

INFORME DE  
CALIFICACIÓNSesión de Comité:  
11 de marzo de 2024

## 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

Juan Carlos Alcalde  
Director – Credit Analyst  
[JuanCarlos.Alcalde@moodys.com](mailto:JuanCarlos.Alcalde@moodys.com)

Fernando Cáceres  
Associate Director – Credit Analyst  
[Fernando.Caceres@moodys.com](mailto: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 corrigió 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 estructural- 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 9.02x (8.98x al 30 de septiembre 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. Es de mencionar que, al cierre de septiembre 2023 y diciembre 2023, la Palanca Financiera ha continuado reduciéndose progresivamente.

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 encontró estrictamente relacionada a un cambio en el resguardo financiero Deuda Neta/EBITDA incumplido por ETESA al cierre del 2022 por los motivos expuestos anteriormente y la misma fue aprobada el 12 de octubre de 2023.

Respecto al análisis financiero de ETESA, al 30 de septiembre de 2023, los activos totalizaron US\$1,292.9 millones, aumentando 1.58% respecto del cierre de diciembre 2022, debido principalmente al crecimiento de 28.47% de las construcciones en proceso a causa de las adiciones al sistema principal de transmisión; asimismo, las otras cuentas por cobrar reguladas se incrementaron en 101.43% debido a los siguientes factores: (i) ingresos del Servicio de Operación Integrada – SOI, provenientes de las estimaciones de las operaciones del Centro Nacional de Despacho; y (ii) ingresos por la Ley 45, facturados al Ministerio de Economía y Finanzas por cargos dejados de percibir correspondiente a una exoneración según la señalada Ley. Los incrementos anteriores se vieron contrarrestados por la reducción de los niveles de efectivo (9.28%) ante los pagos por construcciones, adquisición de activos fijos y el pago de intereses principalmente. De igual manera, los activos fijos se redujeron 2.35% por efecto de la depreciación del ejercicio, mientras que el derecho de servidumbres retrocedió 5.80% por efecto de la amortización y de reclasificaciones. En relación a los ratios de liquidez, estos presentaron valores adecuados y similares a los observados a septiembre de 2022.

Al 30 de septiembre de 2023, los pasivos totales avanzaron en 0.89% respecto del cierre de 2022, principalmente por mayores préstamos de corto plazo e intereses por pagar. Cabe señalar que, a septiembre de 2023 se observó un menor saldo de obligaciones con proveedores las cuales contrarrestaron los incrementos anteriormente señalados. Adicionalmente, en dicho corte, se reclasificaron las obligaciones financieras por bonos locales del corto al largo plazo debido a que, en diciembre 2022, el auditor externo colocó dicho saldo como corriente ante el incumplimiento del resguardo financiero Deuda Neta/Ebitda, que superó el límite máximo establecido; sin embargo, dicha situación fue subsanada posteriormente. En relación con el patrimonio neto, este registró un aumento de 3.25% por efecto de los resultados del periodo. Es de señalar que tanto la Palanca Contable (Pasivo/Patrimonio) como la Palanca Financiera (Deuda Financiera / EBITDA) se redujeron ligeramente al cierre del tercer trimestre de 2023.

Por el lado de los resultados de la Compañía, al 30 de septiembre de 2023, la utilidad neta totalizó US\$12.1 millones, lo que representó un decremento interanual de 2.44%, explicado por los menores ingresos de transmisión producto de la reducción del Ingreso Máximo Permitido y el ajuste en las tasas de rentabilidad establecida en el último periodo tarifario. Asimismo, se registró un incremento del 20.67% en los gastos generales y administrativos a causa del refuerzo de las áreas operativas; y un mayor gasto de depreciación (10.08%) ante las capitalizaciones de proyectos realizadas. Lo anterior se vio compensado por el incremento en los otros ingresos, cuenta que registra las ventas de activos deteriorados. Por otro lado, los gastos financieros fueron menores en 8.15% respecto de septiembre de 2022 debido a que durante el ejercicio 2023 se traspasaron intereses a las partidas de construcción del activo fijo, atribuibles a los proyectos financiados con la última emisión de bonos. En relación con los indicadores de rentabilidad, estos no han presentado variaciones importantes en los periodos analizados.

En relación con la generación de caja de la Compañía, el Flujo de Caja de Operaciones (FCO) presentó se incrementó a US\$46.2 millones después de haber presentado niveles deficitarios al tercer trimestre del ejercicio 2022, lo que le permitió niveles adecuados de cobertura de los gastos financieros y del servicio de deuda.

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.

	Sep-23 LTM	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Activos (US\$/Miles)	1,292,924	1,272,778	1,097,771	1,034,317	1,039,864
Ingresos (US\$/Miles)	115,449	115,483	127,465	139,900	131,788
EBITDA (US\$/Miles)	84,078	82,640	94,388	108,557	103,527
Deuda Financiera / EBITDA	8.98x	9.02x	6.06x	5.26x	5.76x
EBITDA / Gastos Financieros	3.50x	3.20x	3.26x	3.72x	3.27x
FCO ajustado* / Servicio de la Deuda	8.36x	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), < 7.5x (año 2), < 7.0x (año 3), < 6.5x (año 4) y < 7.0x (año 5 en adelante)	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 a partir de 2019.

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. 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, a enero de 2024, presentó un avance de obra del 70.0%.

### **Desarrollos Recientes**

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 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.

El 28 de agosto de 2023, mediante comunicado público de hecho de importancia, la Compañía informó su intención de modificar ciertos términos y condiciones del programa rotativo de bonos corporativos. La enmienda tuvo como único propósito modificar el numeral 12 Obligaciones de Hacer y No Hacer de la Sección III (A) en lo que respecta al monto máximo de la Razón Deuda Neta sobre EBITDA,

estableciendo para ello un valor de 7.0x para el año 5 en adelante (antes 6.0x para el año 5 y 5.5x para el año 6 en adelante). Posteriormente, mediante Resolución N° SMV-406-2023 de fecha 12 de octubre de 2023 se resolvió registrar la modificación de los términos y condiciones señalados.

## EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA, S.A.

## Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-23	Dic-22	Sep-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1,292,924</b>	<b>1,272,778</b>	<b>1,244,339</b>	<b>1,097,771</b>	<b>1,034,317</b>	<b>1,039,864</b>
Efectivo y Depósitos en Bancos	183,947	202,769	203,564	85,966	91,930	68,553
Otras Cuentas por Cobrar Reguladas	23,978	11,904	-	-	-	-
Cuentas por Cobrar, Netas	22,687	23,136	36,465	31,536	37,062	59,558
<b>Activo Corriente</b>	<b>237,299</b>	<b>237,808</b>	<b>244,874</b>	<b>118,296</b>	<b>129,704</b>	<b>131,357</b>
Inmuebles, Planta y Equipo, neto	712,497	729,624	706,498	663,473	617,424	599,649
Construcciones en Proceso	196,747	153,144	148,724	180,887	143,103	145,146
Derechos de Servidumbres	105,068	111,542	106,280	102,001	104,914	109,798
<b>Activo No Corriente</b>	<b>1,055,625</b>	<b>1,034,970</b>	<b>999,465</b>	<b>979,476</b>	<b>904,612</b>	<b>908,506</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>907,775</b>	<b>899,738</b>	<b>872,020</b>	<b>730,936</b>	<b>679,434</b>	<b>694,215</b>
Préstamos Bancarios de Corto Plazo	6,000	-	-	-	-	25,000
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	-	248,801	-	-	-	-
Cuentas por pagar	56,262	60,235	49,849	70,178	19,300	24,696
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>91,027</b>	<b>333,096</b>	<b>62,971</b>	<b>84,383</b>	<b>33,007</b>	<b>71,871</b>
Bonos por Pagar Internacionales	496,967	496,967	492,780	496,274	496,496	496,621
Bonos por Pagar Locales	250,000	-	250,000	75,000	74,594	74,518
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>816,748</b>	<b>566,642</b>	<b>809,049</b>	<b>646,553</b>	<b>646,428</b>	<b>622,344</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>385,149</b>	<b>373,040</b>	<b>372,319</b>	<b>366,836</b>	<b>354,882</b>	<b>345,649</b>
Capital Social	124,872	124,872	124,872	124,872	124,872	124,872
Aporte de Capital por Subvención	57,893	57,893	61,740	68,667	68,667	68,667
Utilidades retenidas de periodos anteriores	210,304	198,196	192,839	180,427	167,831	157,876

## Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-23	Dic-22	Sep-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Ingresos	90,566	115,483	90,600	127,465	139,900	131,788
Costos Operativos	-	-	-	-	-	-
<b>Resultado Bruto</b>	<b>90,566</b>	<b>115,483</b>	<b>90,600</b>	<b>127,465</b>	<b>139,900</b>	<b>131,788</b>
Gastos de Operación y Mantenimiento	(27,283)	(36,454)	(25,744)	(34,049)	(33,653)	(36,514)
Otros Ingresos Operativos	6,502	3,611	3,491	972	2,310	8,253
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>41,455</b>	<b>47,603</b>	<b>42,611</b>	<b>61,279</b>	<b>73,160</b>	<b>71,623</b>
Otros Ingresos, netos	(1,952)	(1,659)	(810)	(1,813)	(1,392)	1,214
Gastos Financieros, netos	(21,719)	(25,590)	(23,433)	(28,639)	(28,666)	(31,176)
Movimiento neto en cuentas de diferimiento de actividades reguladas	-	317	(639)	(11,225)	(24,294)	(10,018)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>12,108</b>	<b>14,140</b>	<b>12,412</b>	<b>12,596</b>	<b>8,857</b>	<b>23,154</b>

## EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-23	Dic-22	Sep-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	2.36x	2.41x	2.34x	1.99x	1.91x	2.01x
Deuda Financiera / Pasivo	0.83x	0.83x	0.85x	0.78x	0.84x	0.86x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.95x	2.00x	2.00x	1.56x	1.61x	1.72x
Pasivo / Activo	0.70x	0.71x	0.70x	0.67x	0.66x	0.67x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.10x	0.37x	0.07x	0.12x	0.05x	0.10x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.90x	0.63x	0.93x	0.88x	0.95x	0.90x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	8.98x	9.02x	8.46x	6.06x	5.26x	5.76x
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	2.61x	0.71x	3.89x	1.40x	3.93x	1.83x
Prueba Ácida <sup>1</sup>	2.53x	0.71x	3.81x	1.39x	3.91x	1.78x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	2.28x	0.61x	3.23x	1.02x	2.79x	0.95x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	146,272	(95,287)	181,903	33,913	96,698	59,486
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos Operativos / Ingresos	61.41%	61.91%	56.82%	52.69%	49.36%	50.96%
Gastos Financieros / Ingresos	24.18%	22.33%	26.13%	22.69%	20.86%	24.05%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	88.17	85.22	105.59	104.98	124.31	180.20
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	45.77%	41.22%	47.03%	48.08%	52.29%	54.35%
Margen Neto	13.37%	12.24%	13.70%	9.88%	6.33%	17.57%
ROAA (*)	1.09%	1.19%	1.04%	1.18%	0.85%	2.30%
ROAE (*)	3.65%	3.82%	3.24%	3.49%	2.53%	6.92%
<b>GENERACIÓN</b>						
FCO (US\$ Miles)	46,248	35,703	(7,432)	54,016	67,404	13,693
FCO anualizado (US\$ Miles)	89,383	35,703	(223)	54,016	67,404	13,693
FCO ajustado (**) (US\$ Miles)	61,531	59,625	20,585	82,610	97,120	43,095
FCO ajustado (**) anualizado (US\$ Miles)	100,571	59,625	43,264	82,610	97,120	43,095
EBITDA (US\$ Miles)	69,785	82,640	68,347	94,388	108,557	103,527
EBITDA LTM (US\$ Miles)	84,078	82,640	87,837	94,388	108,557	103,527
Margen EBITDA	77.05%	71.56%	75.44%	74.05%	77.60%	78.56%
<b>COBERTURAS</b>						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	3.50x	3.20x	2.86x	3.26x	3.72x	3.27x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	6.99x	3.33x	2.01x	3.22x	3.56x	3.42x
FCO ajustado / Gastos Financieros (*)	8.99x	2.49x	0.99x	2.89x	3.27x	1.47x
FCO ajustado / Servicio de Deuda (*)	8.36x	2.40x	0.99x	2.82x	3.18x	1.42x

\*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 31.12.22 y 31.03.23)*	Perspectiva Anterior	Calificación Actual (al 30.09.23)	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 12 de septiembre 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	
<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 1.5x.</li> <li>Mantener en todo momento una relación de Deuda Neta/EBITDA &lt; 8.5x (año 1), &lt; 7.5x (año 2), &lt; 7.0x (año 3), &lt; 6.5x (año 4), &lt; 7.0x (año 5 en adelante).</li> <li>Mantener en todo momento una Razón de Deuda Neta/Patrimonio &lt; 2.5x.</li> </ol>
<b>Saldo al 30 de septiembre de 2023:</b>	US\$250.00 millones
<b>Series Calificadas en Circulación:</b>	A, B y C
<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 (<https://www.moodylocal.com/country/pa/>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. 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 30 de septiembre 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. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Calificación de Empresas No Financieras publicada en la página web de la empresa el 14 de marzo de 2023.

© 2024 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 LAS FILIALES DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS 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 SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S. 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 LOS MATERIALES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES 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 MATERIALES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES 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 PERO NO LIMITADA A 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 DICHO FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

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 los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad 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 directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, 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 directores, oficiales, 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, subsidiaria de propiedad total 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. MCO y Moody's Investors Service también mantienen 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 afiliaciones que pudieran existir entre directores 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.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores - Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza 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 una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte (según se define en los Símbolos y Definiciones de Calificación de Moody's Investors Service): Por favor notar que una Opinión de la Segunda Parte ("OSP") no es una "calificación crediticia". La emisión de OSPs no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSPs se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.