Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Bella Vista
Ciudad de Panamá, Panamá
507.214.3790 tel
507.214.3790 fax
moodyslocal.com

Panamá, 24 de agosto de 2021

Señores
LATINEX
Avenida Federico Boyd, Edificio LATINEX
Bella Vista, Panamá

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

Estimados:

Con la presente, informamos a LATINEX que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió hoy 24 de agosto de 2021 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

MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
24 de agosto de 2021

Actualización

CALIFICACIÓN*

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

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	AAA.pa

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

CONTACTOS

Leyla Krmelj
VP Senior Credit Officer / Rating Manager
leyla.krmelj@moodys.com

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

Marcelo Gómez
Analyst
marcelo.gomez-non-empl@moodys.com

Javier Chávez
Associate Analyst
javier.chavez@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

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

Resumen

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

La categoría otorgada al Programa recoge el soporte implícito que le otorga su accionista, el Gobierno de Panamá, a lo cual se suma la condición de monopolio natural que mantiene ETESA y la naturaleza de las operaciones de índole de Seguridad Nacional. Así también, pondera favorablemente la estructura de ingresos de ETESA, la cual está en función de sus activos productivos registrados, hecho que le permite ajustar las tarifas para cubrir tanto los gastos de capital (CAPEX) como los costos operativos, plasmado en la tendencia creciente de sus ingresos. También se ponderan los adecuados indicadores de cobertura del Servicio de Deuda tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo, a pesar de los resultados mixtos exhibidos al cierre de 2020 y al primer trimestre de 2021, así como la importante mejora en los indicadores de liquidez y expectativa de que los mismos se mantengan en niveles adecuados. Adicionalmente, la calificación considera como un factor positivo los resguardos financieros que mantiene el Programa de Bonos Corporativos calificado, los cuales se miden anualmente y se encontraron en cumplimiento al cierre del ejercicio 2020. De igual manera, se revisaron las proyecciones remitidas por la Compañía para los siguientes ejercicios, las mismas que exhiben una reducción gradual de la Palanca Financiera (deuda financiera / EBITDA) del Emisor.

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

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

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

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

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

» Incremento en la Palanca Financiera de ETESA como resultado de un aumento de la deuda financiera y/o disminución relevante en se 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

» Moody's Local no contó con nuevas proyecciones que contemplen el cambio en el cronograma de inicio de operaciones del Proyecto Cuarta Línea de Transmisión estimada para el 2025 (antes 2023).

Indicadores Clave

Tabla 1
EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA, S.A.

	Mar-21 LTM	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Activos (US$/Miles)	1,028,888	1,034,317	1,039,864	974,735	859,031
Ingresos (US$/Miles)	29,416	144,119	131,788	125,607	106,616
EBITDA (US$/Miles)	102,511	109,551	103,527	82,674	35,159
Deuda Financiera / EBITDA	5.55x	5.21x	5.76x	5.96x	3.95x
EBITDA / Gastos Financieros	3.55x	3.75x	3.27x	4.07x	4.60x
FCO ajustado* / Servicio de la Deuda	2.17x	3.18x	1.42x	0.51x	13.65x

* FCO + intereses pagados
Fuente: ETESA / *Elaboración: Moody's Local*

Tabla 2
Resguardos del Programa de Bonos Corporativos*

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

*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) fue constituida en 1998 como resultado de la reestructuración del Instituto de Recursos Hidráulicos y Electrificación (IRHE). La Entidad es un monopolio natural legalizado mediante la Ley N° 6 del 3 de febrero de 1997. Opera bajo una concesión otorgada por la Autoridad de Servicios Públicos (ASEP), la cual estará vigente hasta el año 2024, y será prorrogable

a solicitud de ETESA. Las actividades del Emisor consisten en: (i) la transmisión de energía eléctrica en alta tensión desde el punto de entrega de las empresas generadoras hasta el punto de recepción de las empresas distribuidoras y grandes clientes; (ii) la operación integrada del Sistema de Interconectado Nacional (SIN), incluyendo las interconexiones internacionales y la administración del mercado de contratos y el mercado ocasional; y (iii) preparar los programas de inversión y expansión de la red de transmisión de energía, el plan indicativo de generación y prestar los servicios relacionados a la Red Nacional de Hidrometereología.

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

Desarrollos Recientes

Producto de la propagación de la Pandemia COVID-19 en el país desde principios del 2020, el Gobierno de Panamá, la Superintendencia de Bancos de Panamá (SBP) y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) han implementado una serie de disposiciones y medidas que tienen como último fin evitar que se rompa la cadena de pagos de la economía, así como preservar la solvencia y liquidez, tanto en el sistema financiero como en los diversos sectores de la economía. En lo que respecta al sector eléctrico, una de las medidas anunciadas por el Gobierno, en el mes de marzo 2020, correspondió al otorgamiento de un subsidio especial pagado a las empresas distribuidoras a través del Fondo de Estabilización Tarifaria (FET), para beneficiar a clientes que consumen menos de 300 kilovatios mensuales, la cual aplicaría por un período de cuatro meses (desde abril hasta el 30 de junio de 2020), beneficio que se extendió en sucesivas oportunidades, estando vigente a la fecha hasta septiembre de 2021.

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

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

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

Activos y Liquidez

LIGERO RETROCESO EN ACTIVOS CON IMPORTANTE MEJORA EN LOS NIVELES DE LIQUIDEZ

Al 31 de diciembre de 2020, los activos de ETESA ascendieron a US$1,034.3 millones, registrando una variación interanual de -0.53%, sustentada principalmente en: i) una disminución de US$22.5 millones en las cuentas por cobrar, producto de la reducción de cobros pendientes a empresas distribuidoras de energía (-US$21.4 millones), debido a que estas han cumplido con sus obligaciones al haber recibido oportunamente el subsidio otorgado por el Gobierno a través del Fondo de Estabilización Tarifaria; ii) la amortización de US$9.7 millones en la cuenta de diferimiento de actividades reguladas; iii) la reducción de activos productivos (construcciones en proceso y derecho de servidumbre) por US$6.9 millones que obedeció a la postergación de algunas inversiones en CAPEX con el fin de preservar la liquidez para hacer frente a los posibles retrasos en las cuentas por cobrar de los participantes del mercado bajo el alcance de la Ley 152 mencionada anteriormente; iv) la disminución del impuesto sobre la renta pagado por anticipado en US$2.5 millones; y v) las menores inversiones en asociadas y adelantos a contratistas. Lo anterior fue parcialmente mitigado con el aumento del efectivo y depósitos bancarios por US$23.4 millones producto de los mayores pagos de las empresas distribuidoras de energía, así como un incremento de la cuenta inmuebles, planta y equipo en US$17.7 millones.

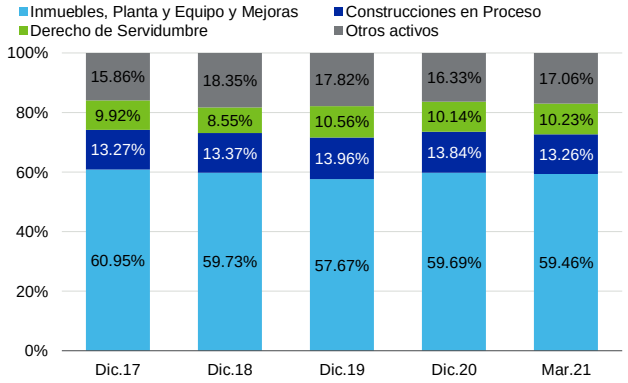
Respecto a la cuenta acreedora de diferimiento de actividades reguladas señalada previamente, se debe precisar que la misma corresponde a la recuperación autorizada por la Asociación Nacional de Servicios Públicos -mediante Resolución AN Nº 12231 Elec del 28 de marzo de 2018- de un monto total de US$40.0 millones en un periodo de cuatro años, que está relacionada a reconocer los costos incurridos de manera extraordinaria por ETESA en el ejercicio 2017 por concepto de Generación Obligada y Generación Desplazada a raíz del retraso en las obras de la Tercera Línea de Transmisión. Los saldos de la cuenta vienen siendo constituidos desde el ejercicio 2017 se prevé sean amortizados al 100% hacia junio del presente ejercicio.

Con información reciente de ETESA al 31 de marzo de 2021, se exhibe que los activos ascendieron a US$1,028.8 millones, disminuyendo en 0.5% con respecto al cierre del ejercicio 2020, explicado principalmente por menores inversiones en activos fijos y saldos de cuentas por cobrar a empresas distribuidoras de energía; siendo mitigado por el mayor pago anticipado de impuesto sobre la renta.

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 realizadas en mayo de 2019 (US$500.0 millones en el mercado internacional y US$75.0 millones en el mercado local), se reemplazó financiamientos de corto plazo, conllevando a que el capital de trabajo de ETESA retorne a niveles positivos y los índices de liquidez alcancen niveles superiores a 1.0x. De esta manera, tanto al cierre del ejercicio 2020, como al primer trimestre de 2021, el capital de trabajo y los índices de liquidez registraron una mejora importante, sustentada tanto en los mayores niveles de efectivo, como de la cancelación, en el mes de septiembre de 2020, del préstamo de US$25.0 millones que mantenía con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE).

Gráfico 1

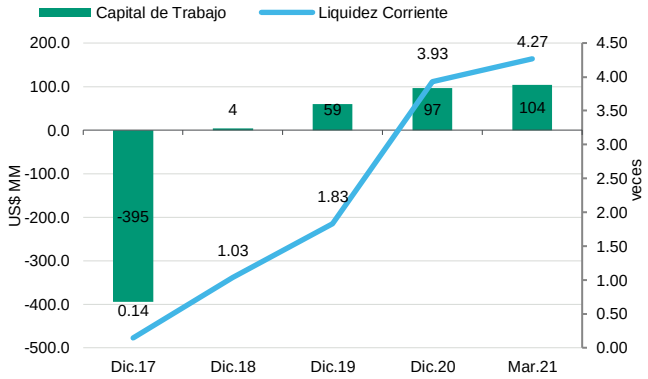
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 2

Indicadores de Liquidez



Fuente: ETESA / Elaboración: Moody's Local

Estructura Financiera y Solvencia

DISMINUCION DE LA DEUDA PERMITE REDUCIR LA PALANCA FINANCIERA EN EL 2020

Al 31 de diciembre de 2020, los pasivos de ETESA ascendieron a US$679.4 millones, disminuyendo en 2.13% con respecto al mismo periodo de 2019, explicado principalmente en: i) la cancelación del préstamo de US$25.0 millones mantenido con el BCIE; ii) el menor saldo en cuentas por pagar por US$5.3 millones, principalmente a proveedores y generadoras de energía; y iii) la reducción de impuestos sobre la renta por pagar. Por el contrario, esta disminución fue mitigada por un aumento del saldo en la cuenta de diferimiento de actividades reguladas, así como por mayores provisiones para litigios y compromisos. Respecto a la cuenta acreedora de diferimiento de actividades reguladas señalada previamente, se debe precisar que en dicha cuenta ETESA provisiona los pasivos que serán reembolsados posteriormente a la Demanda a través de un descuento del Ingreso Máximo Permitido, que se realizará en 15 años (a partir de enero de 2023 hasta diciembre de 2037), en los siguientes periodos tarifarios 2021-2025, 2025-2029, 2029-2033 y 2033-2037.

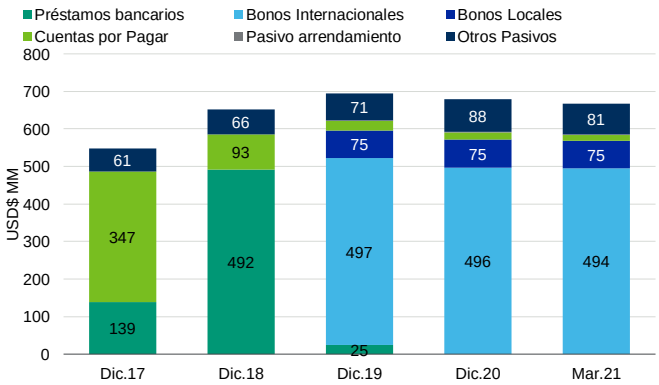
Con información reciente al primer trimestre de 2021, los pasivos de ETESA ascendieron a US$667.2 millones, disminuyendo en 1.80% con respecto al cierre de 2020, explicado principalmente por la disminución en las provisiones para litigios, y compromisos e intereses por pagar, mitigado parcialmente con el aumento del impuesto sobre la renta por pagar.

La disminución de la deuda financiera al cierre del ejercicio 2020 conllevó a una mejora tanto de la Palanca Financiera como en la Palanca Contable, mientras que, al primer trimestre de 2021, la Palanca Financiera sube respecto al trimestre previo producto de una disminución en el EBITDA, explicada en el apartado Generación y Capacidad de Pago del presente informe.

Con relación a los 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 tres resguardos financieros, los mismos que se cumplieron al cierre del ejercicio 2020, según se detalla en la Tabla 2 anterior.

Gráfico 3

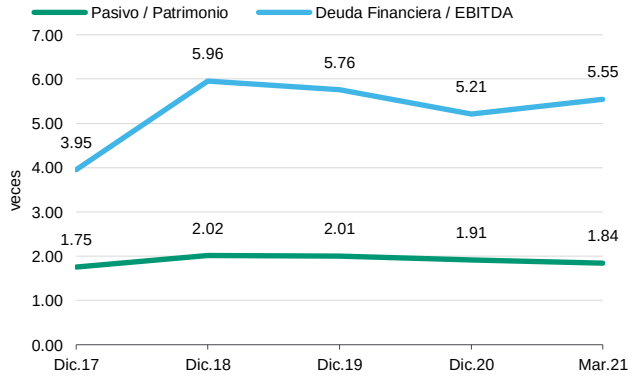
Evolución de la Estructura de Fondeo



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

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Apalancamiento



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

Rentabilidad y Eficiencia

RETROCESO EN MARGENES DE RENTABILIDAD AL CIERRE DE 2020 Y IT 2021

Al 31 de diciembre de 2020, los ingresos de ETESA ascendieron a US$144.1 millones, mostrando un crecimiento interanual de 9.36%, sustentado principalmente en los mayores ingresos por transmisión de energía (+13.61%) y conexión (+2.86%), los mismos que representaron conjuntamente el 91.5% del total, a pesar de la caída de los ingresos provenientes de operaciones integradas (-19.57% interanual).

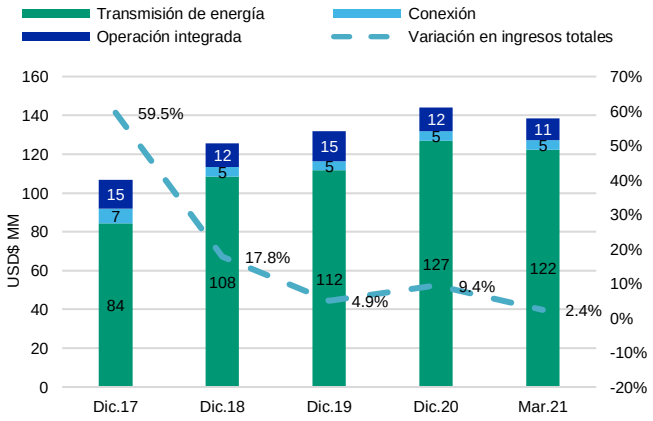
Con relación a los gastos operativos de ETESA, al 31 de diciembre de 2020, los mismos se incrementaron en 6.77% respecto al ejercicio previo producto del mayor gasto por depreciación de activos fijos (+US$2.9 millones) y de las perdidas por deterioro de deudores comerciales (US$2.7 millones). No obstante, la participación relativa de los gastos operativos respecto de los ingresos fue de 49.75%, no registrando mayor variación respecto del 50.96% registrado en el 2019.

Al cierre del ejercicio fiscal 2020, ETESA registró una utilidad neta de US$9.95 millones, experimentando un retroceso interanual de 57.01%, explicado principalmente por: i) el incremento de 142.5% (de US$10 millones a US$24.3 millones) en el monto amortizado de las cuentas de diferimiento de actividades reguladas; ii) los mayores gastos financieros relacionados a las emisiones de bonos (+46.96% interanual); iii) las pérdidas por deterioro de deudores comerciales; iv) el mayor gasto por depreciación de activos fijos; y v) el mayor pago de impuesto sobre la renta para el periodo fiscal 2020 (+22.78%). No obstante, lo anterior fue parcialmente mitigado por el aumento en los ingresos, los menores gastos de intereses por financiamiento bancario producto de la cancelación del préstamo mantenido con el BCIE (-96.92%), así como por los menores gastos de transmisión registrados en el periodo (-11.02%). Todo lo anterior afectó en el 2020 el margen operativo de ETESA al situarse en 51.85%, desde 54.35% en el 2019, mientras que el margen neto fue de 6.91%, desde 17.57% el ejercicio anterior.

En lo que va del primer trimestre de 2021, ETESA ha logrado una utilidad neta de US$2.8 millones, la misma que se ubica 61.48% por debajo de la obtenida en el mismo periodo de 2020. Lo anterior se explica principalmente por los menores ingresos de transmisión (-14.89% interanual) y mayores gastos en el mismo rubro (+51.52%), lo cual fue parcialmente mitigado por el menor pago de impuesto sobre la renta (-61.37%). Con respecto a los indicadores de eficiencia, los gastos operativos representaron 56.49% de los ingresos de ETESA al primer trimestre de 2021, aumentando respecto al 46.23% registrado a marzo de 2020.

Gráfico 5

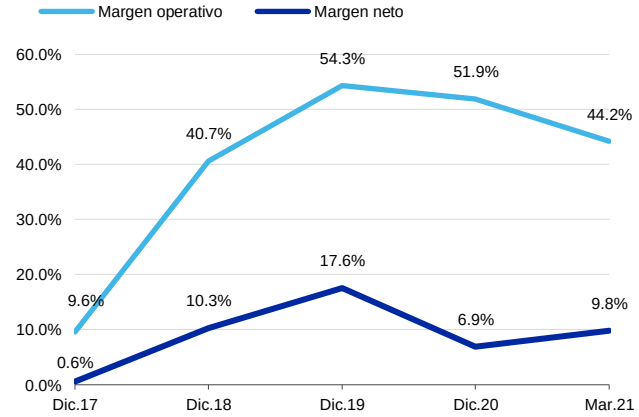
Ingresos por Rubro (LTM)



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

Gráfico 6

Evolución de los Márgenes



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

Generación y Capacidad de Pago

RESULTADOS MIXTOS EN LOS INDICADORES DE COBERTURA DE DEUDA, MANTENIENDOSE EN NIVELES ADECUADOS

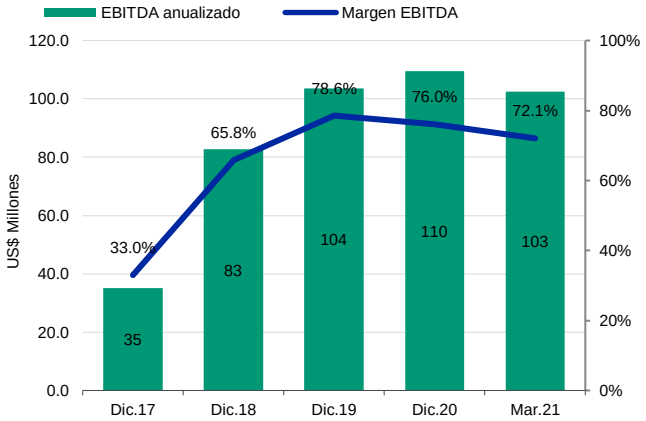
Al 31 de diciembre de 2020, el EBITDA de ETESA ascendió a US$109.5 millones, mostrando un incremento interanual de 5.82%, sustentado principalmente en los mayores ingresos de transmisión. No obstante, el margen EBITDA retrocedió ligeramente al ubicarse en 76.01%, desde 78.56% al cierre de 2019, por efecto del impacto en el resultado operativo de las pérdidas por deterioro de deudores comerciales, de acuerdo con lo explicado en la sección de Rentabilidad y Eficiencia. Respecto al Flujo de Caja Operativo (FCO), al 31 de diciembre de 2021, este ascendió a US$67.4 millones, mostrando un incremento de 392.3 % respecto al 2019, sustentado en menores desembolsos de cuentas por pagar durante el periodo. Con respecto a los ratios de cobertura, al cierre del ejercicio 2020, la cobertura de los gastos financieros con el EBITDA aumentó al ubicarse en 3.75x, desde 3.27x al cierre de 2019, mientras que la cobertura del Servicio de Deuda con el EBITA se ubicó en 3.59x, mejorando respecto a la cobertura de 3.42x registrada el ejercicio previo. De igual manera, al

tomar la cobertura del FCO sobre los gastos financieros y el Servicio de Deuda se exhibe una mejora al situarse en 3.27x y 3.18x, desde 1.47x y 1.42x, respectivamente, en el 2019.

De otro lado, al 31 de marzo de 2021, se observó un retroceso de 24.91% en el EBITDA del periodo, explicado principalmente por la caída en los ingresos por transmisión y mayores gastos de operación y mantenimiento. Por el lado del FCO, el mismo fue negativo en US$5.2 millones, lo cual recoge principalmente la disminución de las cuentas por pagar a proveedores de materiales y suministros (-US$15.5 millones). A pesar de lo anterior, las coberturas se mantuvieron en niveles adecuados, aunque retroceden respecto a lo exhibido al cierre de 2020. Es de indicar que, para el cálculo de las coberturas, Moody's Local devuelve al FCO los intereses pagados del período, lo cual resulta en un FCO correspondiente a los últimos 12 meses positivo. En el Gráfico 8 se muestra la evolución de los indicadores de cobertura de ETESA tanto con el EBITDA como con el FCO.

Gráfico 7

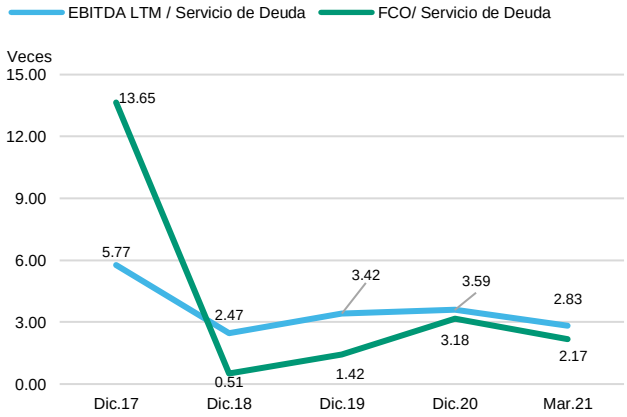
Evolución del EBITDA



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-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
TOTAL ACTIVO	**1,028,888**	**1,034,317**	**1,029,899**	**1,039,864**	**974,735**	**859,031**
Efectivo y Depósitos en Bancos	89,185	91,930	81,089	68,553	19,469	26,702
Cuentas por Cobrar, Netas	38,758	37,062	44,937	59,558	72,374	18,383
Activos de Contratos	0	0	0	0	24,164	17,712
Activo Corriente	**136,316**	**129,704**	**128,820**	**131,357**	**116,009**	**66,717**
Inmuebles, Planta y Equipo, neto	611,745	617,424	592,064	599,649	582,228	523,548
Construcciones en Proceso	136,392	143,103	147,860	145,146	130,299	114,024
Derechos de Servidumbres	105,236	104,914	108,973	109,798	83,345	85,242
Activo No Corriente	**892,571**	**904,612**	**901,080**	**908,506**	**858,728**	**792,314**
TOTAL PASIVO	**667,200**	**679,434**	**675,993**	**694,215**	**651,454**	**547,178**
Préstamos Bancarios de Corto Plazo	0	0	16,667	25,000	0	96,771
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	0	0	0	0	8,426	3,816
Cuentas por pagar	15,626	19,300	12,618	24,696	93,187	347,495
Pasivo Corriente	**31,945**	**33,007**	**52,672**	**71,871**	**112,356**	**461,385**
Porción No Corriente de la Deuda a Largo Plazo	0	0	0	0	483,932	38,408
Bonos por Pagar Internacionales	494,294	496,496	496,650	496,621	0	0
Bonos por Pagar Locales	74,613	74,594	74,537	74,518	0	0
Pasivo No Corriente	**635,255**	**646,428**	**623,322**	**622,344**	**539,099**	**85,792**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**361,688**	**354,882**	**353,906**	**345,649**	**323,283**	**311,853**
Capital Social	124,872	124,872	124,872	124,872	124,872	124,872
Aporte de Capital por Subvención	68,667	68,667	68,667	68,667	68,667	68,667
Resultados Acumulados	173,914	167,831	165,344	157,876	134,721	123,091

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Ingresos	29,416	144,119	35,208	131,788	125,607	106,616
Costos Operativos	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Resultado Bruto	**29,416**	**144,119**	**35,208**	**131,788**	**125,607**	**106,616**
Gastos de Operación y Mantenimiento	(8,399)	(36,878)	(7,728)	(36,514)	(48,570)	(74,341)
Otros Ingresos Operativos	**202**	**2,310**	779	8,253	5,637	2,885
Utilidad Operativa	**13,000**	**74,730**	**19,708**	**71,623**	**51,099**	**10,233**
Otros Ingresos, netos	(124)	(1,392)	0	1,214	1,623	594
Gastos Financieros, netos	(7,057)	(27,696)	(7,352)	(31,176)	(20,045)	(7,440)
Movimiento neto en cuentas de diferimiento de actividades reguladas	(1,677)	(24,294)	(1,696)	(10,018)	(15,764)	0
Utilidad Neta	**2,877**	**9,955**	**7,469**	**23,154**	**12,932**	**622**

EMPRESA DE TRANSMISIÓN ELÉCTRICA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	1.84x	1.91x	1.91x	2.01x	2.02x	1.75x
Deuda Financiera / Pasivo	0.85x	0.84x	0.87x	0.86x	0.76x	0.25x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.57x	1.61x	1.66x	1.72x	1.52x	0.45x
Pasivo / Activo	0.65x	0.66x	0.66x	0.67x	0.67x	0.64x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.05x	0.05x	0.08x	0.10x	0.17x	0.84x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.95x	0.95x	0.92x	0.90x	0.83x	0.16x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	5.55x	5.21x	5.58x	5.76x	5.96x	3.95x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	4.27x	3.93x	2.45x	1.83x	1.03x	0.14x
Prueba Ácida[1]	4.01x	3.91x	2.39x	1.78x	1.03x	0.14x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	2.79x	2.79x	1.54x	0.95x	0.17x	0.06x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	104,371	96,698	76,148	59,486	3,654	(394,668)
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	56.49%	49.75%	46.23%	50.96%	63.81%	93.11%
Gastos Financieros / Ingresos	24.36%	20.25%	21.22%	24.05%	16.16%	7.18%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	128.03	120.68	176.17	180.20	130.06	63.24
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	44.19%	51.85%	55.98%	54.35%	40.68%	9.60%
Margen Neto	9.78%	6.91%	21.21%	17.57%	10.30%	0.58%
ROAA (*)	0.52%	0.96%	2.16%	2.30%	1.41%	0.09%
ROAE (*)	1.50%	2.84%	6.37%	6.92%	4.07%	0.21%
GENERACIÓN						
FCO (US$ Miles)	(5,294)	67,404	19,043	13,693	(7,924)	80,900
FCO anualizado (US$ Miles)	43,067	67,404	74,505	13,693	(7,924)	80,900
FCO ajustado (**) (US$ Miles)	1,872	97,120	20,432	43,095	17,165	83,179
FCO ajustado (**) anualizado (US$ Miles)	78,560	97,120	98,467	43,095	17,165	83,179
EBITDA (US$ Miles)	21,219	109,551	28,259	103,527	82,674	35,159
EBITDA LTM (US$ Miles)	102,511	109,551	105,289	103,527	82,674	35,159
Margen EBITDA	72.13%	76.01%	80.26%	78.56%	65.82%	32.98%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	3.55x	3.75x	3.17x	3.27x	4.07x	4.60x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	2.83x	3.59x	4.22x	3.42x	2.47x	5.77x
FCO ajustado / Gastos Financieros (*)	2.21x	3.27x	4.11x	1.47x	0.85x	10.87x
FCO ajustado / Servicio de Deuda (*)	2.17x	3.18x	3.95x	1.42x	0.51x	13.65x

*Indicadores anualizados

** FCO + intereses pagados

[1]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 (30.09.20)*	Calificación Actual (al 31.12.20 y 31.03.21)	Definición de la 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 09 de febrero de 2021*

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

En marzo de 2019, ETESA inscribió Programa de Bonos Corporativos de hasta US$300.0 millones. Los Bonos se encuentran respaldados únicamente con la garantía genérica del 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:	1. Mantener en todo momento una Razón de Cobertura de Servicio de Deuda mínima de 1.5 veces. 2. 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). 3. Mantener en todo momento una Razón de Deuda Neta/Patrimonio inferior a 2.5 veces.
Saldo al 31 de marzo de 2021:	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.moodyslocal.com) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Calificación de Emisores Corporativos, Bonos y Acciones Preferenciales vigente. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2017, 2018, 2019 y 2020, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2020 y 2021 de Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A., y los documentos del Programa Rotativo de Bonos Corporativos, de hasta US$300 millones. Moody's Local comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente.

© 2021 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, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS 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, COMERCIABILIDAD 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 http://www.moodys.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. ("MJKK") 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 MJKK. 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. MJKK 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, MJKK 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 MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK 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, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

MOODY'S LOCAL