

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
12 de septiembre de 2023

Actualización

CALIFICACIÓN*

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

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	AAA.pa
Perspectiva	Estable

(* 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
Ratings Manager ML
Leyla.Krmelj@moodys.com

Juan Carlos Alcalde
Director – Credit Analyst ML
JuanCarlos.Alcalde@moodys.com

Fernando Cáceres
Associate Director – Credit Analyst ML
Fernando.Caceres@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

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

Resumen

Moody's Local afirma 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 Perspectiva se mantiene Estable.

La categoría otorgada 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. También se ponderan los adecuados indicadores de liquidez exhibidos históricamente por ETESA, a excepción de aquellos registrados al cierre del 2022 que se debió a un tema de reclasificación de la deuda por parte del Auditor Externo producto del incumplimiento de un resguardo financiero asociado a los Bonos Corporativos, situación que se corrige al primer trimestre de 2023.

Adicionalmente, la calificación considera como un factor positivo la adecuada generación de la Compañía exhibida a través de un Flujo de Caja Operativo (FCO) y EBITDA que le han permitido cubrir adecuadamente el Servicio de Deuda, aunque se debe señalar que el mismo está conformado -en el caso de la deuda estructura- solo por gastos financieros, toda vez que los Bonos Corporativos mantienen una estructura bullet, es decir, se deberá amortizar el 100% al final de la vida del Bono.

Como tema de relevancia durante la presente evaluación, se debe señalar que, al cierre del 2022, el emisor registró un incremento material en la Palanca Financiera (Deuda Financiera/EBITDA), la misma que se situó en 9.06x (8.45x al 31 de marzo de 2023), lo cual incluyó un aumento en la deuda financiera, así como también un ajuste en el EBITDA. Con respecto a la deuda financiera, esta se incrementó en el 2022 producto de la emisión de las Series B y C del Programa Rotativo de Bonos Corporativos, lo cual estuvo relacionado al plan de CAPEX de ETESA. Por otro lado, el EBITDA retrocedió en el 2022 a raíz de la aprobación del nuevo pliego tarifario por parte del regulador que generó un ajuste en los ingresos por el diferimiento en la aplicación del Ingreso Máximo Permitido con respecto a los activos incorporados durante dicho ejercicio.

El aumento en la deuda financiera y el menor EBITDA explicados en el párrafo anterior conllevaron a que, en el 2022, ETESA incumpla con el resguardo financiero Deuda Neta/EBITDA establecido en el Programa Rotativo de Bonos Corporativos al situarse en 6.70x, lo cual podría acelerar el pago del Bono, siendo este el motivo por el cual el Auditor Externo computó en la parte corriente toda la deuda de largo plazo de ETESA. Sin embargo, al 31 de marzo de 2023, la Compañía logró cumplir nuevamente con dicho resguardo producto de una mejora en el EBITDA a raíz de la reducción de costos, cumplimiento que se ha dado dentro del plazo de cura.

Moody's Local considera importante que ETESA mantenga una Palanca Financiera que se encuentre dentro de los rangos esperados para una calificación AAA.pa, la cual, de acuerdo con el modelo financiero remitido por la Compañía, se espera que se reduzca gradualmente en los siguientes ejercicios, siendo esto último relevante de cara a mantener la calificación asignada.

Otro hecho de relevancia corresponde a que, el 21 de agosto de 2023, la Compañía informó que la SMV, en virtud de la Resolución N° SMV-331-2023, resolvió suspender la negociación de los valores registrados mediante la Resolución SMV N° 97-2019 de ETESA, tras la solicitud de esta de modificar los términos y condiciones de tales valores. Dicha modificación se encuentra estrictamente relacionada a un cambio en el resguardo financiero Deuda Neta/EBITDA incumplido por ETESA al cierre del 2022 por los motivos expuestos anteriormente.

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 sostenido 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.
- » 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.

	Mar-23 LTM	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Activos (US\$/Miles)	1,275,845	1,272,778	1,097,771	1,034,317	1,039,864
Ingresos (US\$/Miles)	121,864	115,483	127,465	139,900	131,788
EBITDA (US\$/Miles)	88,567	82,640	94,388	108,557	103,527
Deuda Financiera / EBITDA	8.45x	9.06x	6.06x	5.26x	5.76x
EBITDA / Gastos Financieros	3.53x	3.20x	3.26x	3.72x	3.27x
FCO ajustado* / Servicio de la Deuda	2.46x	2.40x	2.82x	3.18x	1.42x

* FCO + intereses pagados

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

Tabla 2
Resguardos del Programa de Bonos Corporativos*

	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Deuda Neta / EBITDA < 8.5x (año 1), < 7.x (año 2), < 7.0x (año 3), < 6.5x (año 4) y < 6.0x (año 5)**	6.70x	5.15x	4.39x	5.12x
Deuda Neta / Patrimonio Total < 2.5x	1.50x	1.32x	1.35x	1.53x
EBITDA / Servicio de Deuda > 1.5x	3.20x	3.22x	3.59x	3.42x

*Se mide anualmente partir del 2019.

**El indicador estuvo en incumplimiento al cierre del 2022.

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

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 2049.

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.

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 pudiera 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 gerencial 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, ETESA propuso que el proyecto se haga mediante la modalidad DBFM (Design, Build, Finance and Maintain) por medio de una APP. Los fondos serían aportados por la compañía que se adjudique la construcción y el Estado posteriormente cancelaría la deuda durante los años que dure la concesión.

A la fecha del presente informe, el proyecto ya pasó por la primera fase (Informe Técnico Inicial) de aprobación de la Secretaría de la Asociación Público-Privada, encontrándose en la fase del Informe Técnico Definido en el cual se incluye el pliego de cargo y el contrato del proyecto. El 23 de diciembre de 2022, ETESA adjudicó el contrato de avalúos a un consorcio quien tendrá 270 días para ejecutarlo. Cabe señalar que el proyecto involucraría una inversión aproximada de US\$700 millones y comprendería una extensión de 330 kilómetros.

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. 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 y, al 31 de marzo de 2023, presentó un avance de obra del 50.0%.

Desarrollos Recientes

El 19 de enero de 2022, se emitió la Resolución AN N° 17403-Elec donde se resolvió extender la vigencia del Pliego Tarifario del Servicio Público de Transmisión de Electricidad aprobado para el periodo tarifario julio 2017-junio 2021, a partir del mes de julio del 2021 hasta que se apruebe un nuevo Pliego Tarifario.

El 14 de julio de 2022, se emitieron la Serie B y C del Programa Rotativo de Bonos Corporativos. La Serie B se emitió por US\$120.0 millones a una tasa fija de 4.85% y a un plazo de 5 años. Por su parte, la Serie C se emitió por US\$55 millones a una tasa fija de 5.40% y a un plazo de 10 años. Los intereses serán pagados trimestralmente y el principal al vencimiento.

Mediante la Resolución AN N° 17932-Elec, de fecha 10 de octubre de 2022, la ASEP consideró conveniente prorrogar la concesión para la prestación del servicio público de energía eléctrica a ETESA por un periodo de 25 años. Con ello, ETESA continuará su operación a plena capacidad hasta el 22 de diciembre de 2049.

El 25 de octubre de 2022, Moody's Investors Service (en adelante, MIS) modificó la perspectiva del Gobierno de Panamá a Negativa, desde Estable, manteniendo la calificación en Baa2. Posteriormente, el 27 de octubre de 2022, MIS modificó la perspectiva de ETESA a Negativa, desde Estable, manteniendo la calificación Baa2.

El 20 de diciembre de 2022, ETESA informó acerca del avance de los proyectos de transmisión, tal como lo dispone el Plan de Expansión del Sistema Interconectado Nacional (PESIN) necesarios para robustecer la red de transmisión eléctrica. La Inversión en estos proyectos superará los US\$750.0 millones y se distribuirá de la siguiente manera: (i) US\$78.1 millones en el 2022; (ii) US\$139.8 millones en el 2023; (iii) US\$347.4 millones en el 2024; y (v) US\$186.3 millones a partir de 2025. Los beneficios derivados de esta inversión serán el aumento de la capacidad de transporte y la interconexión con fuentes renovables no convencionales en la zona occidental y central del país, cumpliendo de esta manera con la Agenda de Transición Energética.

El 20 de abril de 2023, la Compañía informó que, debido a demoras administrativas que dilataron el nombramiento de la Directora General y Sub-Directora del Instituto de Meteorología e Hidrología de Panamá (IMHPA), y a la desvinculación de 41 colaboradores de la Dirección de Hidrometeorología (antes supeditada a ETESA), se dilataron los procesos contables relacionados a la auditoría externa de ETESA.

El 18 de mayo de 2023, la Compañía comunicó que, mediante la Resolución AN N° 18387-Elec del 25 de abril de 2023, se aprobó el Pliego Tarifario del Servicio Público de Trasmisión de Electricidad para el periodo 2021-2025, lo cual conllevó a ajustes contables en ETESA por la distribución del Ingreso Máximo Permitido.

El 23 de mayo de 2023, la Compañía presentó a las comunidades de Mortí, Walla, y Nurra, en la comarca Kuna Wargandí, el estudio de impacto ambiental y social del proyecto Interconexión Eléctrica Panamá – Colombia, enmarcado en el Corredor Ambiental Sostenible. La entrega de información, socialización y participación de las comunidades y actores claves, se hizo conforme a lo establecido en la Ley 37 del 2 de agosto de 2016, que establece la consulta y consentimiento previo, libre e informado a los pueblos indígenas.

El 8 de junio de 2023, la Compañía manifestó que el proyecto Sabanitas-Panamá III registró un avance cercano al 50% y se espera que concluya a inicios de 2024.

El 29 de junio de 2023, la Compañía indicó que existe un alto nivel de avance en los proyectos en ejecución que forman parte de su Plan de Expansión del Sistema Interconectado Nacional (PESIN). Dentro de ellos destacó el Proyecto de la Cuarta Línea de Transmisión Eléctrica, que actualmente presenta un 90% de avance en su etapa de diseño y pliego de cargos debidamente revisados por el Ente Rector.

El 30 de junio de 2023, la Compañía comunicó que, mediante la Resolución AN° 18464-Elec del 9 de junio de 2023, se aprobó el Ingreso Máximo Permitido del Sistema Principal, asociado a los activos incorporados del 1 de enero al 31 de diciembre de 2021 correspondiente al Año Tarifario 2 del Periodo Tarifario 2021–2025.

El 21 de agosto de 2023, la Compañía informó que la SMV, en virtud de la Resolución N° SMV-331-2023, resolvió suspender la negociación de los valores registrados mediante la Resolución SMV N° 97-2019 de ETESA, tras la solicitud de esta de modificar los términos y condiciones de tales valores.

Análisis Financiero de Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A.

Activos y Liquidez

EFFECTIVO AUMENTA EN EL 2022 PRODUCTO DE LOS RECURSOS CAPTADOS VÍA LA EMISIÓN DE LAS SERIES B Y C DE BONOS CORPORATIVOS

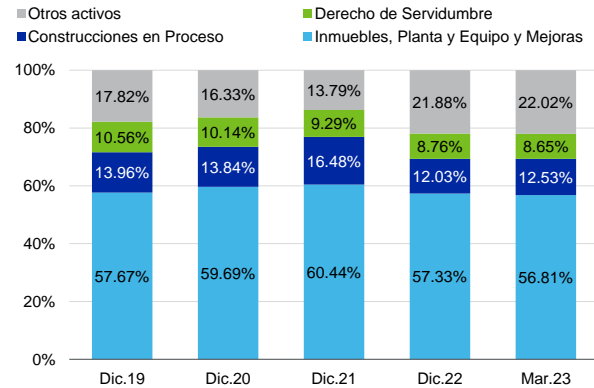
Al cierre del 2022, los activos totales de la Compañía crecieron interanualmente en 15.94% debido al aumento en 135.87% del efectivo a causa de la emisión de las Series B y C de Bonos Corporativos; asimismo, los activos fijos se incrementaron en 9.97% por capitalizaciones y reclasificaciones. De igual manera, se capitalizaron derechos de servidumbre provenientes de construcciones en proceso, lo que significó un incremento de 9.35% en dicha cuenta. Por otro lado, se incluyó la partida otras cuentas por cobrar reguladas, la misma que reconoce los ingresos de transmisión no facturados relacionados a los montos adicionales al Ingreso Máximo Permitido asociados a los activos incorporados en el ejercicio fiscal previo, los mismos que fueron aprobados por las resoluciones AN Elec N° 17802, 18388 y 18464. Lo anterior fue parcialmente mitigado por la reducción en 26.18% y 19.38%, respectivamente, en las cuentas por cobrar a distribuidoras y generadoras de energía.

Con información reciente al 31 de marzo de 2023, no se exhibe mayor variación en los activos (+0.24%), los cuales incluyen un mayor saldo de impuesto sobre la renta pagado por anticipado (+US\$10.8 millones), mayores construcciones en proceso por adiciones en el sistema principal de transmisión (+US\$6.7 millones) y un aumento en otras cuentas por cobrar reguladas (+US\$4.3 millones), todo lo cual fue contrarrestado por una reducción en el efectivo de 6.31% principalmente por pagos de intereses realizados; así como por la depreciación y amortización de los activos fijos y el derecho de servidumbre.

En relación a los indicadores de liquidez, al cierre del 2022, la liquidez corriente se redujo de forma importante debido a la reclasificación de la deuda financiera de largo plazo por parte del Auditor Externo a raíz del incumplimiento del covenant asociado a los Bonos Corporativos. Lo anterior podría haber acelerado el pago del Bono, motivo por el cual el Auditor Externo lo reclasificó a la parte corriente. No obstante, al primer trimestre de 2023, ETESA logra superar dicha situación, con lo cual se volvió a reclasificar la deuda al largo plazo.

Gráfico 1

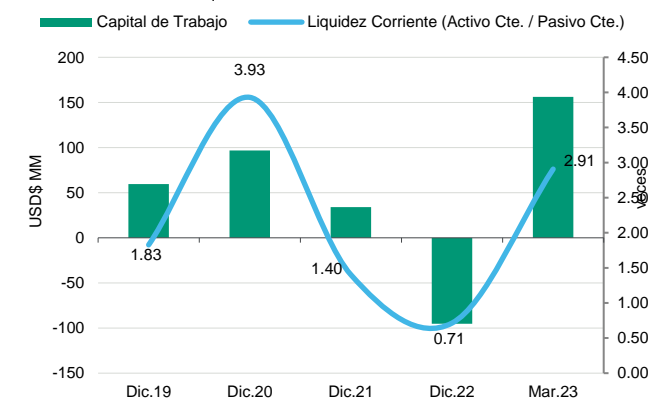
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

Indicadores de Liquidez



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Estructura Financiera y Solvencia

EMISIÓN DE NUEVAS SERIES DE BONOS, AUNADO A UN AJUSTE EN EL EBITDA, AUMENTA LOS RATIOS DE APALANCAMIENTO DE ETESA EN EL 2022

Al 31 de diciembre de 2022, los pasivos de ETESA se incrementaron interanualmente en 23.09% debido a la emisión de las series B y C, enmarcadas en el Programa de Bonos Corporativos calificado por Moody's Local, por un monto total de US\$175.0 millones. Lo anterior fue contrarrestado por menores saldos de devoluciones tarifarias por pagar ante el pago del ajuste tarifario a los agentes del mercado del año cuatro del periodo tarifario de julio 2013 a junio de 2017 (Resolución AN N° 13350-Elec) por cargos por Uso del Sistema Principal de Transmisión (CUSPT); asimismo, se registraron menores saldos por pagar a generadoras de energía y proveedores de materiales e insumos.

Por el lado del patrimonio, al cierre del 2022, este representó el 29.31% de las fuentes de financiamiento, habiendo registrado un crecimiento de 1.69% respecto del 2021 producto de los resultados del ejercicio, contrarrestados por las donaciones de bienes realizadas al Instituto Meteorológico y de Hidrología.

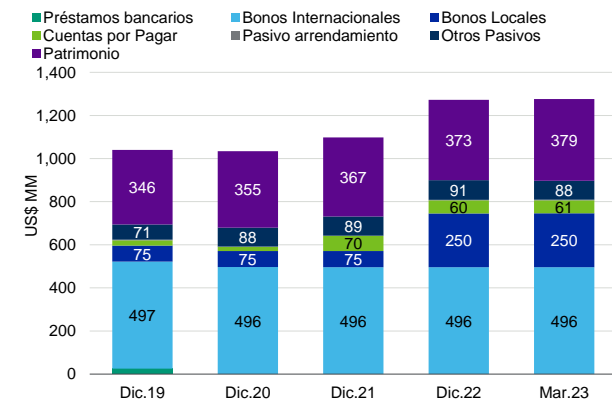
Al 31 de marzo de 2023, los pasivos totales no registraron mayores cambios respecto al 2022 al exhibir una variación trimestral de 0.30%, principalmente por menores intereses y otros pasivos por pagar, cuentas que fueron compensadas por mayores saldos de impuestos sobre la renta por pagar. Por el lado del patrimonio, este se incrementó trimestralmente en 1.54% por efecto de los resultados del periodo.

Respecto de los indicadores de solvencia, al cierre del 2022, la Palanca Financiera (Deuda Financiera/EBITDA) mostró un aumento relevante al situarse en 9.06x, desde 6.06x en el 2021, producto del incremento de la deuda financiera, mientras que el EBITDA se redujo frente al 2021. Por el lado de la Palanca Contable (Pasivo/Patrimonio), la misma aumento a 2.41x, desde 1.99x en el 2021, toda vez que el pasivo creció en mayor magnitud que el patrimonio de ETESA.

Al 31 de marzo de 2023, tanto la Palanca Financiera como la Palanca Contable muestra una ligera mejora, según se exhibe en el Gráfico 4.

Gráfico 3

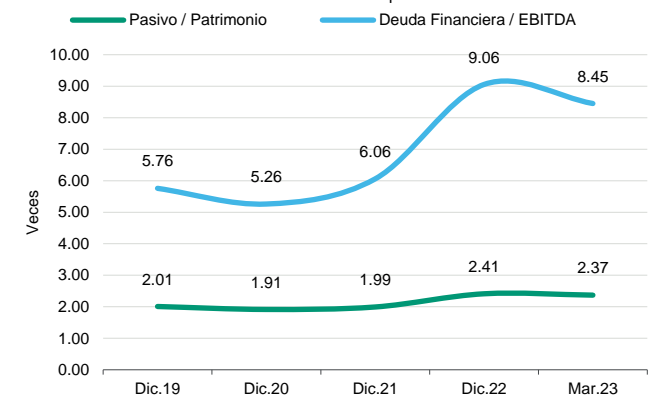
Evolución de la Estructura de Fondo



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Apalancamiento



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Rentabilidad y Eficiencia

VARIACIONES EN LOS INGRESOS POR TRANSMISIÓN DE ENERGÍA AFECTARON EL MARGEN OPERATIVO EN EL 2022

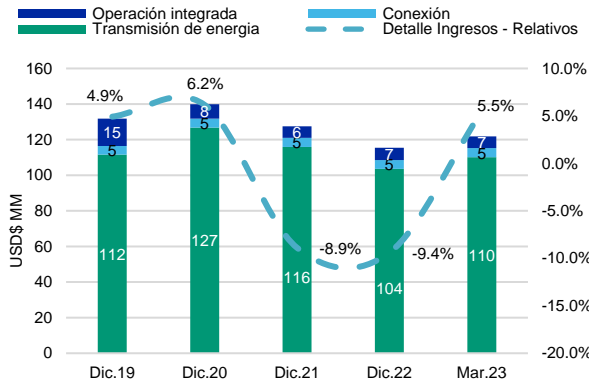
Al 31 de diciembre de 2022, los ingresos de ETESA se redujeron en 9.40% respecto al 2021 debido a la caída de los ingresos de transmisión de energía (-10.61%) a causa de la aplicación de los diversos ajustes provenientes del nuevo pliego tarifario 2021–2025 aprobado el 25 de abril de 2023. De igual manera, el margen operativo del ejercicio se redujo anualmente a 41.22%, desde 48.08%, por mayores cargos de depreciación, aunado a que durante el ejercicio 2021 se presentaron ingresos por recuperaciones de pérdidas crediticias esperadas, los cuales no se repitieron en el 2022; adicionalmente, se registraron mayores gastos de transmisión por un aumento en los servicios comerciales y financieros.

Por el lado de los gastos financieros, estos mantuvieron la misma proporción respecto de las ventas, mientras que durante el periodo revisado no se registraron gastos por movimiento en cuentas de actividades reguladas, los mismos que durante el 2021 fueron de US\$11.4 millones, conllevando a que la utilidad neta registre un avance interanual de 12.25%.

Al 31 de marzo de 2023, los ingresos totales se incrementaron interanualmente en 25.62%, considerando el mismo ajuste tarifario señalado previamente, mientras que los gastos de depreciación subieron en 12.99%. No obstante lo anterior, el margen operativo mejoró de manera importante al incrementarse a 44.41%, desde 36.40%, tendencia que se observó también en la utilidad neta, la misma que se incrementó a US\$4.9 millones, desde US\$613.5 mil a marzo de 2022.

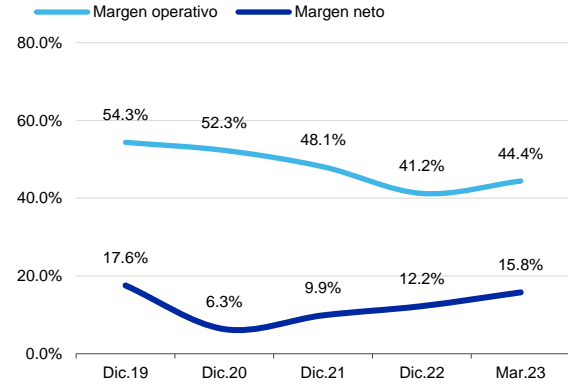
Los mayores ingresos, a pesar del ajuste en el margen operativo, permitieron a ETESA mejorar los indicadores de rentabilidad. En este sentido, al cierre del 2022, el ROAA se incrementó a 1.19%, desde 1.18%, mientras que el ROAE se situó en 3.82%, desde 3.49%. Asimismo, al 31 de marzo de 2023, se mantuvo dicha tendencia al registrar un ROAA y ROAE de 1.58% y 4.95%, respectivamente.

Gráfico 5
Ingresos por Rubro (LTM)



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6
Evolución de los Márgenes



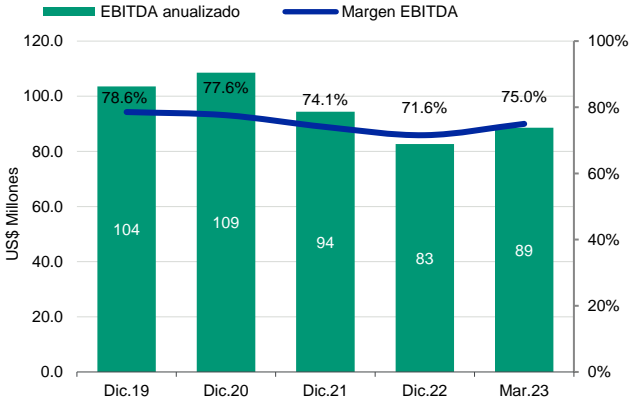
Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Generación y Capacidad de Pago

LA COBERTURA DEL SERVICIO DE DEUDA CON EL EBITDA Y FCO SE MANTUVO ADECUADA PRODUCTO DE LA ESTRUCTURA BULLET DE LAS DISTINTAS SERIES DE BONOS EMITIDAS

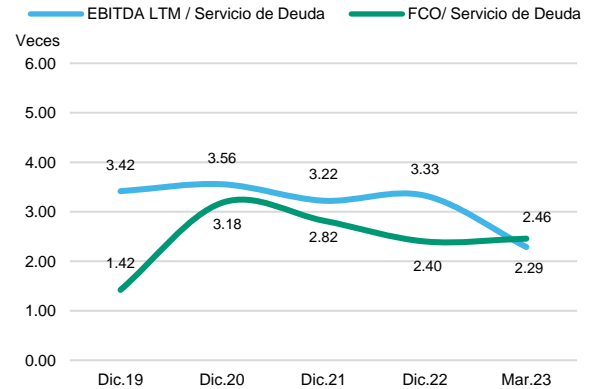
Al 31 de diciembre de 2022, el EBITDA ascendió a US\$82.6 millones, desde US\$94.4 millones en el 2021, producto del menor margen operativo señalado en la sección anterior. A pesar de lo anterior, las coberturas, tanto con el FCO como con el EBITDA, se mantuvieron adecuadas producto de la estructura bullet de las distintas Series de Bonos Corporativos emitidas, según se muestra en el Gráfico 8.

Gráfico 7
Evolución del EBITDA



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 8
Evolución de los Indicadores de Cobertura



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA, S.A.

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-23	Dic-22	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
TOTAL ACTIVO	1,275,845	1,272,778	1,057,044	1,097,771	1,034,317	1,039,864
Efectivo y Depósitos en Bancos	189,979	202,769	54,809	85,966	91,930	68,553
Otras Cuentas por Cobrar Reguladas	16,167	11,904	0	0	0	0
Cuentas por Cobrar, Netas	21,144	23,136	25,807	31,536	37,062	59,558
Activo Corriente	238,111	237,808	82,284	118,296	129,704	131,357
Inmuebles, Planta y Equipo, neto	724,816	729,624	656,596	663,473	617,424	599,649
Construcciones en Proceso	159,802	153,144	184,648	180,887	143,103	145,146
Derechos de Servidumbres	110,309	111,542	101,164	102,001	104,914	109,798
Activo No Corriente	1,037,734	1,034,970	974,760	979,476	904,612	908,506
TOTAL PASIVO	897,076	899,738	689,595	730,936	679,434	694,215
Préstamos Bancarios de Corto Plazo	0	0	0	0	0	25,000
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	0	250,000	0	0	0	0
Cuentas por pagar	60,724	60,235	28,775	70,178	19,300	24,696
Pasivo Corriente	81,900	333,096	50,715	84,383	33,007	71,871
Porción No Corriente de la Deuda a Largo Plazo	0	0	0	0	0	0
Bonos por Pagar Internacionales	495,861	495,768	494,265	496,274	496,496	496,621
Bonos por Pagar Locales	250,000	0	75,000	75,000	74,594	74,518
Pasivo No Corriente	815,175	566,642	638,880	646,553	646,428	622,344
TOTAL PATRIMONIO NETO	378,769	373,040	367,449	366,836	354,882	345,649
Capital Social	124,872	124,872	124,872	124,872	124,872	124,872
Aporte de Capital por Subvención	57,893	57,893	68,667	68,667	68,667	68,667
Resultados Acumulados	203,136	198,196	181,041	180,427	167,831	157,876

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-23	Dic-22	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Ingresos	31,290	115,483	24,909	127,465	139,900	131,788
Costos Operativos	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Resultado Bruto	31,290	115,483	24,909	127,465	139,900	131,788
Gastos de Operación y Mantenimiento	(7,970)	(36,454)	(8,409)	(34,049)	(33,653)	(36,514)
Otros Ingresos Operativos	143	3,611	1,034	972	2,310	8,253
Utilidad Operativa	13,895	47,603	9,067	61,279	73,160	71,623
Otros Ingresos, netos	(513)	(1,659)	(1,034)	(1,813)	(1,392)	1,214
Gastos Financieros, netos	(6,325)	(25,590)	(7,156)	(28,639)	(28,666)	(31,176)
Movimiento neto en cuentas de diferimiento de actividades reguladas	0	317	0	(11,225)	(24,294)	(10,018)
Utilidad Neta	4,940	14,140	613	12,596	8,857	23,154

EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-23	Dic-22	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	2.37x	2.41x	1.88x	1.99x	1.91x	2.01x
Deuda Financiera / Pasivo	0.83x	0.83x	0.83x	0.78x	0.84x	0.86x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.98x	2.01x	1.55x	1.56x	1.61x	1.72x
Pasivo / Activo	0.70x	0.71x	0.65x	0.67x	0.66x	0.67x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.09x	0.09x	0.07x	0.12x	0.05x	0.10x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.91x	0.91x	0.93x	0.88x	0.95x	0.90x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	8.45x	9.06x	6.29x	6.06x	5.26x	5.76x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	2.91x	2.82x	1.62x	1.40x	3.93x	1.83x
Prueba Ácida ¹	2.78x	2.82x	1.59x	1.39x	3.91x	1.78x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	2.32x	2.41x	1.08x	1.02x	2.79x	0.95x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	156,210	153,513	31,570	33,913	96,698	59,486
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	56.05%	61.91%	67.75%	52.69%	49.36%	50.96%
Gastos Financieros / Ingresos	20.85%	22.33%	28.88%	22.69%	20.86%	24.05%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	67.52	85.22	116.64	104.98	124.31	180.20
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	44.41%	41.22%	36.40%	48.08%	52.29%	54.35%
Margen Neto	15.79%	12.24%	2.46%	9.88%	6.33%	17.57%
ROAA (*)	1.58%	1.19%	0.99%	1.18%	0.85%	2.30%
ROAE (*)	4.95%	3.82%	2.83%	3.49%	2.53%	6.92%
GENERACIÓN						
FCO (US\$ Miles)	(1,541)	35,703	(23036)	54,016	67,404	13,693
FCO anualizado (US\$ Miles)	57,199	35,703	36,273	54,016	67,404	13,693
FCO ajustado (**) (US\$ Miles)	11,193	59,625	(24,313)	82,610	97,120	43,095
FCO ajustado (**) anualizado (US\$ Miles)	95,132	59,625	56,425	82,610	97,120	43,095
EBITDA (US\$ Miles)	23,462	82,640	17,535	94,388	108,557	103,527
EBITDA LTM (US\$ Miles)	88,567	82,640	90,704	94,388	108,557	103,527
Margen EBITDA	74.98%	71.56%	70.40%	74.05%	77.60%	78.56%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	3.53x	3.20x	3.13x	3.26x	3.72x	3.27x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	2.29x	3.33x	4.40x	3.22x	3.56x	3.42x
FCO ajustado / Gastos Financieros (*)	2.51x	2.49x	2.80x	2.89x	3.27x	1.47x
FCO ajustado / Servicio de Deuda (*)	2.46x	2.40x	2.74x	2.82x	3.18x	1.42x

*Indicadores anualizados

** FCO + intereses pagados

¹Prueba 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 30.09.22)*	Perspectiva Anterior	Calificación Actual (al 31.12.22 y 31.03.23)	Perspectiva Actual	Definición de la Categoría Actual
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US\$300.0 millones)	AAA.pa	Estable	AAA.pa	Estable	Los emisores o emisiones calificados en AAA.pa cuentan con la calidad crediticia más fuerte en comparación con otros emisores o transacciones locales.

*Sesión de Comité del 17 de marzo de 2023.

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

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

Programa de Bonos Corporativos Rotativos hasta por US\$300.0 millones	
Emisor:	Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A.
Tipo de Instrumento:	Bonos Corporativos Rotativos
Moneda:	Dólares de los Estados Unidos de América.
Monto Autorizado:	US\$300.0 millones.
Plazo y Fecha de Vencimiento:	Será determinado mediante un suplemento no menos de 3 días hábiles antes de la fecha de oferta.
Tasa de Interés Promedio:	Podrá ser fija o variable. Será fijada por el Emisor antes de la fecha de oferta.
Pago de Capital:	Será determinado mediante suplemento al Prospecto informativo con no menos de 3 días antes de la fecha de oferta.
Pago de Interés:	Será determinado mediante suplemento al Prospecto informativo con no menos de 3 días antes de la fecha de oferta.
Respaldo:	Crédito general del Emisor.
Covenants:	<ol style="list-style-type: none"> Mantener en todo momento una razón de Cobertura de Servicio de Deuda mínima de 1.5x. Mantener en todo momento una relación de Deuda Neta/EBITDA < 8.5x (año 1), < 7.5x (año 2), < 7.0x (año 3), < 6.5x (año 4), < 6.0x (año 5). Mantener en todo momento una Razón de Deuda Neta/Patrimonio < 2.5x.
Saldo al 31 de marzo de 2023:	US\$250.00 millones
Serías Calificadas en Circulación:	A, B y C
Registro:	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 Empresas No Financieras aprobada el 14 de marzo de 2023. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2019, 2020, 2021 y 2022, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2022 y 2023 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.

© 2023 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 Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. 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 SÍMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES 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. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE 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, DIFUNDIR, 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES 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 crediticia o en la elaboración de las Publicaciones.

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 que 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 que 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, EVALUACIONES 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 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service 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, bajo el capítulo de "Investor Relations - Corporate Governance - Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Documentos constitutivos - 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 crediticia, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

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