

Fitch Asigna 'AAA(pan)' a los Bonos de ETESA

Fitch Ratings-New York-21 May 2019: Fitch Ratings asignó la calificación de 'AAA(pan)' al Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. (ETESA). El 3 de mayo de 2019, la compañía emitió USD75 millones como parte de un programa bonos sénior hasta por USD300 millones. Los bonos pagan un cupón trimestral con tasa del 3.85% y vencen el 3 de mayo de 2026. Los fondos procedentes de la emisión serán utilizados para el pago de obligaciones con entidades financieras, inversiones de capital (capex) y para cubrir necesidades de capital de trabajo.

Las calificaciones reflejan tanto el vínculo fuerte de la compañía con el soberano de Panamá [BBB Perspectiva Estable] debido a que este último posee 100% de ETESA, como el historial de apoyo financiero por parte del gobierno a la compañía. Las calificaciones incorporan el riesgo bajo relativo de negocio de la compañía, la estabilidad de generación de flujo de efectivo, la propiedad de sus activos de transmisión y las métricas crediticias esperadas en línea con las de los pares regionales con calificaciones similares.

De acuerdo con la Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas al Gobierno (ERG), Fitch considera como factores fuertes la propiedad y el control del Gobierno Panameño, así como el historial de soporte hacia la compañía. La agencia valora que las implicaciones sociopolíticas de un incumplimiento de pago por parte de ETESA serían moderadas dada la probabilidad baja de interrupciones en el servicio que podrían surgir de una dificultad financiera en la empresa. Además, la agencia observa que la implicación financiera de incumplimiento de ETESA, así como otras ERG, para con el gobierno de Panamá es fuerte, como resultado de la importancia estratégica de la empresa para el país.

FACTORES CLAVE DE LA CALIFICACIÓN

Propiedad y Soporte del Gobierno: Fitch considera que la relación entre ETESA y el Gobierno de Panamá es muy fuerte. Lo anterior se fundamenta en que el gobierno es dueño de 100% de ETESA, el monopolio legal en los servicios de transmisión de electricidad en el país establecido por la Ley del Sector de Electricidad No. 6/97, y la presencia de exfuncionarios del gobierno del sector de energía y finanzas de alto rango en la junta directiva, así como la naturaleza crítica que representa la transmisión de energía eléctrica en la infraestructura del país. El vínculo con el gobierno se fortalece aún más por las contribuciones acumuladas en efectivo por USD68.7

millones a la compañía durante el período de 2011 a 2017.

Flujo de Efectivo Estable y Predecible: Los ingresos y la generación de efectivo de ETESA son muy estables y predecibles, características propias de las empresas de transmisión de electricidad, las cuales no tienen riesgo de volumen o de precio. Los ingresos máximos permitidos se derivan de multiplicar su base de activos por varias tasas (multiplicadores) establecidas por el regulador local, la ASEP, para compensar a la compañía por costos operativos, de mantenimiento, administrativos y de depreciación, así como un margen de ganancia incorporado. Los ingresos de ETESA pueden ser ajustados al alza o baja con base solamente en la frecuencia y duración de las interrupciones del servicio. Por tanto, Fitch proyecta márgenes de EBITDA estables entre 60% y 70% para 2019 a 2022, en línea con pares regionales, conforme la escala de operaciones de la compañía crece tras el inicio de operaciones de la Tercera Línea de Transmisión en 2017.

Perfil de Riesgo de Negocio Bajo: El riesgo bajo de negocio de la compañía es el resultado de sus operaciones como monopolio natural y regulado en el sector de transmisión de electricidad en un ambiente regulatorio transparente. Los ingresos máximos son autorizados por el regulador cada 4 años y Fitch espera que las tasas de retorno sobre activos de ETESA permanezcan constantes hasta mediados de 2021. Como se mencionó, la compañía no asume riesgo de volumen ni de precio y sus ingresos son determinados por la base de activos que posee y por las tasas de retorno aplicables. Si una empresa de distribución o de generación falla en el pago a ETESA, dicho costo es distribuido entre los participantes de la industria basado en su cuota de mercado.

Apalancamiento Decreciente: Las calificaciones de ETESA consideran la expectativa de Fitch de que la razón de apalancamiento deuda total a EBITDA disminuirá hasta aproximadamente 5.7 veces (x) en el mediano plazo, y que la razón de cobertura flujo de gasto operativo (FGO) a Intereses Brutos se incrementará hasta 2.7x como resultado del inicio de operaciones de la línea nueva de transmisión. El apalancamiento de ETESA en 2019 se espera que sea alto y cercano a 7.8x. La tendencia a la baja en el nivel de apalancamiento puede atribuirse a la deuda incurrida para la construcción de la Tercera Línea de Transmisión por USD378 millones, así como a los ingresos incrementales provenientes de esta y otras mejoras de capital que se incorporan a la base de activos regulatorios de la compañía. Niveles de apalancamiento esperados de dicha magnitud son comunes en la región dada la naturaleza estable y altamente regulada de los flujos de efectivo de las compañías de transmisión de electricidad.

Flujo de Fondos Libre Negativo: Dada la naturaleza de capital intensivo de la industria de transmisión de electricidad, Fitch espera que el Flujo de Fondos Libre (FFL) mejore pero sea estructuralmente negativo sobre el horizonte de calificación. La expectativa de necesidad de capex anual es de aproximadamente USD100 millones en el mediano a largo plazo, correspondientes a

la expansión en la red de energía, mantenimientos programados y mejoras en las líneas de transmisión. La cuarta línea de transmisión será construida mediante un contrato de Ingeniería, Adquisición y Construcción (EPC por sus siglas en inglés) por USD550 millones y se espera finalice en 2023, la cual conectaría ciudad de Panamá con fuentes nuevas de generación renovable en la zona oeste del país. No obstante, ETESA planea incorporar un operador externo para este proyecto. La compañía no paga dividendos lo cual resulta en un factor mitigante en el FFL.

Base de Activos Robusta: La compañía se beneficia de la propiedad de sus activos de distribución a diferencia de otros pares regionales que operan sus activos bajo un modelo de concesión. Estos activos incluyen tres líneas principales de transmisión de alta tensión con extensiones de 520km, 389km y 302km, respectivamente, las cuales conectan la zona de generación hidroeléctrica en el oeste del país con la demanda de distribución en Ciudad de Panamá. En total, la compañía posee 3,000km de líneas de transmisión, 17 subestaciones, torres, transformadores y otros equipos necesarios para el transporte de electricidad a distintos puntos de entrega.

SUPUESTOS CLAVE

- La utilidad neta será reinvertida 100% en la compañía.
- La compañía hará una emisión de bonos de USD500 millones para refinanciar la deuda existente.
- La tasa aplicable del Tesoro de Estados Unidos de América a 30 años será de 3.40% para el ciclo de tarifas de 2021 a 2025.
- El proyecto de la Cuarta Línea de Transmisión será operado y administrado por un tercero.
- Los cargos anuales por interrupción de transmisión, o generación obligada, se estabilizarán en torno a USD5 millones a partir de 2020.

RESUMEN DE DERIVACIÓN DE LA CALIFICACIÓN

Las calificaciones en escala internacional de ETESA se encuentran un nivel de calificación por encima de su perfil de riesgo individual debido al vínculo fuerte con el soberano de Panamá. ETESA es 100% propiedad del gobierno Panameño y opera como un monopolio legal en el servicio de transmisión de electricidad en el país. El gobierno demuestra su compromiso financiero con la compañía mediante el historial de contribuciones en efectivo para financiar capex, el establecimiento de una estructura tarifaria favorable y la práctica de reinvertir dividendos. Además, debido a que es el proveedor único de servicios de transmisión de electricidad en Panamá, ETESA tiene un rol crítico en la infraestructura del país. Asimismo en su junta directiva cuenta con la participación de exfuncionarios del gobierno del sector de energía y finanzas de alto rango.

En cuanto a pares locales con calificación nacional, ETESA posee un perfil de riesgo de negocio bajo al igual que otros participantes de la industria de electricidad en Panamá como lo son AES

Panamá, S.R.L. (AESP) [AA+(pan) Perspectiva Estable] y AES Changuinola, S.R.L. (AESC) [A+(pan) Observación Negativa], no obstante, la importancia relevante de ETESA en el mercado de electricidad, el vínculo fuerte con el gobierno de Panamá y su modelo de negocio monopolístico, son factores que fortalecen su posición con respecto a sus pares de calificación. En términos de apalancamiento, para el cierre de 2019, se espera que ETESA muestre un nivel alto de apalancamiento bruto de 7.8x y una cobertura de intereses (medida como EBITDA a intereses pagados en efectivo) de 2.6x, comparado con la media de sus pares de 4.6x y 5.6x, respectivamente. Esto se mitiga por el vínculo fuerte existente con el gobierno panameño.

SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN

Acciones positivas de calificación no son posibles para ETESA, ya que están en el nivel más alto de la escala nacional.

Por el contrario, eventos que a futuro podrían derivar en una acción de calificación negativa son:

- debido a la estrecha relación de la compañía con el gobierno panameño, una acción de calificación negativa sobre el soberano podría resultar en una acción negativa para la calificación de la compañía;
- deterioro en el perfil de crédito individual de ETESA en conjunto con un debilitamiento en el vínculo con el gobierno de Panamá.

LIQUIDEZ Y ESTRUCTURA DE LA DEUDA

Liquidez Adecuada: La expectativa de la emisión de bonos de largo plazo en el futuro cercano le permitirá a la compañía refinanciar el préstamo por USD400 millones con vencimiento en 2021 el cual está relacionado con la finalización del proyecto de la Tercera Línea de Transmisión y un préstamo por USD71 millones con vencimiento en 2030. La emisión extenderá el perfil de vencimientos de la compañía y brindará mayor flexibilidad financiera de corto plazo. Al cierre de 2018 la compañía tenía deuda de corto plazo por USD8.4 millones, mucho menor que su posición de efectivo de USD19.5 millones. Fitch considera que la compañía posee una liquidez adecuada para financiar y ejecutar sus planes de mejoras de capital.

Contactos Fitch Ratings:

Lincoln Webber (Analista Líder)

Director Asociado

+1 646 582 3523

Fitch Ratings, Inc.

33 Whitehall Street

Nueva York, NY 10004

Erick Pastrana (Analista Secundario)

Director Asociado

+506 2106 5184

Joseph Bormann (Presidente del Comité de Calificación)

Director Ejecutivo

+1 312 368 3349

La calificación mencionada fue requerida y se asignó o se le dio seguimiento por solicitud del emisor calificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

Información adicional disponible en www.fitchratings.com/site/centralamerica.

Metodologías aplicadas en escala nacional:

- Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Agosto 2, 2018);
- Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno (Diciembre 20, 2018);
- Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (Abril 16, 2019).

INFORMACIÓN REGULATORIA

NOMBRE DEL EMISOR O ENTIDAD: Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. (ETESA)

LINK DEL SIGNIFICADO DE LA CALIFICACIÓN: [https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:e892e8a3-e6b3-4868-a55c-f36cd41ae78e/](https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:e892e8a3-e6b3-4868-a55c-f36cd41ae78e/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20Panam%C3%A1.pdf)

Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20Panam%C3%A1.pdf

FECHA CIERTA (FECHA DE CORTE) DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA UTILIZADA

- AUDITADA: 31/Diciembre/2018

- NO AUDITADA: 30/Septiembre/2018

FECHA DEL ACUERDO DEL COMITÉ DE CALIFICACIÓN: 20/Mayo/2019

DESCRIPCIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

- CLASE DE TÍTULOS: Programa Rotativo de Bonos Corporativos

- SERIES: A

- MONEDA: USD

- MONTO: "Serie A: USD75,000,000 ' Emisión: USD300,000,000"

- FECHA DE VENCIMIENTO: 3/Mayo/2026

- TASA DE INTERÉS: 3.85%

- PAGO DE INTERESES: Trimestral

- PAGO DE CAPITAL: Al vencimiento

- REDENCIÓN ANTICIPADA: Permitida
 - GARANTÍAS: No cuenta con garantías
 - USO DE LOS FONDOS: Refinanciamiento de deuda
- "UNA CALIFICACIÓN DE RIESGO NO GARANTIZA EL REPAGO DE LA EMISIÓN".

Relación con medios: Elizabeth Fogerty, New York, Tel.: +1 212 908 0526, Email:
elizabeth.fogerty@thefitchgroup.com

Additional information is available on www.fitchratings.com

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/DEFINITIONS. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTAN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/CENTRALAMERICA. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTAN TAMBIEN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CODIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTA BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNION EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Metodología(s) Aplicada(s)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(pub. 02 Aug 2018\)](#)

[Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno \(pub. 20 Dec 2018\)](#)

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(pub. 16 Apr 2019\)](#)

Divulgación Adicional

[Solicitation Status](#)

[Política de Endoso Regulatorio](#)

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK:

[HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING

DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT WWW.FITCHRATINGS.COM. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE. DIRECTORS AND SHAREHOLDERS RELEVANT INTERESTS ARE AVAILABLE AT [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/REGULATORY](https://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/REGULATORY). FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.

Copyright © 2019 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. In issuing and maintaining its ratings and in making other reports (including forecast information), Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings and reports should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating or a report will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings and its reports, Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings and forecasts of financial and other information are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings and forecasts can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a

rating or forecast was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind, and Fitch does not represent or warrant that the report or any of its contents will meet any of the requirements of a recipient of the report. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion and reports made by Fitch are based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings and reports are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating or a report. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at any time for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.

For Australia, New Zealand, Taiwan and South Korea only: Fitch Australia Pty Ltd holds an Australian financial services license (AFS license no. 337123) which authorizes it to provide credit ratings to wholesale clients only. Credit ratings information published by Fitch is not intended to be used by persons who are retail clients within the meaning of the Corporations Act 2001. Fitch Ratings, Inc. is registered with the U.S. Securities and Exchange Commission as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (the "NRSRO"). While certain of the NRSRO's credit rating subsidiaries are listed on Item 3 of Form NRSRO and as such are authorized to issue credit ratings on behalf of the NRSRO (see <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), other credit rating subsidiaries are not listed on Form NRSRO (the "non-NRSROs") and therefore credit ratings

issued by those subsidiaries are not issued on behalf of the NRSRO. However, non-NRSRO personnel may participate in determining credit ratings issued by or on behalf of the NRSRO.

ENDORSEMENT POLICY - Fitch's approach to ratings endorsement so that ratings produced outside the EU may be used by regulated entities within the EU for regulatory purposes, pursuant to the terms of the EU Regulation with respect to credit rating agencies, can be found on the [EU Regulatory Disclosures](#) page. The endorsement status of all International ratings is provided within the entity summary page for each rated entity and in the transaction detail pages for all structured finance transactions on the Fitch website. These disclosures are updated on a daily basis.