

Panamá, 04 de agosto de 2020

Señores
Bolsa de Valores de Panamá
Avenida Federico Boyd, Edificio BVP
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación ETESA
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Con la presente, informamos a la Bolsa de Valores de Panamá que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió el día de hoy 04 de agosto de 2020 para tratar la Calificación de Instrumentos de ETESA.

Al respecto, nos permitimos anexar el citado Informe de Calificación que se explica por sí solo.

Sin más por el momento.

Saludos Cordiales,



Juan Manuel Martans
General Manager

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
4 de agosto de 2020

Actualización

CALIFICACIÓN*

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

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	AAA.pa

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

Ana Lorena Carrizo
VP – Senior Analyst / Manager
ana.carrizo@moodys.com

María Gabriela Sedda
Associate Analyst
maria.sedda@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

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

Resumen

Moody's Local ratifica, y retira la presión para un posible *downgrade*, la calificación AAA.pa otorgada 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.

El retiro de la presión hacia un posible *downgrade* en la calificación obedece a las nuevas proyecciones por parte de Emisor, en las cuales se descarta un apalancamiento adicional para financiar la construcción de la Cuarta Línea de Transmisión, considerando que ETESA estará proponiendo que el proyecto se haga mediante la modalidad DBFM (*Design, Build, Finance and Maintain*) por medio de una Asociación Público-Privada (APP) de conformidad con lo establecido en la Ley 93 del 19 de septiembre de 2019, en lugar de bajo la modalidad Llave en Mano.

La categoría otorgada al Programa recoge el soporte implícito que le otorga su accionista, el Gobierno de Panamá, a lo cual se suma la condición de monopolio natural que mantiene ETESA y la naturaleza de las operaciones de índole de Seguridad Nacional. Pondera igualmente de manera favorable la consistente mejora lograda en el EBITDA e indicadores de rentabilidad a partir del año 2018, a raíz de la entrada en operación de la Tercera Línea de Transmisión, así como la importante mejora en los indicadores de liquidez y expectativa de que los mismos se mantengan en niveles adecuados considerando que el CAPEX futuro se estará financiando mediante emisiones de Bonos Corporativos a mediano plazo. Adicionalmente, la calificación considera como un factor positivo los resguardos financieros que mantiene el Programa de Bonos Corporativos calificado, los cuales se miden anualmente y muestran una amplia holgura, tanto al cierre fiscal diciembre 2019, como en los siguientes años, de acuerdo a las proyecciones recibidas.

Sin embargo, es importante señalar el entorno operativo desafiante en que se encuentra el Emisor a la fecha, debido a la pandemia COVID-19 y la promulgación de la Ley 152 que establece la suspensión temporal del pago de servicios públicos de energía eléctrica, telefonía fija y móvil e internet a los individuos que hayan sido afectados con una medida de suspensión o terminación de su contrato de trabajo o se le haya reducido su jornada laboral, a los trabajadores independientes, micro y pequeñas empresas que hayan sido afectados en sus ingresos, así como a los dueños de restaurantes, bares, casinos, medios de transporte de servicio público o privado que hayan sido afectados en sus ingresos. En respuesta a dicha Ley, la Asociación Nacional de Servicios Públicos (ASEP) emitió la Resolución 16095 del 21 de mayo de 2020, en la cual permite a los participantes del mercado mayorista de electricidad, realizar pagos parciales al Mercado Ocasional debido al déficit en sus recaudaciones, como consecuencia de la aplicación de la Ley 152, por lo que el flujo de caja de ETESA podría verse impactado como consecuencia del cobro parcial de las cuentas por cobrar a las compañías distribuidoras y generadoras de energía que se hayan visto impactadas por la aplicación de dicha Ley. Según lo manifestado por el Emisor, se estima que la afectación en el flujo de efectivo de ETESA sea de aproximadamente US\$40 millones, la cual sería compensada por una disminución equivalente en las inversiones de CAPEX programadas para el 2020, las cuales se estarían postergando para el siguiente año.

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

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

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

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Incremento en la Palanca Financiera de ETESA como resultado de un aumento de la deuda financiera y/o disminución relevante en la generación del Emisor, 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-20 LTM	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Activos (US\$/Miles)	1,029,899	1,039,864	974,735	859,031	511,037
Ingresos (US\$/Miles)	135,143	131,788	125,607	106,616	66,831
EBITDA (US\$/Miles)	105,289	103,527	82,674	35,159	23,352
Deuda Financiera / EBITDA	5.58	5.76	5.96	3.95	5.32
EBITDA / Gastos Financieros	3.17	3.27	4.07	4.60	5.31
FCO ajustado* / Servicio de la Deuda	3.95	1.42	0.51	13.65	4.52

* FCO + intereses pagados

Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Tabla 2

Resguardos del Programa de Bonos Corporativos*

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

*El indicador se medirá anualmente a partir del 31 de diciembre de 2019

Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Generalidades

Perfil de la Compañía

Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. (ETESA) 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 está vigente hasta el año 2024, prorrogable a solicitud de ETESA.

ETESA fue constituida en 1998 como resultado de la reestructuración del Instituto de Recursos Hidráulicos y Electrificación (IRHE). 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 en julio de 2023. El proyecto mantiene como objetivo aumentar la capacidad del sistema, permitiendo trasladar la energía renovable del occidente del país a los centros de consumo e importar la energía disponible en el Mercado Eléctrico Regional. Con el fin de que la construcción del proyecto pueda comenzar en la estación seca del 2020 -luego de cumplir con los estudios técnicos, ambientales sociales, así como todos los aspectos que contemplan las leyes locales- ETESA convocó a una primera licitación en el 2018, recibiendo propuestas técnicas de distintas empresas que finalmente no cumplieron con los requisitos técnicos 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 gestión, ETESA 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. El Emisor inclusive en sus proyecciones anteriores contemplaba un financiamiento adicional por US\$500 millones, así como el CAPEX correspondiente. Sin embargo, luego de realizar el estudio y, considerando la coyuntura actual, ETESA estará proponiendo que el proyecto se haga mediante la modalidad DBFM por medio de una APP. Se espera que la precalificación se lleve a cabo en el último trimestre de 2020 y que se adjudique la obra en 2021.

Desarrollos Recientes

Desde la propagación del COVID-19 a nivel mundial y ante el Estado de Emergencia Nacional y Cuarentena Total que se encuentra el país, el Gobierno de Panamá, la Superintendencia de Bancos de Panamá (SBP) y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) vienen implementando una serie de disposiciones y medidas que tienen como último fin evitar que se rompa la cadena de pagos de la economía, así como preservar la solvencia y liquidez, tanto en el sistema financiero como en los diversos sectores de la economía. Una de las medidas anunciadas corresponde a la promulgación de la Ley 152 del 4 de mayo de 2020, por medio de la cual establecen un periodo de moratoria para el pago de servicios públicos a los individuos u empresas cuyos ingresos hayan sido afectados por las medidas tomadas por el Gobierno a fin de contener la pandemia. La moratoria otorgada es por un periodo de 4 meses, retroactivo a partir del 1 de marzo de 2020 y la deuda acumulada será prorrateada para ser cancelada en un periodo de hasta 3 años, sin que genere ningún tipo de interés ni afecte el historial crediticio del cliente. En respuesta a dicha Ley, la Asociación Nacional de Servicios Públicos (ASEP) emitió la Resolución 16095 del 21 de mayo de 2020, en la cual permite a los participantes del mercado mayorista de electricidad, realizar pagos parciales al Mercado Ocasional debido al déficit en sus recaudaciones, como consecuencia de la aplicación de la Ley 152

Considerando que la licitación para la construcción de la Cuarta Línea de Transmisión 1 fue declarada desierta debido a que las empresas que presentaron sus propuestas fueron descalificadas por no cumplir con los requisitos mínimos establecidos en el pliego de la licitación, la Gerencia de ETESA se encuentra evaluando la figura que van a utilizar para garantizar el financiamiento y desarrollo del proyecto, los aspectos técnicos y los impactos medioambientales y sociales que conlleva la ejecución de este. La evaluación incluye la necesidad de determinar si el proyecto para el diseño, construcción, suministro, instalación, puesta en marcha, operación y mantenimiento de la Cuarta Línea de Transmisión Eléctrica. Luego de realizar el estudio y, considerando la coyuntura actual, ETESA estará proponiendo que el proyecto se haga mediante la modalidad Diseño, Construcción, Financiamiento y Mantenimiento (DBFM) por medio de una Asociación Público-Privada (APP), en lugar de bajo la modalidad Llave en Mano, en la cual el financiamiento lo asumiría ETESA. Se espera que la precalificación se lleve a cabo en el último trimestre de 2020 y que se adjudique la obra en 2021. Cabe resaltar que las proyecciones recibidas recientemente ya no contemplan el financiamiento adicional por US\$500 millones en el año 2023 que presentaron en las

¹ que cruzará todo el país a lo largo de la costa Atlántica, desde el lado oeste en Chiriquí Grande en la Provincia de Bocas del Toro, hasta la ciudad de Panamá,

proyecciones anteriores recibidas en enero 2020, por lo que se espera que el proyecto de la Cuarta Línea de Transmisión Eléctrica se haga mediante la figura de APP.

En abril 2020 MIS realizó una revisión de portafolio y no realizó cambios a la calificación de deuda a largo plazo otorgada por Moody's Investors Services en abril 2019 de Baa1 con perspectiva estable.

Análisis Financiero de EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA, S.A.

Activos y Liquidez

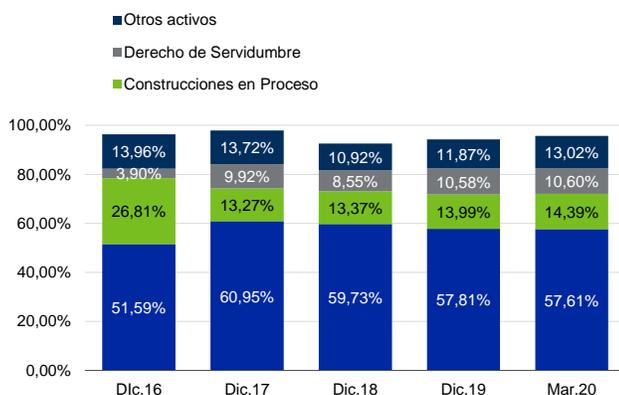
AUMENTO EN ACTIVOS Y CONSISTENTE MEJORA EN LOS NIVELES DE LIQUIDEZ

Al 31 de diciembre de 2019, los activos de ETESA aumentaron 6.68% con respecto a diciembre 2018, sustentado principalmente en el mayor Efectivo producto de las emisiones de Bonos tanto en el mercado local como internacional, aunado a un aumento en los activos productivos (Inmuebles, Planta y Equipo, Construcciones en Proceso) y en el pago de Derechos de Servidumbres relacionadas a proyectos para mejorar la eficiencia de las líneas de transmisión. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por i) el menor saldo de Cuentas por Cobrar a las empresas generadoras de energía, ii) la cancelación de la partida activos de contratos, la cual mantenía un saldo de US\$24.2 millones a diciembre 2018, y estaba relacionada a servicios brindados del 1 de enero al 30 de junio de 2017, los cuales no habían sido facturados a los agentes del mercado, a raíz del atraso en la aplicación del nuevo pliego tarifario por parte del Regulador y se había acordado que los mismos serían facturados en el periodo del 1 de enero al 30 de junio de 2019, iii) la amortización de la Cuenta de Diferimiento de Actividades Reguladas, la cual corresponde a la recuperación -en un periodo de cuatro años- de una cuenta de US\$40.0 millones relacionada a los costos incurridos de manera extraordinaria por ETESA en el ejercicio 2017 por la generación obligada a raíz del retraso en las obras de la Tercera Línea de Transmisión. Al cierre del primer trimestre del periodo fiscal 2020, los activos muestran un aumento interanual de 3.16% atribuido principalmente a mayores niveles de efectivo.

Los niveles históricos de liquidez de ETESA previos al año 2018 han sido bajos debido a que el Emisor financiaba sus inversiones de CAPEX con deuda a corto plazo. Sin embargo, producto de las emisiones de Bonos, que reemplazó financiamientos a corto plazo, el capital de trabajo de ETESA retornó a niveles positivos y los índices de liquidez alcanzaron niveles superiores a 1.0x. De esta manera, tanto al 31 de diciembre de 2019 como al 31 de marzo de 2020, tanto el capital de trabajo como los índices de liquidez muestran una mejora significativa, producto del incremento substancial en los niveles de Efectivo detallados en el párrafo anterior, aunado a una disminución importante en las Cuentas por Pagar producto del uso de excedentes de efectivo para disminuir pasivos.

Gráfico 1

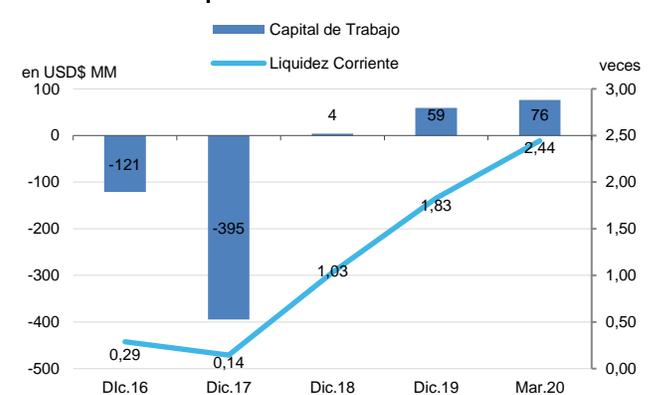
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

Indicadores de liquidez



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

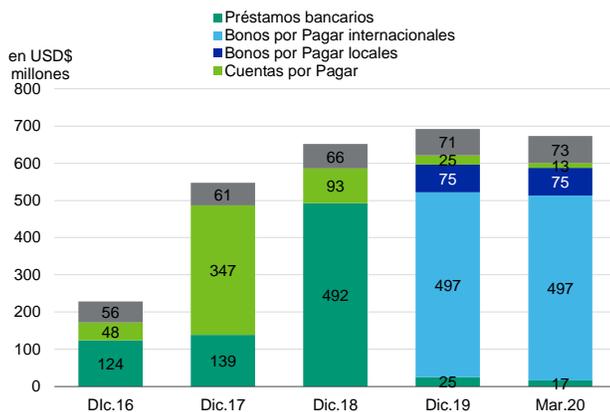
Estructura Financiera y Solvencia

A PESAR DEL AUMENTO EN LA DEUDA, LA PALANCA FINANCIERA DISMINUYE PRODUCTO DEL MAYOR EBITDA

Al 31 de diciembre de 2019, los pasivos de ETESA exhibieron un crecimiento de 6.92% respecto al cierre fiscal 2018, explicado principalmente por las emisiones de Bonos en el mes de abril de 2019 (US\$500.0 millones en el mercado internacional y US\$75.0 millones en el mercado local), que fueron utilizadas para cancelar el financiamiento a mediano plazo obtenido con Citibank NY por US\$400.0 millones y pagar anticipadamente financiamientos de corto plazo obtenidos de la Caja de Ahorros, de la Corporación Andina de Fomento, del Banco Nacional de Panamá y del Banco General para fundear CAPEX. Al 31 de marzo de 2020, los pasivos de ETESA no muestran cambios significativos, reportando un ligero aumento de 1.63%.

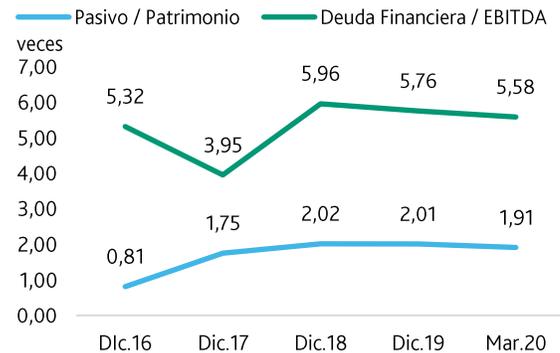
Con relación al cumplimiento de resguardos financieros, el Programa Rotativo de Bonos Corporativos calificado por Moody's Local establece que ETESA debe cumplir, al cierre de cada ejercicio fiscal, con ciertos *covenants* que se detallan en la Tabla 2 anterior. A pesar del aumento en la deuda financiera de ETESA, tanto la Palanca Financiera como Contable no muestran incrementos al 31 de diciembre de 2019 ni al 31 de marzo de 2020, lo cual se asocia a un aumento del EBITDA, según se muestra 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**INCREMENTO EN LAS TARIFAS DEBIDO A LA ENTRADA EN OPERACIÓN DE LA TERCERA LINEA DE TRANSMISIÓN**

A pesar de los mayores gastos financieros asociados a las emisiones de Bonos, y un mayor impuesto sobre la renta pagado en el período fiscal 2019, ETESA reportó un aumento de 79.05% en su utilidad neta al 31 de diciembre de 2019, lo cual recoge principalmente los mayores ingresos recaudados por ETESA, así como menores gastos de transmisión al incorporar las operaciones de la Tercera Línea de Transmisión.

Al 31 de diciembre de 2019, los ingresos del Emisor aumentaron en 4.92%, producto de los mayores ingresos percibidos por transmisión de energía (+3.04%), los cuales están relacionados a la entrada en operación comercial de nuevos activos productivos, aunado a un incremento de 24.73% en los ingresos provenientes de operaciones integradas (principalmente del Centro Nacional de Despacho), debido a ajustes en los pagos recibidos por la prestación de dichos servicios como consecuencia del ajuste en el costo de los mismos (ver Gráfico 5). Los ingresos de transmisión y conexión a diciembre 2019 por un total de US\$116.5 millones provenían en un 80.40% de las compañías distribuidoras de energía, 18.05% de las compañías generadoras de energía y el remanente 1.55% de los agentes de mercado. Con relación a los gastos de operación, al 31 de diciembre de 2019, ETESA registra una disminución de 24.82% en los mismos como resultado principalmente de una importante reducción los gastos de transmisión, debido a la reducción en el pago por la Generación Obligada a las empresas generadoras ubicadas en el occidente del país a raíz de la indemnización por no haber contado con el 100% de la Tercera línea de Transmisión en enero de 2017, así como en los gastos de reparación y mantenimiento y de provisión para pasivos de litigios.

Las mayores utilidades generadas por ETESA, aunadas a un aumento en la tasa impositiva a 30%, luego de la culminación del periodo de vigencia de una reducción en la tasa impositiva que prevaleció durante el 2018, trajo como resultado que el Emisor pagase un mayor impuesto sobre la renta durante el periodo fiscal 2019, lo cual fue mitigado por la disminución de 36.45% (de US\$15.8 millones a US\$10.0 millones) en el monto amortizado a la cuenta de diferimiento en actividades reguladas correspondiente a la recuperación de una cuenta de US\$40 millones relacionada a los costos extraordinarios por generación obligada que serán recuperados por ETESA en un plazo de cuatro años. El Emisor reportó un incremento de 79.05% en su utilidad neta al 31 de diciembre de 2019, al situarse la misma en US\$23.2 millones, desde US\$12.9 millones obtenidos a diciembre 2018, lo cual recoge todo lo anterior expuesto.

Al 31 de marzo de 2020, pese a un aumento de 10.53% en los ingresos (principalmente de transmisión) y una reducción de 3.64% en los gastos operativos (especialmente generales y administrativos), ETESA reporta una disminución de 14.64% en sus utilidades como consecuencia del efecto combinado de mayores gastos de intereses (+25.03%) asociados a las emisiones de bonos realizadas en abril 2019, aunado a la ausencia de ingresos por participación en la ganancia de inversiones en asociadas, los cuales no habían sido registrados

al cierre de marzo y serán registrados posteriormente. Producto de los mayores resultados, los márgenes e indicadores de rentabilidad de ETESA mejoran, según se muestra en los Gráficos 5 y 6, respectivamente.

Gráfico 5

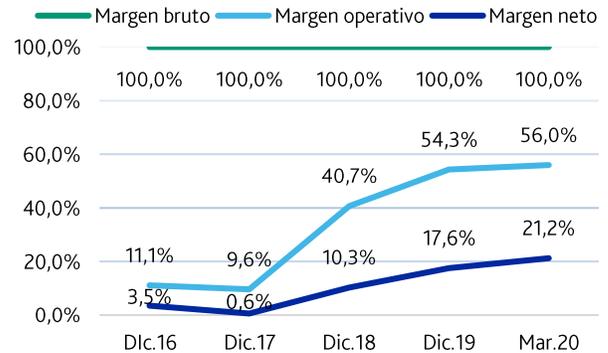
Ingresos por Rubro



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6

Evolución de los Márgenes



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Generación y Capacidad de Pago

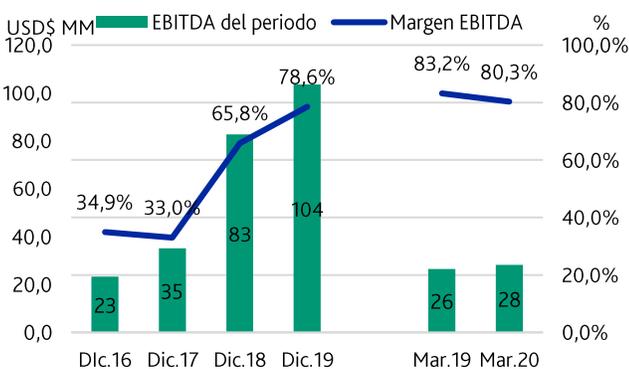
A PESAR DE LA MEJORA EN EL EBITDA, LA COBERTURA DE LOS GASTOS FINANCIEROS SE AJUSTA

El EBITDA de ETESA al 31 de diciembre de 2019 exhibió un incremento de 25.22% sustentado en el efecto combinado de los mayores ingresos y menores gastos de transmisión explicados anteriormente, permitiendo que el margen EBITDA mejore al situarse en 78.56%, desde 65.82% a diciembre 2018. A marzo 2020 continúa la tendencia de aumento, mostrando un incremento interanual de 6.60% (ver Gráfico 7). No obstante lo anterior, a pesar del aumento en el EBITDA, la cobertura de los gastos financieros a diciembre 2019 y marzo 2020 disminuye como producto de las recientes emisiones de Bonos realizadas en abril 2019, tanto en el mercado local como internacional. La cobertura del Servicio de Deuda; sin embargo, mejora como resultado de la disminución de la porción corriente de deuda, considerando que ambas emisiones mantienen un esquema de amortización *bullet*.

Al 31 de diciembre de 2019, ETESA reportó un Flujo de Caja Operativo (FCO) de US\$13.7 millones, comparado a los US\$-7.9 millones reportados a diciembre 2018. A marzo de 2020 el FCO correspondiente a los últimos 12 meses aumenta significativamente a US\$74.5 millones, considerando que el FCO a marzo 2019 fue de US\$-67.2 millones como resultado de una disminución en las cuentas por pagar a proveedores de materiales y suministros. Cabe señalar que, Moody's Local ajusta el FCO devolviéndole los intereses pagados del periodo a fin de tomar el mismo para los indicadores de cobertura. Las coberturas, tanto a diciembre 2019 como a marzo 2020, reportan una mejora importante, producto del aumento en FCO anualizado.

Gráfico 7

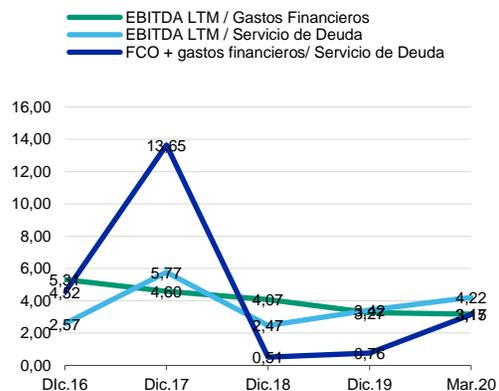
Evolución del EBITDA



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-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
TOTAL ACTIVO	1,029,899	1,039,864	998,319	974,735	859,031	511,037
Efectivo y Depósitos en Bancos	81,089	68,553	10,540	19,469	26,702	10,539
Cuentas por Cobrar, Netas	44,937	59,558	84,134	72,374	18,383	19,074
Activos de Contratos	0	0	19,317	24,164	17,712	0
Activo Corriente	128,820	131,357	113,992	116,009	66,717	49,223
Inmuebles, Planta y Equipo, neto	592,064	599,649	576,034	582,228	523,548	263,665
Construcciones en Proceso	147,860	145,146	160,082	130,299	114,024	137,009
Derechos de Servidumbres	108,973	109,798	82,675	83,345	85,242	19,937
Activo No Corriente	901,080	908,506	884,327	858,728	792,314	461,815
TOTAL PASIVO	676,063	694,215	665,223	651,454	547,178	228,632
Préstamos Bancarios de Corto Plazo	16,667	25,000	80,000	0	96,771	96,850
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	0	0	1,979	8,426	3,816	4,668
Cuentas por pagar	12,618	24,696	44,504	93,187	347,495	48,255
Pasivo Corriente	52,712	71,871	138,285	112,356	461,385	170,348
Porción No Corriente de la Deuda a Largo Plazo	0	0	471,106	483,932	38,408	22,696
Bonos por Pagar Internacionales	496,650	496,621	0	0	0	0
Bonos por Pagar Locales	74,537	74,518	0	0	0	0
Pasivo No Corriente	623,322	622,344	526,938	539,099	85,792	58,284
TOTAL PATRIMONIO NETO	353,906	345,649	333,095	323,283	311,853	282,405
Capital Social	124,872	124,872	124,872	124,872	124,872	124,872
Aporte de Capital por Subvención	68,667	68,667	68,667	68,667	68,667	39,841
Resultados Acumulados	165,344	157,876	144,534	134,721	123,091	122,469

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos	35,208	131,788	31,853	125,607	106,616	66,831
Costos Operativos	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Margen Operativo	35,208	131,788	31,853	125,607	106,616	66,831
Gastos de Operación y Mantenimiento	(7,728)	(36,514)	(8,020)	(48,570)	(74,341)	(46,107)
Otros Ingresos Operativos	779	8,253	2,663	5,637	2,885	2,627
Utilidad Operativa	19,708	71,623	18,997	51,099	10,233	7,414
Otros Ingresos, netos	0	1,214	1,078	1,623	594	530
Gastos Financieros, netos	(7,352)	(31,176)	(5,953)	(20,045)	(7,440)	(4,160)
Movimiento neto en cuentas de diferimiento de actividades reguladas	(1,696)	(10,018)	(1,623)	(15,764)	0	0
Utilidad Neta	7,469	23,155	8,750	12,932	622	2,339

EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	1.91x	2.01x	2.00x	2.02x	1.75x	0.81x
Deuda Financiera / Pasivo	0.87x	0.86x	0.83x	0.76x	0.25x	0.54x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.66x	1.72x	1.66x	1.52x	0.45x	0.44x
Pasivo / Activo	0.66x	0.67x	0.67x	0.67x	0.64x	0.50x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.08x	0.10x	0.21x	0.17x	0.84x	0.75x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.92x	0.90x	0.79x	0.83x	0.16x	0.25x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	5.58x	5.76x	5.60x	5.96x	3.95x	5.32x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	2.44x	1.83x	0.82x	1.03x	0.14x	0.29x
Prueba Ácida ¹	2.39x	1.78x	0.82x	1.03x	0.14x	0.27x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	1.54x	0.95x	0.68x	0.17x	0.06x	0.29x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	76,108	59,487	(24,293)	3,654	(394,668)	(121,125)
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	46.23%	63.81%	66.19%	63.81%	93.11%	92.84%
Gastos Financieros / Ingresos	21.22%	24.05%	18.76%	16.16%	7.18%	6.58%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	176.17	180.20	205.21	130.06	63.24	74.72
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	55.98%	54.35%	59.64%	40.68%	9.60%	11.09%
Margen Neto	21.21%	17.57%	27.47%	10.30%	0.58%	3.50%
ROAA (*)	2.16%	2.30%	n.d	1.41%	0.09%	0.48%
ROAE (*)	6.37%	6.92%	n.d	4.07%	0.21%	0.83%
GENERACIÓN						
FCO (US\$ Miles)	19,043	13,693	(41,769)	(7,578)	80,900	36,605
FCO anualizado (US\$ Miles)	74,505	13,693	(67,204)	(7,578)	80,900	36,605
FCO ajustado (**) (US\$ Miles)	20,432	23,095	(34,940)	17,511	83,179	41,014
FCO ajustado (**) anualizado (US\$ Miles)	78,467	23,095	n.d	17,511	83,179	41,014
EBITDA (US\$ Miles)	28,259	103,527	26,496	82,674	35,159	23,352
EBITDA LTM (US\$ Miles)	105,289	103,527	98,768	82,674	35,159	23,352
Margen EBITDA	80.26%	78.56%	83.18%	65.82%	32.98%	34.94%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	3.17x	3.27x	4.52x	4.07x	4.60x	5.31x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	4.22x	3.42x	n.d	2.47x	5.77x	2.57x
FCO ajustado / Gastos Financieros (*)	4.11x	1.47x	n.d	0.86x	10.87x	9.33x
FCO ajustado / Servicio de Deuda (*)	3.95x	1.42x	n.d	0.52x	13.65x	4.52x

*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 (30.09.19) *	Calificación Actual (al 31.12.19 y 31.03.20)	Definición de Categoría Actual
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US\$300.0 millones)	AAA.pa	AAA.pa	Refleja la capacidad más alta de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados.

*Sesión de Comité del 11 de febrero de 2020

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

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

Programa de Bonos Corporativos Rotativos hasta por US\$300.0 millones	
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 1.5 veces. Mantener en todo momento una relación de Deuda Neta/EBITDA inferior a 8.5 veces (año 1), 7.5 veces (año 2), 7.0 veces (año 3), 6.5 veces (año 4), 6.0 veces (año 5). Mantener en todo momento una Razón de Deuda Neta/Patrimonio inferior a 2.5 veces.
Saldo al 31 de marzo de 2020:	US\$75.00 millones
Series Calificadas en Circulación:	A
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. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2019 y 2020 de Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A., así como el Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por 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.

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

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

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL. TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, 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 DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

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

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

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

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

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

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

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

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

Mediante el presente instrumento, MJJK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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