las reparaciones hasta enero de 2020. Se estima un promedio de USD78 millones para el período de 2020 a 2022.

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. 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.

Derivación de las Calificaciones respecto a Pares

Derivación de las Calificaciones frente a los Pares

Comparación con Pares	En los UDM a junio de 2019, AESC presentó un apalancamiento ajustado alto (5.5x) con respecto al de sus pares AES Panamá, S.R.L. [AA+(pan), Perspectiva Estable] (4.9x) y Constructora Meco, S.A. [AA-(pan), Perspectiva Estable] (2.1x), pero menor que el de Rey Holdings Corp. y Subsidiarias [A+(pan), Perspectiva Negativa] (6.7x). En términos de márgenes de EBITDA, AESC compara positivamente frente al promedio de sus pares del sector de generación eléctrica (38.7%). La compañía se beneficia de sus activos de generación hidroeléctrica de bajo costo, un perfil comparable con el de Panama Power Holding, Inc. [BBB+(pan), Perspectiva Estable], aunque esta última tiene un apalancamiento mayor (8.0x) y una escala de operaciones menor.
-----------------------	---

Las calificaciones de AESC están limitadas por su concentración de activos, debido a que la generación de energía depende de dos unidades y una minihidroeléctrica localizadas en la misma zona geográfica, lo cual expone a la compañía al riesgo hidrológico y a eventos inesperados de desabastecimiento.

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

- Fitch no anticipa una mejora en la calificación; sin embargo, un apalancamiento menor que resulte del fortalecimiento del EBITDA, así como por la amortización programada de deuda, en conjunto con un perfil sólido de liquidez, podría derivar en acciones de calificación positivas.

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

- combinación de factores asociados a la reparación del túnel que debiliten la flexibilidad financiera, tales como: limitación del pago de seguros, daños mayores que los esperados que conllevaran un costo más elevado de reparación al estimado, retraso en la reparación de la fuga que implicara mayor tiempo del estimado de cese de operaciones;
- aumento significativo y sostenido en el nivel de apalancamiento medido como deuda sobre EBITDA a niveles por encima de 6x, con condiciones de operación normales e hidrología promedio;
- una intervención regulatoria o política mayor que afectara el rendimiento financiero de la empresa.

Liquidez y Estructura de la Deuda

Liquidez Adecuada: En los UDM junio de 2019, la caja disponible de AESC fue de USD31.2 millones, con líneas de crédito no comprometidas por USD20 millones y la negociación de una línea de crédito sindicada comprometida por USD30 millones, lo cual mitiga la necesidad de recursos para capital de trabajo u otra eventualidad, en caso de requerirse. A junio de 2019, la deuda de corto plazo era de USD20 millones y el saldo de largo plazo, de USD319 millones.

Vencimientos de Deuda y Liquidez al Cierre de junio 2019

Resumen de Liquidez	Original	Original
	30 jun 2018	30 jun 2019
(USD miles)		
Efectivo Disponible y Equivalentes	39,941	31,225
Inversiones de Corto Plazo	0	0
Menos: Efectivo y Equivalentes Restringidos	0	0
Efectivo Disponible y Equivalentes Definidos por Fitch	39,941	31,225
Líneas de Crédito Comprometidas	0	30,000
Liquidez Total	39,941	61,225
EBITDA Ajustado de los Últimos 12 meses	74,746	61,917
Flujo de Fondos Libre de los Últimos 12 meses	44,228	4,938

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, AESC.

Vencimientos de Deuda Programados	Original
	30 junio 2019
(USD miles)	
Año actual	10,000
Más un año	20,000
Más dos años	20,000
Más tres años	20,000
Más cuatro años	269,315
Después	0
Total de Vencimientos de Deuda	339,315

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, AESC.

Supuestos Clave

Supuestos clave de Fitch considerados en el caso base de calificación del emisor

- interrupción de operaciones entre febrero y diciembre de 2019;
- recuperación parcial por seguro de interrupción del negocio;
- estimación de un costo de reparación significativo;
- caída de ingresos de 75% en 2019 con respecto al año previo, lo cual reflejará la interrupción de negocio y la demora en la reparación, incluido el reembolso parcial del seguro.
- recuperación de 258% en ingresos en 2020 comparado con 2019, para luego mantenerse en torno a USD103 millones en promedio.

Información Financiera

(USD miles)	Histórico			Proyecciones		
	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021
RESUMEN DE ESTADO DE RESULTADOS						
Ingresos Netos	93,413	98,807	112,449	28,112	100,642	102,655
Crecimiento de Ingresos (%)	-2.4	5.8	13.8	-80.0	260.0	0.0
EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	69,798	74,162	82,482	4,639	76,488	78,018
Margen de EBITDA Operativo (%)	74.7	75.1	73.4	16.5	76.0	76.0
EBITDAR Operativo	69,798	74,162	82,482	4,639	76,488	78,018
Margen de EBITDAR Operativo (%)	74.7	75.1	73.4	16.5	76.0	76.0
EBIT Operativo	52,618	57,251	65,453	-12,912	59,254	61,333
Margen de EBIT Operativo (%)	56.3	57.9	58.2	-45.9	58.9	59.7
Intereses Financieros Brutos	-29,241	-25,661	-24,220	-23,102	-21,515	-19,802
Resultado antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/Pérdidas de Compañías Asociadas)	26,624	32,513	42,484	-6,014	38,739	42,531
RESUMEN DE BALANCE GENERAL						
Efectivo Disponible y Equivalentes	27,492	36,594	59,386	21,494	3,363	6,461
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	388,892	369,064	349,233	354,233	309,233	289,233
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	388,892	369,064	349,233	354,233	309,233	289,233
Deuda Neta	361,400	332,470	289,847	332,739	305,870	282,772
RESUMEN DE FLUJO DE CAJA						
EBITDA Operativo	69,798	74,162	82,482	4,639	76,488	78,018
Intereses Pagados en Efectivo	-26,240	-25,440	-24,242	-23,102	-21,515	-19,802
Impuestos Pagados en Efectivo	-	-2,850	-6,511	0	-5,811	-8,506
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos	0	0	0	0	0	0
Distribuciones a Participaciones Minoritarias						
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	25,455	-3,455	-7,615	0	0	-1
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	69,637	43,262	45,267	-17,463	50,162	50,709
Margen de FGO (%)	74.5	43.8	40.3	-62.1	49.8	49.4
Variación del Capital de Trabajo	-2,546	-2,593	2,415	12,701	-15,301	4,658
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) (FCO)	67,091	40,669	47,682	-4,762	34,861	55,368
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0			
Inversiones de Capital (Capex)	-1,246	-715	-9,304			
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	1.3	0.7	8.3			
Dividendos Comunes	-18,752	-8,876	0			
Flujo de Fondos Libre (FFL)	47,093	31,078	38,378			
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	1,194	3,571			
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	-51,757	-65	-85	0	0	0
Variación Neta de Deuda	-10,000	-20,000	-20,000	5,000	-45,000	-20,000
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	-14,664	12,207	21,864	-37,892	-18,131	3,099
Cálculos para la Publicación de Proyecciones						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes del FFL	-19,998	-8,397	-5,733	-38,130	-7,992	-32,270
FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	47,093	32,272	41,949	-42,892	26,869	23,098
Margen del FFL (después de Adquisiciones Netas) (%)	50.4	32.7	37.3	-152.6	26.7	22.5
RAZONES DE COBERTURA (VECES)						
FGO a Intereses Financieros Brutos	3.6	2.7	2.8	0.2	3.3	3.5
FGO a Cargos Fijos	3.6	2.7	2.8	0.2	3.3	3.5
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo+ Arrendamientos	2.7	2.9	3.4	1.4	3.6	3.9
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	2.7	2.9	3.4	1.4	3.6	3.9
RAZONES DE APALANCAMIENTO (VECES)						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	5.6	5.0	4.2	10.9	4.0	3.7
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo	5.2	4.5	3.5	10.2	4.0	3.6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	5.6	5.0	4.2	10.9	4.0	3.7
Deuda Ajustada respecto al FGO	4.1	5.4	5.1	76.4	4.4	4.2
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	3.8	4.9	4.2	71.7	4.3	4.1

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

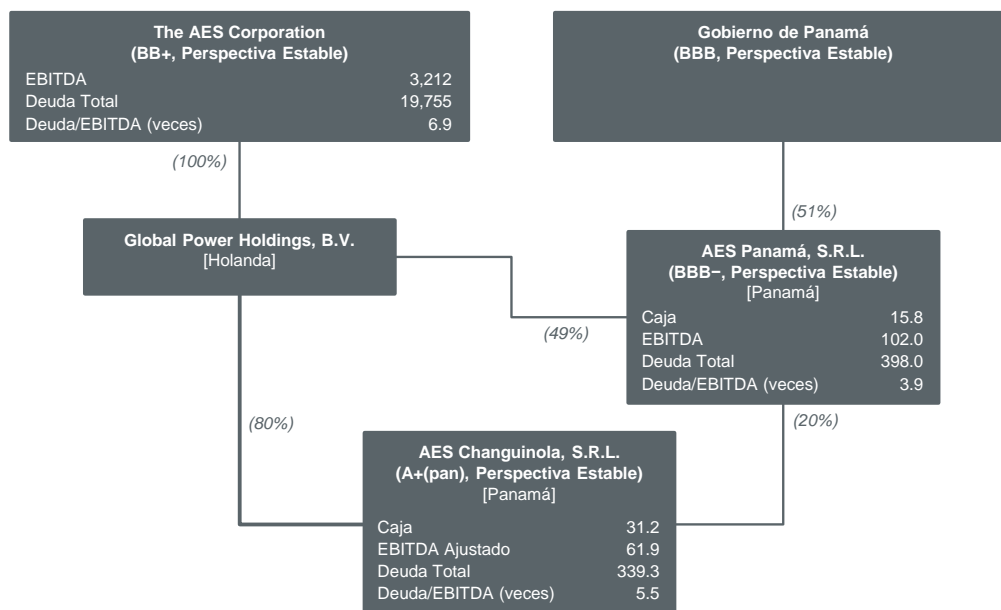
Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas

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 calificadoradora 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 — AES Changuinola, S.R.L.

(USD millones, últimos 12 meses al 30 de junio de 2019)



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, AESC.

Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Calificación	Fecha de Estados Financieros	Ingresos Netos (USD miles)	Margen de EBITDAR (%)	Margen de FGO (%)	Deuda Total Ajustada/ EBITDAR (veces)	EBITDAR/ Intereses Pagados en Efectivo+ Arrendamientos (veces)
AES Changuinola S.R.L.	A+(pan)						
	A+(pan)	2018	112	73.4	40.3	4.2	3.4
	A+(pan)	2017	99	75.1	43.8	5.0	2.9
	A+(pan)	2016	93	74.7	74.5	5.6	2.7
Empresa de Transmisión Eléctrica S.A.	AAA(pan)						
		2018	127	47.6	24.9	8.0	2.4
		2017	110	32.8	47.2	3.9	12.5
		2016	67	35.7	42.3	5.4	4.5
AES Panamá, S.R.L.	AA+(pan)						
	AA+(pan)	2018	363	37.7	27.0	2.8	6.3
	AA+(pan)	2017	343	37.7	28.1	2.9	5.8
	AA-(pan)	2016	316	37.6	27.0	3.1	4.9
Panama Power Holdings, Inc.	BBB+(pan)						
	BBB+(pan)	2018	40	70.9	27.3	6.8	1.6
	BBB+(pan)	2017	43	71.8	45.4	7.1	2.7
	BBB+(pan)	2016	41	68.1	29.6	8.1	1.8
FGO – Flujo generado por las operaciones.							
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.							

Conciliación de Indicadores Financieros Clave

Conciliación de Indicadores Financieros Clave de AES Changuinola S.R.L.	
(USD miles)	31 dic 2018
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados	
EBITDA Operativo	82,482
+ 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)	82,482
+ Arrendamiento Operativo Considerado como Capitalizado (h)	0
= EBITDAR Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (j)	82,482
Resumen de Deuda y Efectivo	
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (l)	349,233
+ Deuda por Arrendamientos Operativos	0
+ Otra Deuda fuera de Balance	0
= Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio (a)	349,233
Efectivo Disponible (Definido por Fitch)	59,386
+ Equivalentes de Efectivo Disponibles (Definidos por Fitch)	0
= Efectivo Disponible y Equivalentes (o)	59,386
Deuda Neta Ajustada (b)	289,847
Resumen del Flujo de Efectivo	
Dividendos Preferentes (Pagados) (f)	0
Intereses Recibidos	1,153
+ Intereses (Pagados) (d)	-24,242
= Costo Financiero Neto (e)	-23,089
Flujo Generado por las Operaciones [FGO] (c)	45,267
+ Variación del Capital de Trabajo	2,415
= Flujo de Caja Operativo [FCO] (n)	47,682
Inversiones de Capital (m)	-9,304
Múltiplo Utilizado en Arrendamientos Operativos	0.0
Apalancamiento Bruto (veces)	
Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo^a (a/j)	4.2
Deuda Ajustada respecto al FGO (a/(c-e+h-f))	5.1
<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)	4.2
Apalancamiento Neto (veces)	
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo^a (b/j)	3.5
Deuda Neta Ajustada respecto a FGO (b/(c-e+h-f))	4.2
<i>Deuda Neta Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamiento Capitalizado - Dividendos Preferentes Pagados)</i>	
Deuda Neta Total/(FCO - Capex) ((l-o)/(n+m))	7.6
Cobertura (veces)	
EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos)^a (j/(-d+h))	3.4
EBITDA Operativo/Intereses Pagados^a (k/(-d))	3.4
FGO a Cargos Fijos ((c-e+h-f)/(-d+h-f))	2.8
<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))	2.8
<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, AESC.	

Ajuste de Conciliación de Fitch

Resumen de Ajustes a la Información Financiera AES Changuinola S.R.L.	Valores Reportados 31 dic 2018	Resumen de Ajustes por Fitch	Ajustes a Caja	Otros Ajustes	Valores Ajustados por Fitch
(USD miles)					
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados					
Ingresos Netos	112,449	0	0	0	112,449
EBITDAR Operativo	82,482	0	0	0	82,482
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	82,482	0	0	0	82,482
Arrendamiento Operativo	0	0	0	0	0
EBITDA Operativo	82,482	0	0	0	82,482
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	82,482	0	0	0	82,482
EBIT Operativo	65,453	0	0	0	65,453
Resumen de Deuda y Efectivo					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	349,233	0	0	0	349,233
Deuda Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	349,233	0	0	0	349,233
Deuda por Arrendamientos Operativos	0	0	0	0	0
Otra Deuda fuera de Balance	0	0	0	0	0
Efectivo Disponible y Equivalentes	59,386	0	0	0	59,386
Efectivo y Equivalentes Restringidos/No Disponibles	0	0	0	0	0
Resumen del Flujo de Efectivo					
Dividendos Preferentes (Pagados)	0	0	0	0	0
Intereses Recibidos	1,153	0	0	0	1,153
Intereses Financieros Brutos (Pagados)	-24,242	0	0	0	-24,242
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	45,267	0	0	0	45,267
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	2,415	0	0	0	2,415
Flujo de Caja Operativo (FCO)	47,682	0	0	0	47,682
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital (Capex)	-9,304	0	0	0	-9,304
Dividendos Comunes (Pagados)	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	38,378	0	0	0	38,378
Apalancamiento Bruto (veces)					
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	4.2				4.2
Deuda Ajustada respecto al FGO	5.1				5.1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a	4.2				4.2
Apalancamiento Neto (veces)					
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	3.5				3.5
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO (veces)	4.2				4.2
Deuda Neta Ajustada/(FCO - Capex) (veces)	7.6				7.6
Cobertura (veces)					
EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros Brutos + Arrendamientos) ^a	3.4				3.4
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos ^a	3.4				3.4
FGO a Cargos Fijos	2.8				2.8
FGO a Intereses Financieros Brutos	2.8				2.8

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

Metodologías y Reportes Relacionados

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(Abril 16, 2019\)](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Agosto 2, 2018\)](#)

[Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Diciembre 6, 2018\)](#)

Analistas

Erick Pastrana

+506 2106 5184

erick.pastrana@fitchratings.com

Eduardo Trejos

+506 2106 5185

eduardo.trejos@fitchratings.com

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 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. 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 LÍDER 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 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.

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".