

## INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:  
16 de febrero de 2022

### Actualización

#### CALIFICACIÓN\*

Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. (ETESA)

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	AAA.pa

(\* La nomenclatura ".pa" refleja riesgos sólo comprobables en Panamá Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones asignadas, ver Anexo I.

#### CONTACTOS

Leyla Krmelj  
VP Senior Credit Officer / Rating Manager  
[leyla.krmelj@moodys.com](mailto:leyla.krmelj@moodys.com)

Ana Lorena Carrizo  
VP – Senior Analyst / Manager  
[ana.carrizo@moodys.com](mailto:ana.carrizo@moodys.com)

Jaime Tarazona  
VP – Senior Analyst / Manager  
[jaime.tarazona@moodys.com](mailto:jaime.tarazona@moodys.com)

Javier Chávez  
Associate Analyst  
[javier.chavez@moodys.com](mailto:javier.chavez@moodys.com)

#### SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

# Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. (ETESA)

## Resumen

Moody's Local ratifica la calificación AAA.pa al Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. (en adelante, ETESA o el Emisor), hasta por US\$300.0 millones.

La categoría otorgada al Programa recoge el soporte implícito que le otorga su accionista, el Gobierno de Panamá, a lo cual se suma la condición de monopolio natural que mantiene ETESA y la naturaleza de las operaciones de índole de Seguridad Nacional. Así también, pondera favorablemente la estructura de ingresos de ETESA, la cual está en función de sus activos productivos registrados, hecho que le permite ajustar las tarifas para cubrir tanto los gastos de capital (CAPEX) como los costos operativos, plasmado en la tendencia creciente de sus ingresos. También se ponderan los holgados indicadores de liquidez, así como de cobertura del Servicio de Deuda tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo, a pesar de los menores resultados interanuales exhibidos al tercer trimestre de 2021. Adicionalmente, la calificación considera como un factor positivo los resguardos financieros que mantiene el Programa de Bonos Corporativos calificado, los cuales se miden anualmente y se encontraron en cumplimiento al cierre del ejercicio 2020, y que, según proyecciones del Emisor, se mantendrían holgados en los siguientes ejercicios.

Durante el ejercicio 2020, el Gobierno Panameño adoptó un conjunto de medidas para hacer frente a la propagación de la pandemia COVID-19. Dentro de las medidas tomadas por el Gobierno para el sector eléctrico, estuvo el otorgamiento de un subsidio especial a través del Fondo de Estabilización Tarifaria (FET) para clientes que consumen menos de 300 kilovatios mensuales (50% de descuento) y menos de 750 kilovatios mensuales (30% de descuento). Dicho subsidio entró en vigor a partir de marzo de 2020 y fue extendido en sucesivas oportunidades, manteniéndose según la Asociación Nacional de Servicios Públicos (ASEP) hasta el primer trimestre de 2022. Asimismo, se promulgó la Ley 152, que estableció la suspensión temporal, de marzo a junio de 2020, del pago de servicios públicos de energía eléctrica, telefonía fija y móvil e internet a los individuos que hayan sido afectados con una medida de suspensión o terminación de su contrato de trabajo, se les haya reducido el jornada laboral, los trabajadores independientes, micro y pequeñas empresas que hayan sido afectados en sus ingresos, así como a los dueños de restaurantes, bares, casinos, medios de transporte de servicio público o privado cuyos ingresos hayan sido afectados. En respuesta a dicha Ley, la ASEP emitió la Resolución 16095 del 21 de mayo de 2020, en la cual se permitía a los participantes del mercado mayorista de electricidad realizar pagos parciales al Mercado Ocasional debido al déficit en sus recaudaciones como consecuencia de la Ley 152. Ante el posible impacto en el flujo de caja de ETESA asociado al cobro parcial de las cuentas por cobrar a las compañías distribuidoras y generadoras de energía que quedaron expuestas ante la aplicación de la Ley 152, ETESA redujo la inversión de CAPEX programada para el 2020 en US\$30.0 millones, postergándola para el año 2021. No obstante, no se registró una afectación en el cobro de las cuentas a las distribuidoras y generadoras como se tenía previsto, lo que generó un incremento en la caja del Emisor. Entretanto, según lo expresado por la Gerencia del Emisor, para el 2022 se prevé realizar inversiones adicionales en torno a US\$40 millones a manera de recuperar el ritmo de crecimiento de sus activos productivos que se vio afectado por ralentización de obras a raíz de las medidas para frenar el avance de la pandemia COVID-19.

En cuanto al proyecto de la Cuarta Línea de Transmisión, Eléctrica Chiriquí Grande – Panamá III 500kv, el mismo se encuentra aún en etapa de revisión de pliegos. La licitación para el estudio de impacto ambiental se convocó a finales de diciembre 2021 y se encuentran en espera de la adjudicación de dicho estudio. De acuerdo con lo informado por la Gerencia, la licitación de dicho proyecto está programada para abril de 2022, se estima que sea adjudicado en el mes de octubre de 2022, que la construcción se inicie a finales de noviembre de 2023 y que el inicio de operaciones se de en diciembre de 2025. Cabe resaltar que el Proyecto se realizará bajo el esquema de Asociación Público-Privada (APP), a un costo aproximado de US\$500-US\$650 millones. Considerando que la actual concesión vence en 2024, ETESA procedió el 16 de diciembre de 2021 a solicitar a la ASEP la renovación anticipada del contrato de concesión para la prestación del servicio público de transmisión de energía eléctrica, a fin de extender el período de la concesión por 25 años adicionales, a fin de tenerla aprobada antes de la licitación de la Cuarta Línea de Transmisión.

Con relación al análisis financiero, al 30 de septiembre de 2021, los activos totales de ETESA ascendieron a US\$1,061.4 millones, registrando un aumento de 2.62% respecto a diciembre 2020, sustentado principalmente en: i) un incremento de 11.53% en los niveles de efectivo, por mayores saldos de depósitos a plazo fijo en bancos; ii) un aumento de 8.13% en construcciones en proceso, principalmente relacionadas al sistema principal de transmisión; iii) un incremento de 1.45% en inmuebles, planta, equipo y mejoras a la propiedad, asociados a la capitalización de proyectos que han sido culminados (banco de capacitores en las subestaciones Chorrera, Panamá II, Llano Sánchez, San Bartolo, Veladero, los cuales entraron en operación en abril-mayo 2021) y vi) un incremento de 976.34% en impuesto a la renta pagado por anticipado. Este incremento en activos fue parcialmente mitigado por la cancelación del saldo remanente (US\$5.7 millones) de la Cuenta de Diferimiento de Actividades Reguladas<sup>1</sup>, así como por la caída de 7.19% en el saldo de las cuentas por cobrar, producto principalmente de un neteo de saldos acreedores y deudores mantenidos con empresas distribuidoras y generadoras de energía. Los pasivos de ETESA ascendieron a US\$693.5 millones, registrando un aumento de 2.07% respecto a diciembre 2020 y explicado principalmente por los mayores saldos registrados en intereses por pagar (+211.86%) de las emisiones de bonos cuyos pagos de cupones realizarán entre octubre y noviembre y son prorrateados mensualmente, así como de mayores cuentas por pagar a proveedores de materiales y suministros y contratistas de proyectos (+17.7%), lo cual fue parcialmente mitigado por la reducción en el saldo de la cuenta del pasivo de Devolución tarifaria por pagar<sup>2</sup>(-24.78%). El incremento en cuentas por pagar a proveedores de materiales y en intereses por pagar, trajo como resultado una disminución en la liquidez corriente, la cual se ubicó en 3.02x, menor al 3.93x reportado en diciembre 2020. El capital de trabajo, sin embargo, se mantuvo en US\$96.6 millones, similar a lo registrado en diciembre 2020. Entretanto, el patrimonio de ETESA aumentó 3.67% con respecto a diciembre 2020, producto de la retención de utilidades. Al corte de análisis, se evidenció un ligero deterioro respecto a diciembre 2020 en la palanca contable por los mayores pasivos, pasando a 1.89x (desde 1.91x) asimismo, la Palanca Financiera aumentó ligeramente, ubicándose en 5.31x (desde 5.21x), debido al menor EBITDA anualizado registrado durante el 2021.

Al corte de septiembre 2021, ETESA registró una utilidad neta de US\$13.03 millones, mostrando un retroceso interanual de 25.32%, explicado principalmente por: i) un mayor cargo neto en las cuentas de diferimiento de actividades reguladas (+103.88%), que como se señala en el párrafo anterior se generaron a raíz de los costos incurridos de manera extraordinaria por ETESA en el ejercicio retraso en las obras de la Tercera Línea de Transmisión; ii) mayores gastos operativos de transmisión (+51.32%) producto de costos adicionales, de carácter temporal, del plan de mantenimiento de la red y; iii) menores ingresos por operación integrada (-36.07%), a raíz de la revisión tarifaria por los servicios ofrecidos por el Centro Nacional de Despacho (CND) e Hidromet. Lo anterior fue parcialmente mitigado por la mejora en los ingresos de transmisión de energía (+4.78%), asociados al aumento de activo fijo por capitalizaciones señaladas previamente, las menores pérdidas en inversiones en negocios conjuntos (-94.87%) por costos y gastos relacionados con el proceso de investigación del proyecto de Interconexión eléctrica Colombia – Panamá S.A., así como la reversión de pérdidas estimadas por deterioro de deudores comerciales (+5,847.17%). Debido a las menores utilidades registradas desde el ejercicio 2020, así como al mencionado avance en los activos y el patrimonio, tanto el ROAA y el ROAE muestran un deterioro respecto a septiembre 2020, ubicándose en 0.53% (desde 2.36%) y 1.51% (desde 6.84%), respectivamente.

Al 30 de septiembre de 2021 el EBITDA del periodo exhibió un retroceso de 2.60% con respecto a septiembre 2020, sustentado en la caída de la utilidad operativa por los mayores gastos de transmisión señalados previamente, ajustando el margen EBITDA a 75.44% desde 77.89%. No obstante, el EBITDA anualizado exhibe una mejora interanual (+11.05%) por el mejor desempeño durante el 2020, con lo

<sup>1</sup> Esta cuenta corresponde a la recuperación autorizada por la Asociación Nacional de Servicios Públicos -mediante Resolución AN No 12231 Elec del 28 de marzo de 2018- de un monto total de US\$40.0 millones en un periodo de cuatro años a fin de reconocer los costos incurridos de manera extraordinaria por ETESA en el ejercicio 2017 por concepto de Generación Obligada y Generación Desplazada a raíz del retraso en las obras de la Tercera Línea de Transmisión. Los saldos de la cuenta han venido siendo constituidos desde el ejercicio 2017.

<sup>2</sup> Ajuste tarifario de los años 2,3,4 (del periodo correspondiente entre julio 2013 a junio 2017) a los agentes del mercado, que son efectivos a partir del mes de junio del año 2019, por un período de ocho a diez años, y tasa de interés de 5% anual, por la refacturación de los Cargos por Uso del Sistema Principal de Transmisión (CUSPT) y por la refacturación de los cargos reales por el Servicio de Operación Integrada (SOI).

cual mejora la cobertura que brinda a los gastos financieros y servicio de deuda a 3.74x (desde 3.33x) y 5.80<sup>3</sup>x (desde 3.34x), respectivamente, manteniéndose en niveles adecuados. Respecto al Flujo de Caja Operativo (FCO) del periodo, este ascendió a US\$46.8 millones, mostrando una disminución respecto a septiembre 2020 de 14.03%, sustentado en una menor reducción de cuentas por cobrar. Asimismo, al corte de análisis, el FCO anualizado muestra un importante retroceso (-55.62%), debido a pagos realizados contra la cuenta de provisión para devolución tarifaria, así como a proveedores y que generaron que el FCO en septiembre 2019 fuera negativo; con lo cual la cobertura del FCO sobre los gastos financieros cae a 4.35x, desde 5.78%, y la cobertura del Servicio de Deuda cae a 4.19x, desde 5.61x. No obstante, los indicadores mencionados se mantienen en niveles adecuados.

Moody's Local continuará monitoreando la evolución de los principales indicadores financieros y cumplimiento de las proyecciones de ETESA, de tal manera que la categoría asignada se mantenga acorde con el nivel de riesgo del instrumento calificado.

### Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- » Debido a que la calificación vigente es la más alta posible, no se consideran factores que puedan mejorar la misma.

### Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Incremento en la Palanca Financiera de ETESA como resultado de un aumento de la deuda financiera y/o disminución relevante en su generación, impactando en los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda.
- » Incumplimiento de las proyecciones iniciales remitidas por ETESA.
- » Cambio en la Regulación que permita la entrada de otros participantes al sector y/o afecten los ingresos recibidos por el Emisor.
- » No renovación de la concesión para la prestación del servicio público de Transmisión de energía eléctrica.
- » Incumplimiento de alguno de los resguardos financieros por parte del Emisor.
- » Disminución en los niveles de liquidez del Emisor.
- » Injerencia política que afecte los resultados de ETESA.

### Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna

### Indicadores Clave

Tabla 1

EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA, S.A.

	Sep-21 LTM	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Activos (US\$/Miles)	1,061,435	1,034,317	1,039,864	974,735	859,031
Ingresos (US\$/Miles)	144,674	144,119	131,788	125,607	106,616
EBITDA (US\$/Miles)	107,555	109,551	103,527	82,674	35,159
Deuda Financiera / EBITDA	5.31x	5.21x	5.76x	5.96x	3.95x
EBITDA / Gastos Financieros	3.74x	3.75x	3.27x	4.07x	4.60x
FCO ajustado* / Servicio de la Deuda	4.19x	3.18x	1.42x	0.51x	13.65x

\* FCO + intereses pagados

Fuente: ETESA / *Elaboración: Moody's Local*

Tabla 2

Resguardos del Programa de Bonos Corporativos\*

	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Deuda Neta / EBITDA < 8.5x (año 1), 7.5 veces (año 2), 7.0 veces (año 3), 6.5 veces (año 4) y 6.0 veces (año 5)	4.39x	5.12x	-	-
Deuda Neta / Patrimonio Total < 2.5 veces	1.35x	1.53x	-	-
EBITDA / Servicio de Deuda > 1.5 veces	3.59x	3.42x	-	-

\* Los indicadores se miden anualmente a partir del 31 de diciembre de 2019

Fuente: ETESA / *Elaboración: Moody's Local*

<sup>3</sup> A diferencia del indicador de cobertura EBITDA/gastos financieros, que recoge los gastos financieros del Estado de Resultados, el indicador EBITDA/servicio de deuda se calcula a partir de los intereses pagados, los cuales fueron menores a los registrados en el Estado de Resultados en septiembre 2021 (US\$13.1 millones versus US\$21.8 millones).

## Generalidades

### Perfil de la Compañía

Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. (ETESA) fue constituida en 1998 como resultado de la reestructuración del Instituto de Recursos Hidráulicos y Electrificación (IRHE). La Entidad es un monopolio natural legalizado mediante la Ley N° 6 del 3 de febrero de 1997. Opera bajo una concesión otorgada por la Autoridad de Servicios Públicos (ASEP), la cual estará vigente hasta el año 2024, y será prorrogable a solicitud de ETESA. Las actividades del Emisor consisten en: (i) la transmisión de energía eléctrica en alta tensión desde el punto de entrega de las empresas generadoras hasta el punto de recepción de las empresas distribuidoras y grandes clientes; (ii) la operación integrada del Sistema de Interconectado Nacional (SIN), incluyendo las interconexiones internacionales y la administración del mercado de contratos y el mercado ocasional; y (iii) preparar los programas de inversión y expansión de la red de transmisión de energía, el plan indicativo de generación y prestar los servicios relacionados a la Red Nacional de Hidrometeorología.

El sistema de transmisión de ETESA contempla 3,088 km de líneas en 230kV y 306.9 km de líneas de 115kV, los cuales a su vez tienen tres líneas principales: (i) la Primera Línea de Transmisión se expande a lo largo de 520 km a 230 kV/Circuito; (ii) la Segunda Línea de Transmisión se expande a lo largo de 389 km a 230 kV/Circuito; y (iii) la Tercera Línea de Transmisión, inaugurada en octubre de 2017, se expande en 302 km a 230 kV/Circuito.

### Cuarta Línea de Transmisión

El Proyecto Cuarta Línea de Transmisión Eléctrica Chiriquí Grande – Panamá III 500kv y subestaciones asociadas, fue presentado y aprobado en los Planes de Expansión en el 2014 y mantiene un cronograma que busca que la Primera Fase del proyecto inicie operaciones a finales de 2025 (antes 2023). El proyecto mantiene como objetivo aumentar la capacidad del sistema, permitiendo trasladar la energía renovable del occidente del país a los centros de consumo e importar la energía disponible en el Mercado Eléctrico Regional. Con el fin de que la construcción del proyecto pueda comenzar en la estación seca del 2020 -luego de cumplir con los estudios técnicos, ambientales sociales, así como todos los aspectos que contemplan las leyes locales- ETESA convocó a una primera licitación en el 2018, recibiendo propuestas técnicas de distintas empresas que finalmente no cumplieron con los requisitos exigidos en el proceso, declarándose desierta la licitación a inicios del 2019. Cabe señalar que dicho proceso de contratación pública establecía un esquema BOT (build, operate and transfer) por medio del mecanismo de una Asociación Público Privada (APP), modalidad a través de la cual la empresa ganadora tendría que hacer una inversión con sus recursos para luego operar la Cuarta Línea y así recuperar la inversión (la concesión la mantiene ETESA), plan que contemplaba que después de un tiempo determinado las operaciones tendrían que traspasarse a ETESA. No obstante lo anterior, a raíz del cambio en la plana gerencia de ETESA, esta última estuvo evaluando la posibilidad de modificar las condiciones del contrato, considerando la posibilidad de desarrollar el proyecto a través de la modalidad Llave en Mano, mediante la cual el financiamiento lo asumiría ETESA. Sin embargo, luego de realizar estudios y, considerando la coyuntura actual, ETESA propuso que el proyecto se haga mediante la modalidad DBFM (Design, Build, Finance and Maintain) por medio de una APP.

Durante febrero 2022 se ha venido trabajando en el estudio de pre-factibilidad e informe técnico definitivo (incluye proyectos de pliego y contrato APP), los cuales serán sometidos a la aprobación del Consejo de Ministros durante el primer trimestre del presente año. De otro lado, a fines de diciembre 2021 se convocó a licitación del estudio de impacto ambiental, esperándose la adjudicación de dicho estudio para el presente mes. Se estima que la precalificación y licitación se realizara a finales de abril de 2022, con lo cual la adjudicación se realizaría hacia el cuarto trimestre del presente año. Asimismo, Cabe señalar que el proyecto involucraría una inversión aproximada de entre US\$500 a US\$650 millones.

### Línea de Transmisión Sabanitas – Panamá III

El proyecto de la línea de transmisión eléctrica Sabanitas-Panamá III 230Kv y subestaciones asociadas fue licitado y adjudicado en octubre 2020 y mantiene un cronograma que busca que el proyecto se concluya hacia finales del 2022. Dicho proyecto consiste en la construcción de una línea de transmisión con doble circuito y dos conductores por fase, que tendrá una capacidad aproximada de 1,000 MVA por circuito y una longitud aproximada de 50 kilómetros, a lo largo de la Autopista Panamá – Colón. Además, en los extremos de la línea de transmisión también contempla el suministro, montaje, obras civiles y puesta en operación de dos subestaciones tipo Gas Insulated Substation (GIS, por sus siglas en inglés) una en Sabanitas, provincia de Colón denominada Subestación Sabanitas y otra en Mocambo, provincia de Panamá, denominada Subestación Panamá III. El proyecto involucra una inversión de US\$88.7 millones.

### Desarrollos Recientes

Debido a la propagación de la Pandemia COVID-19 en el país desde principios del 2020, el Gobierno de Panamá, la Superintendencia de Bancos de Panamá (SBP) y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) han implementado una serie de disposiciones y medidas que tienen como último fin evitar que se rompa la cadena de pagos de la economía, así como preservar la solvencia y liquidez, tanto en el sistema financiero como en los diversos sectores de la economía. En lo que respecta al sector eléctrico, una de las medidas anunciadas por el Gobierno, en el mes de marzo 2020, correspondió al otorgamiento de un subsidio especial pagado a las empresas distribuidoras a través del Fondo de Estabilización Tarifaria (FET), para beneficiar a clientes que consumen menos de 300 kilovatios mensuales, la cual aplicaría por un periodo de cuatro meses (desde abril hasta el 30 de junio de 2020), beneficio que se extendió en sucesivas oportunidades, estando vigente hasta marzo de 2022.

Otra de las medidas tomadas por el Gobierno de Panamá fue la promulgación de la Ley 152 del 4 de mayo de 2020, por medio de la cual se estableció un periodo de moratoria para el pago de servicios públicos a los individuos u empresas cuyos ingresos hayan sido afectados por las medidas tomadas por el Gobierno a fin de contener la pandemia. La moratoria otorgada fue por un periodo de cuatro meses, retroactivo a partir del 1 de marzo de 2020 y la deuda acumulada sería prorrateada para ser cancelada en un periodo de hasta tres años (a partir del 1 de julio de 2020), sin que genere ningún tipo de interés ni afecte el historial crediticio del cliente. En respuesta a dicha Ley, la Asociación Nacional de Servicios Públicos (ASEP) emitió la Resolución 16095 del 21 de mayo de 2020, en la cual permitía a los participantes del mercado mayorista de electricidad realizar pagos parciales al Mercado Ocasional debido al déficit en sus recaudaciones, como consecuencia de la aplicación de la Ley 152. Cabe destacar que las medidas señaladas no tuvieron un efecto directo en los flujos e ingresos de ETESA, considerando que sus ingresos van en función de los activos productivos y no del volumen de electricidad transmitido.

Por otro lado, el 18 de marzo de 2021, Moody's Investors Service (en adelante, MIS) rebajó a Baa2, desde a Baa1, la calificación de fortaleza financiera y de la deuda de largo plazo a ETESA, cambiando la perspectiva a Estable, desde Negativa. Dicha acción siguió a la rebaja en calificación al Gobierno de Panamá (a Baa2, desde Baa1, con perspectiva Estable), considerando que el Gobierno es propietario del 100% de ETESA. El 20 de octubre de 2021, MIS reafirmó la calificación de Baa2 con perspectiva Estable al Gobierno de Panamá.

El 16 de diciembre de 2021 ETESA solicitó ante la ASEP la renovación del contrato de concesión para la prestación del servicio público de transmisión de energía eléctrica a fin de extender la concesión por 25 años adicionales. De acuerdo con lo informado por la Gerencia, se esperaría la firma de dicha renovación previo a la licitación del Proyecto Cuarta Línea de Transmisión.

## EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA, S.A.

## Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-21	Dic-20	Sep-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1,061,435</b>	<b>1,034,317</b>	<b>1,013,114</b>	<b>1,039,864</b>	<b>974,735</b>	<b>859,031</b>
Efectivo y Depósitos en Bancos	102,533	91,930	76,232	68,553	19,469	26,702
Cuentas por Cobrar, Netas	34,397	37,062	42,804	59,558	72,374	18,383
Activos de Contratos	0	0	0	0	24,164	17,712
<b>Activo Corriente</b>	<b>144,593</b>	<b>129,704</b>	<b>123,223</b>	<b>131,357</b>	<b>116,009</b>	<b>66,717</b>
Inmuebles, Planta y Equipo, neto	626,391	617,424	608,212	599,649	582,228	523,548
Construcciones en Proceso	154,738	143,103	128,861	145,146	130,299	114,024
Derechos de Servidumbres	102,873	104,914	106,978	109,798	83,345	85,242
<b>Activo No Corriente</b>	<b>916,843</b>	<b>904,612</b>	<b>889,892</b>	<b>908,506</b>	<b>858,728</b>	<b>792,314</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>693,524</b>	<b>679,434</b>	<b>650,018</b>	<b>694,215</b>	<b>651,454</b>	<b>547,178</b>
Préstamos Bancarios de Corto Plazo	0	0	0	25,000	0	96,771
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	0	0	0	0	8,426	3,816
Cuentas por pagar	22,045	19,300	8,325	24,696	93,187	347,495
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>47,946</b>	<b>33,007</b>	<b>19,581</b>	<b>71,871</b>	<b>112,356</b>	<b>461,385</b>
Porción No Corriente de la Deuda a Largo Plazo	0	0	0	0	483,932	38,408
Bonos por Pagar Internacionales	496,574	496,496	494,978	496,621	0	0
Bonos por Pagar Locales	74,651	74,594	74,143	74,518	0	0
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>645,579</b>	<b>646,428</b>	<b>630,437</b>	<b>622,344</b>	<b>539,099</b>	<b>85,792</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>367,911</b>	<b>354,882</b>	<b>363,096</b>	<b>345,649</b>	<b>323,283</b>	<b>311,853</b>
Capital Social	124,872	124,872	124,872	124,872	124,872	124,872
Aporte de Capital por Subvención	68,667	68,667	68,667	68,667	68,667	68,667
Resultados Acumulados	180,860	167,831	175,323	157,876	134,721	123,091

## Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-21	Dic-20	Sep-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Ingresos	99,282	144,119	98,727	131,788	125,607	106,616
Costos Operativos	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>99,282</b>	<b>144,119</b>	<b>98,727</b>	<b>131,788</b>	<b>125,607</b>	<b>106,616</b>
Gastos de Operación y Mantenimiento	(25,087)	(36,878)	(23,852)	(36,514)	(48,570)	(74,341)
Otros Ingresos Operativos	703	2,310	2,020	8,253	5,637	2,885
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>50,385</b>	<b>74,730</b>	<b>51,504</b>	<b>71,623</b>	<b>51,099</b>	<b>10,233</b>
Otros Ingresos/(gastos), netos	1,663	(1,392)	(40)	1,214	1,623	594
Gastos Financieros, netos	(21,506)	(28,666)	(21,852)	(31,176)	(20,045)	(7,440)
Movimiento neto en cuentas de diferimiento de actividades reguladas	(11,379)	(24,294)	(5,581)	(10,018)	(15,764)	0
<b>Utilidad Neta</b>	<b>13,029</b>	<b>9,955</b>	<b>17,447</b>	<b>23,154</b>	<b>12,932</b>	<b>622</b>

## EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA, S.A.

<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>	Sep-21	Dic-20	Sep-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	1.89x	1.91x	1.79x	2.01x	2.02x	1.75x
Deuda Financiera / Pasivo	0.82x	0.84x	0.88x	0.86x	0.76x	0.25x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.55x	1.61x	1.57x	1.72x	1.52x	0.45x
Pasivo / Activo	0.65x	0.66x	0.64x	0.67x	0.67x	0.64x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.07x	0.05x	0.03x	0.10x	0.17x	0.84x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.93x	0.95x	0.97x	0.90x	0.83x	0.16x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	5.31x	5.21x	5.88x	5.76x	5.96x	3.95x
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	3.02x	3.93x	6.29x	1.83x	1.03x	0.14x
Prueba Ácida <sup>1</sup>	2.86x	3.91x	6.08x	1.78x	1.03x	0.14x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	2.14x	2.79x	3.89x	0.95x	0.17x	0.06x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	96,647	96,698	103,642	59,486	3,654	(394,668)
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos Operativos / Ingresos	49.96%	49.75%	49.88%	50.96%	63.81%	93.11%
Gastos Financieros / Ingresos	22.02%	20.25%	22.56%	24.05%	16.16%	7.18%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	104.98	120.68	139.97	180.20	130.06	63.24
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	50.75%	51.85%	52.17%	54.35%	40.68%	9.60%
Margen Neto	13.12%	6.91%	17.67%	17.57%	10.30%	0.58%
ROAA (*)	0.53%	0.96%	2.36%	2.30%	1.41%	0.09%
ROAE (*)	1.51%	2.84%	6.84%	6.92%	4.07%	0.21%
<b>GENERACIÓN</b>						
FCO (US\$ Miles)	46,807	67,404	54,444	13,693	(7,924)	80,900
FCO anualizado (US\$ Miles)	59,767	67,404	134,680	13,693	(7,924)	80,900
FCO ajustado (**) (US\$ Miles)	59,931	97,120	79,444	43,095	17,165	83,179
FCO ajustado (**) anualizado (US\$ Miles)	77,607	97,120	162,837	43,095	17,165	83,179
EBITDA (US\$ Miles)	74,898	109,551	76,894	103,527	82,674	35,159
EBITDA LTM (US\$ Miles)	107,555	109,551	96,854	103,527	82,674	35,159
Margen EBITDA	75.44%	76.01%	77.89%	78.56%	65.82%	32.98%
<b>COBERTURAS</b>						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	3.74x	3.75x	3.33x	3.27x	4.07x	4.60x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	5.80x	3.59x	3.34x	3.42x	2.47x	5.77x
FCO ajustado / Gastos Financieros (*)	4.35x	3.27x	5.78x	1.47x	0.85x	10.87x
FCO ajustado / Servicio de Deuda (*)	4.19x	3.18x	5.61x	1.42x	0.51x	13.65x

\*Indicadores anualizados

\*\* FCO + intereses pagados

<sup>1</sup>Prueba Ácida = (Activo Corriente - Inventarios - Gastos Pagados por Anticipado) / Pasivo Corriente

## Anexo I

### Historia de Calificación

Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (al 31.12.20 y 31.03.21) *	Calificación Actual (al 30.09.21)	Definición de Categoría Actual
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US\$300.0 millones)	AAA.pa	AAA.pa	Refleja la capacidad más alta de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados.

\*Sesión de Comité del 24 de agosto de 2021

## Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

En marzo de 2019, ETESA inscribió Programa de Bonos Corporativos de hasta US\$300.0 millones. Los Bonos se encuentran respaldados únicamente con la garantía genérica del patrimonio del Emisor.

Programa de Bonos Corporativos Rotativos hasta por US\$300.0 millones	
<b>Emisor:</b>	Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A.
<b>Tipo de Instrumento:</b>	Bonos Corporativos Rotativos
<b>Moneda:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.
<b>Monto Autorizado:</b>	US\$300.0 millones.
<b>Plazo y Fecha de Vencimiento:</b>	Será determinado mediante un suplemento no menos de 3 días hábiles antes de la fecha de oferta.
<b>Tasa de Interés Promedio:</b>	Podrá ser fija o variable. Será fijada por el Emisor antes de la fecha de oferta.
<b>Pago de Capital:</b>	Será determinado mediante suplemento al Prospecto informativo con no menos de 3 días antes de la fecha de oferta.
<b>Pago de Interés:</b>	Será determinado mediante suplemento al Prospecto informativo con no menos de 3 días antes de la fecha de oferta.
<b>Respaldo:</b>	Crédito general del Emisor.
<b>Covenants:</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Mantener en todo momento una Razón de Cobertura de Servicio de Deuda mínima de 1.5 veces.</li> <li>Mantener en todo momento una relación de Deuda Neta/EBITDA inferior a 8.5 veces (año 1), 7.5 veces (año 2), 7.0 veces (año 3), 6.5 veces (año 4), 6.0 veces (año 5).</li> <li>Mantener en todo momento una Razón de Deuda Neta/Patrimonio inferior a 2.5 veces.</li> </ol>
<b>Saldo al 30 de septiembre de 2021:</b>	US\$75.00 millones
<b>Series Calificadas en Circulación:</b>	A
<b>Registro:</b>	Resolución SMV N° 97-2019 del 26 de marzo de 2019

### Declaración de Importancia

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.moodylocal.com>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Calificación de Emisores Corporativos, Bonos y Acciones Preferenciales vigente. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2017, 2018, 2019 y 2020, así como Estados Financieros No Auditados al 30 de septiembre de 2020 y 2021 de Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A., y los documentos del Programa Rotativo de Bonos Corporativos, de hasta US\$300 millones. Moody's Local comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente.

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CALIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO PERO NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo pero no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody's.com](http://www.moody's.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJJK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJJK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJJK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY125.000, aproximadamente.

Asimismo, MJJK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.