Equilibrium

EQPA19/150

Panamá, 9 de julio de 2019.

Señores
Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
Ciudad de Panamá

Atención: Lic. Olga Cantillo
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento la decisión del Comité de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A., de ratificar la categoría de riesgo de AAA.pa al Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US$300.0 millones de Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. (ETESA). La perspectiva es Estable.

A su vez, se adjunta el informe de calificación de riesgo con los fundamentos de la calificación otorgada, disponible también en nuestra página web: www.equilibrium.com.pa

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

La extensión ".pa" indica que está referida a una calificación local; es decir, comparable con otras entidades panameñas. Por su parte, los signos "+" y "–" se emplean" para expresar menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría. La perspectiva indica el escenario más probable de la calificación a futuro.

Atentamente,

Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo

Bolsa de Valores de Panamá
Recibido por: Mary
Fecha: 10/7/19
Hora: 10:28

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Edificio Frontenac, Oficina 5-A
Bella Vista - Panamá
Tel: (507) 214.3790 (507) 214.7931
E-mail: equilibrium@equilibrium.com.pa

Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

EMPRESA DE TRANSMISION ELECTRICA, S.A. - ETESA

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación
Sesión de Comité: 09 de julio de 2019

Contacto:
(507) 214 7049

Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgos
acarrizo@equilibrium.com.pa

María Gabriela Sedda
Analista
msedda@equilibrium.com.pa

Instrumentos	Calificación (*)
Bonos Corporativos	AAA.pa
Perspectiva	*Estable*

(*) Para mayor detalle sobre la definición de la calificación y de los instrumentos, referirse a los Anexos I y II en la última sección del informe.

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. En la página web de la empresa (http://www.equilibrium.com.pa) se puede consultar documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018 y Estados Financieros Interinos no auditados al 31 de marzo de 2019 de Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A., así como el Contrato Marco del Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US$300.0 millones, entre otra información relevante para el análisis solicitada al Emisor. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en la información utilizada. 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 vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/2017.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió ratificar la categoría AAA.pa al Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. (en adelante, ETESA o el Emisor), el mismo que permite un monto máximo en circulación de US$300.0 millones. La perspectiva es Estable. La calificación asignada se sostiene en el soporte implícito que mantiene el Emisor de su accionista, el Gobierno de Panamá, a quien Moody's Investors Service, Inc. (en adelante, Moody's) recientemente le mejoró la calificación de Baa2 a Baa1. El soporte implícito que le otorga su accionista ha sido demostrado mediante aportes adicionales de capital recibidos en los últimos siete años por un total de US$68.7 millones, los cuales han sido utilizados para redimir anticipadamente obligaciones de ETESA mantenidas con instituciones financieras. Se espera que el accionista siga manteniendo el apoyo implícito hacia el Emisor, considerando que sus operaciones son de índole de seguridad nacional. Se pondera igualmente de manera positiva el ambiente regulatorio que rige las operaciones del Emisor, lo cual le proporciona ingresos estables provenientes de tarifas reguladas, diseñadas para garantizar los rendimientos de inversión necesarios para asegurar su estabilidad. Igualmente, soporta la calificación asignada la condición de monopolio natural que mantiene el Emisor, amparado por una Ley donde se le otorga un contrato exclusivo de concesión renovable para operar la red nacional de transmisión en Panamá, al igual que la condición de las operaciones de ETESA de índole de Seguridad Nacional.
Es de resaltar el aumento que registra el Emisor en el EBITDA y mejora en sus indicadores de rentabilidad en el periodo fiscal 2018 y al primer trimestre de 2019, como resultado del efecto combinado de mayores ingresos percibidos por transmisión de energía como consecuencia de la entrada en operación de la Tercera Línea de Transmisión, y los menores gastos de operación (especialmente de transmisión), como resultado de una reducción importante en el pago de la Generación Obligada a las empresas generadoras ubicadas en el occidente del país que no podían transportar en su totalidad la energía hacia los puntos de entrega acordados con las empresas de distribución, producto de no contar con el 100% de la Tercera Línea de Transmisión en enero de 2017. A pesar del crecimiento exhibido en la generación del Emisor (EBITDA), la palanca financiera (deuda financiera total/EBITDA) y la cobertura por parte del EBITDA al Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM), muestran un deterioro como consecuencia de un aumento importante en la deuda financiera producto del financiamiento de la Tercera Línea de Transmisión. Sin embargo, dado que los financiamientos otorgados son a largo plazo, la cobertura del EBITDA sobre el Servicio de Deuda se mantiene en niveles adecuados. Las proyecciones del Emisor establecen que la Palanca Financiera irá reduciéndose en forma gradual a lo largo de los próximos años, lo cual ha sido tomado por parte del Comité de Calificación como base igualmente para la calificación otorgada.
El financiamiento a tres años proporcionado por Citibank NY para cancelar al contratista del proyecto Llave en Mano de la Tercera Línea de Transmisión y el cual recogió además el refinanciamiento de algunas obligaciones a corto plazo, permitió a ETESA mejorar los indicadores de liquidez, los mismos que habían sido históricamente bajos producto de la estrategia de ETESA de tomar fondeo a corto plazo para

CAPEX. Cabe resaltar que se espera que los niveles de liquidez se mantengan adecuados, considerando que el Emisor estará financiando el CAPEX de los siguientes años con deuda de mediano plazo que tomaría a través de la colocación de distintas Series enmarcadas dentro del Programa de Bonos Corporativos de hasta US$300.0 millones.

En cuanto a la generación a través del Flujo de Caja Operativo (FCO), la misma se afectó durante el ejercicio 2018 como resultado del aumento de las cuentas por cobrar tanto a las compañías generadoras, como a las distribuidoras, producto del incremento en las tarifas a las compañías generadoras y al retraso en la aplicación del nuevo pliego tarifario por parte del Gobierno, conllevando a que este último lo asuma como un subsidio, el cual será amortizado en un periodo de cuatro años. Al 31 de marzo de 2019, ETESA reportó un FCO negativo como resultado de una disminución en las Cuentas por Pagar a Proveedores de materiales y suministros.

Otro punto a restar corresponde al hecho que las nuevas emisiones, tanto locales como internacionales, tendrán una estructura *bullet* (es decir, se amortiza el 100% de la Serie y/o Emisión al vencimiento), lo cual, si bien agrega riesgo de refinanciamiento al Emisor, esto último se mitiga por el soporte implícito que le otorga su accionista.

Como hecho de relevancia del periodo, se destaca que el Emisor realizó en mayo de 2019 una emisión de Bonos por US$500.0 millones en el mercado internacional a un plazo de 30 años, con un período de gracia de 15 años. Dichos fondos fueron utilizados para refinanciar la deuda a mediano plazo que mantenía con Citibank y a corto plazo con Banco Nacional de Panamá y Scotiabank. También se destaca como relevante el hecho que el Emisor se encuentra actualmente en un proceso de licitación para la construcción de la Cuarta Línea de Transmisión Eléctrica, a un costo del EPC aproximado de US$550 millones. Cabe resaltar que el proyecto está siendo licitado mediante la modalidad BOT, en la cual el consorcio ganador será encargado de financiar, diseñar, suministrar, instalar, poner en marcha, operar y darle mantenimiento, lo cual implica que los niveles de liquidez y apalancamiento de ETESA no se verían impactados por este proyecto, dado que el financiamiento correrá por cuenta del consorcio ganador. Dado que ninguna de las dos propuestas recibidas cumplió con los requisitos mínimos establecidos en el pliego, ETESA estará invocando a una segunda convocatoria durante el mes de julio.

Es importante mencionar que el Programa Rotativo de Bonos Corporativos calificado contempla la existencia de resguardos financieros que establecen una cobertura mínima del Servicio de Deuda con el EBITDA de 1.50 veces, así como un indicador que mide la participación de la deuda neta sobre el Patrimonio total, el cual no deberá ser mayor a 2.50 veces y sobre el EBITDA, la cual será escalonada producto del próximo aumento de la Palanca Financiera señalada anteriormente, y deberá ser inferior a 8.50 veces en el primer año, 7.5 veces en el segundo año, 7.0 veces en el tercer año, 6.5 veces en el cuarto año y 6.0 veces a partir del quinto año. A la fecha, el Emisor cumple con dichos resguardos y, según las proyecciones remitidas por parte de ETESA, los mismos se mantendrán dentro de los rangos permitidos en los siguientes ejercicios.

Finalmente, Equilibrium realizará seguimiento a la evolución de los principales indicadores financieros del Emisor, a sus proyecciones, así como al cumplimiento de los resguardos señalados anteriormente, 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 Potencial en la Calificación:

- Aumento significativo de la deuda (superando las proyecciones) y/o disminución relevante en los flujos operativos del Emisor.
- 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 afecten los resultados de ETESA.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Dado que el Emisor empezó a preparar información financiera trimestral a partir de septiembre de 2018, Equilibrium no contó con el balance general comparativo al 31 de marzo de 2018.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Generalidades y Hechos de Importancia

Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. (ETESA) es una sociedad anónima constituida mediante Escritura Pública N° 148 del 19 de enero de 1998, como resultado de la reestructuración del Instituto de Recursos Hidráulicos y Electrificación (IRHE) aprobada por el Consejo de Gabinete de la República de Panamá mediante Resolución N° 266 del 27 de noviembre de 1997. ETESA inició operaciones el 1 de enero de 1998.

ETESA es un monopolio natural, legalizado mediante la Ley N° 6 del 3 de febrero de 1997, la cual también establece que ETESA no podrá participar en actividades de generación o distribución de electricidad, ni de ventas a grandes clientes. El Emisor 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. Las actividades de ETESA consisten en:

- Prestación del servicio de transmisión de energía eléctrica en alta tensión, en forma no discriminatoria, desde el punto de entrega de las empresas generadoras hasta el punto de recepción de las empresas distribuidoras y grandes clientes, incluyendo las interconexiones internacionales.
- Operación integrada del Sistema de interconectado nacional (SIN), cuyo objetivo es atender la demanda en el sistema de interconectado nacional mediante la utilización de recursos de generación y transmisión disponibles, incluyendo las interconexiones internacionales, así como de administrar el mercado de contratos y el mercado ocasional.
- Preparar los programas de inversión y expansión de la red de transmisión de energía, operar y efectuar la construcción de nuevas instalaciones y refuerzos de la red de transmisión, así como la de preparar el plan indicativo de generación, y prestar los servicios relacionados con la Red Nacional de Hidrometereología.

El sistema de transmisión de ETESA consiste de 3,088.1 km de líneas en 230kV y 306.9 km de líneas en 115kV, los cuales a su vez tienen tres líneas principales:

- La Primera Línea de Transmisión se expande a lo largo de 520 km a 230 kV/Circuito.
- La Segunda Línea de Transmisión se expande a lo largo de 389 km a 230 kV/Circuito.
- La Tercera Línea de Transmisión, inaugurada en octubre de 2017, se expande en 302 km a 230 kV/Circuito.

Hechos de Relevancia

El 27 de octubre de 2017, ETESA inauguró la Tercera Línea de Transmisión, la cual le otorga al sistema una capacidad de transmisión adicional desde la provincia de Chiriquí hasta la ciudad de Panamá. Esta obra fue adjudicada en el 2013 a Odebrecht, a un costo de US 266millones. Al adicionar al costo de construcción, los costos pagados por el uso de servidumbre y otros gastos legales e intereses diferidos del proyecto Llave en Mano, el costo total del proyecto ascendió a US$339 millones.

En abril de 2019 el Emisor concretó la Emisión de US$500.0 millones en Bonos Globales con vencimiento en 2049, los cuales fueron utilizados para pre-cancelar el financiamiento otorgado por Citibank NY para refinanciar la deuda contratada para la ejecución del proyecto de la Tercera Línea de Transmisión y para pre-cancelar obligaciones con Banco Nacional de Panamá, Caja de Ahorros y Banco General. Esta emisión, la cual recibió dos calificaciones de riesgo de grado de inversión internacional (Moody´s Baa1 y Fitch BBB), le permitirá a ETESA ahorros de US$2.3 millones en intereses anuales por los próximos 30 años. Igualmente, en abril de 2019, se concretó la emisión de US$75 millones en Bonos Locales, con vencimiento en 2026, bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos por US$300 millones, los cuales fueron utilizados para financiar las necesidades de CAPEX del Sistema de Transmisión Nacional.

ETESA ha iniciado un proceso de licitación en formato Construcción, Operación y Transferencia (BOT) para el diseño, construcción, suministro, instalación, puesta en marcha, operación y mantenimiento de la Cuarta Línea de Transmisión eléctrica, la cual 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. Esta línea operará inicialmente a 230 kilovoltios y posteriormente será ampliada a 500 kilovoltios, contribuyendo a reducir las fallas de la red a nivel nacional de 4% a un rango entre 1.5-2.0%. Fueron cinco las empresas precalificadas: Consorcio Chiriquí Transmisora de Energía (España), Consorcio Four Seasons (India, Francia y Brasil) y Consorcio de Transmisión Vasco Núñez de Balboa (Canadá y España), Interconexión Eléctrica, S.A. ESP (Colombia) y China Electric Power Equipment and Technology Co. Ltd. (China), siendo las dos últimas las que presentaron sus propuestas el pasado 9 de abril. Sin embargo, ninguna de las dos propuestas recibidas cumplió con los requisitos mínimos establecidos en el pliego. ETESA estará invocando a una segunda convocatoria durante el mes de julio, tal como lo establece la ley. Se espera que la construcción de la Cuarta Línea de Transmisión inicie en la temporada seca de 2020 e inicie operaciones en 2023. El financiamiento para la Cuarta Línea lo deberá asumir la compañía que resulte ganadora de la licitación para la construcción y operación de la misma.

Programa Rotativo de Bonos Corporativos

El Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US$300.0 millones calificado, establece que el plazo de pago de capital de los Bonos será determinado en cada Serie a emitir. Dicho programa también establece que el saldo insoluto del capital de los Bonos a emitir podrá pagarse mediante: (i) un solo pago a capital, en su respectiva fecha de vencimiento; o (ii) mediante amortizaciones a capital, mediante abonos mensuales, trimestrales, semestrales o anuales.

Los fondos provenientes de las futuras emisiones serán destinados a amortizar obligaciones financieras y financiar inversiones y capital de trabajo.

El repago del capital e intereses de los Bonos vendría de los flujos generados por las operaciones del Emisor, los cuales provienen básicamente de la transmisión de energía de las empresas generadoras hacia las distribuidoras.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial
El 100% de las acciones de ETESA son propiedad del Estado Panameño. El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de ETESA se presentan en el Anexo III. En el último semestre únicamente hubo un cambio en la Plana Gerencial, el cual consiste en el nombramiento del Ing. José Vergara como Director de Gestión Comercial, en reemplazo de Delia García. Efectivo el 30 de junio de 2019, Dulcidio de la Guardia, presentó su renuncia al cargo de presidente de la Junta Directiva. No se ha anunciado su reemplazo.

ANÁLISIS FINANCIERO DE EMPRESA DE TRANSMISION ELECTRICA, S.A.

Activos y Liquidez
Al cierre fiscal 31 de diciembre de 2018, los activos totales de ETESA ascendieron a US$974.7 millones, registrando un aumento de 13.47% con respecto al 2017, producto principalmente incrementos en los rubros de inmuebles, planta y equipo (+11.21%), construcciones en proceso (+14.27%), cuentas por cobrar (+293.70%) y activos de contratos (+36.43%), los cuales son parcialmente contrarrestados por una disminución de 38.43% en el saldo de la cuenta de diferimiento en actividades reguladas.

Los aumentos en planta y equipo y construcciones en proceso son atribuibles a varios proyectos para mejorar los sistemas actuales de transmisión. Durante el año 2018 un total de US$79.6 millones de activos mantenidos como construcciones en proceso fueron capitalizados, tras la culminación de los proyectos correspondientes, los cuales incluían la línea Mata de Nance-Boquerón, la adquisición y puesta en funcionamiento de diferentes bancos de capacitores y Statcoms,y la repotenciación de la línea de 115 Kv y la reposición de equipos. Asimismo, durante el mismo periodo se iniciaron nuevas obras por un total de US$95.9 millones.

El incremento en cuentas por cobrar se dio tanto en a nivel de las empresas distribuidoras de energía (+ US$38.0 millones o 506.49%), como de las generadoras de energía (+ US$12.8 millones o 127.94%). Mientras el incremento en las cuentas por cobrar a las distribuidoras obedece al atraso en la aplicación del nuevo pliego tarifario por parte del Regulador y el ajuste tarifario de 2018 que el Gobierno Central absorberá como un subsidio hacia la demanda, el aumento en las cuentas por cobrar a las generadoras está relacionado al efecto del año completo de mayores tarifas de transmisión, producto del inicio de operaciones de la Tercera Línea de Transmisión en el mes de octubre de 2017. Cabe resaltar que la tarifa cobrada a las empresas generadoras por transmisión es basada en un porcentaje fijo determinado por la ASEP, el cual se carga a los activos fijos netos de ETESA. La incorporación de los activos de la Tercera Línea de Transmisión trae como resultados mayores ingresos y niveles de cuentas por cobrar a las compañías generadoras de energía.

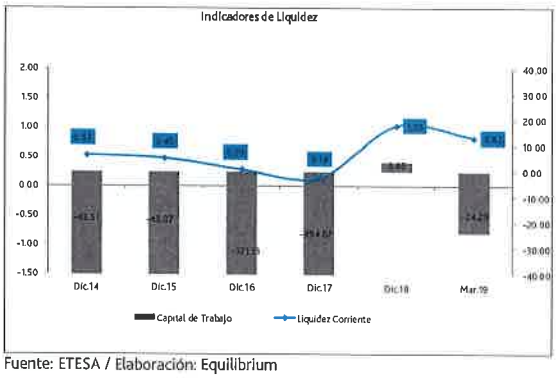
Durante el año 2018 ETESA adopta la NIIF15 relacionada a los Ingresos de actividades ordinarias procedentes de contratos con clientes, reportando a diciembre de 2017 el efecto inicial de US$17.7 millones mediante una reclasificación de cuentas por cobrar a activos de contratos. Al 31 de diciembre de 2018, los activos de contrato aumentan en US$6.5 millones como resultado del aumento en el pliego tarifario.

La cuenta de diferimiento en actividades reguladas corresponde a la recuperación de una cuenta de US$40.0 millones relacionada a los costos incurridos de manera extraordinaria por ETESA en el 2017 por la generación obligada y desplazada asignada al Emisor, dado el retraso en las obras de la Tercera Línea de Transmisión. Los US$40.0 millones serían recuperados por ETESA en un periodo de cuatro años por medio de la Tarifa en el Ingreso máximo permitido, descontada a una base de descuento promedio de 3.14%. Durante el año 2018, el saldo de dicha cuenta (neta de ajuste por el valor presente de US$1.2 millones) disminuyó en US$14.6 millones.

Al 31 de marzo de 2019 ETESA reporta activos por un total de US$998.3 millones, lo cual representa un aumento de 2.42% con respecto al cierre fiscal 2018 atribuido principalmente a mayores saldos de cuentas por cobrar y un aumento en las construcciones en proceso, los cuales fueron parcialmente contrarrestados por menores saldos mantenidos en efectivo, en activos de contratos y en la cuenta de diferimiento de actividades regulados.

Dado que ETESA usualmente financia sus inversiones de CAPEX con deuda a corto plazo, la liquidez históricamente ha sido baja. Sin embargo, al 31 de diciembre de 2018, ETESA muestra una mejora significativa en sus niveles de liquidez, producto del financiamiento a tres años obtenido por parte de Citibank NY para cancelar, tanto las cuentas por pagar al contratista de la Tercera Línea de Transmisión, como para refinanciar deuda a corto plazo mantenida por el Emisor. Como resultado, la liquidez corriente mejora significativamente al pasar de 0.14 veces en el 2017 a 1.03 veces al 31 de diciembre de 2018. Producto de lo anterior, el capital de trabajo mostró niveles positivos por primera vez en el periodo evaluado.

Al 31 de marzo de 2019, la liquidez corriente disminuye a 0.82 veces y el capital de trabajo retorna a niveles negativos, producto de financiamientos a corto plazo obtenidos del Banco Nacional de Panamá y el Banco General por un total de US$80 millones para fondear inversiones de CAPEX. Sin embargo, cabe resaltar que dichos financiamientos fueron cancelados durante el mes de mayo de 2019 mediante la emisión de la Serie A de Bonos Corporativos locales calificadas por Equilibrium por un monto de US$75.0 millones, a plazo de siete años bullet.



Fuente: ETESA / Elaboración: Equilibrium

Cabe resaltar que el Programa Rotativo de Bonos Corporativos calificado tiene el propósito de financiar parcialmente, y a largo plazo, las inversiones anuales de CAPEX del Emisor, de acuerdo al plan de expansión y mantenimiento de las líneas de transmisión, por lo que se espera que ETESA mantenga los niveles de liquidez observados al 31 de diciembre de 2018.

Estructura Financiera y Solvencia

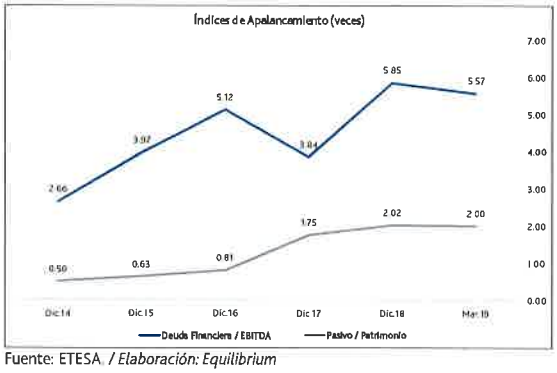
Al 31 de diciembre de 2018, los pasivos del Emisor financian el 66.83% de los activos, y ascienden a US$651.5 millones, lo cual representa un aumento de US$104.3 millones o 19.06% con respecto al 2017, producto principalmente de un incremento de US$353.3 millones o 254.24% en los niveles de deuda financiera. Durante el 2018 ETESA obtuvo de Citibank NY un financiamiento a mediano plazo por US$400.0 millones con vencimiento en 2021 utilizado para cancelar el saldo del proyecto Llave en Mano de la Tercera Línea de Transmisión por US$275.8 millones, más refinanciar deuda a corto plazo mantenida con Banco Nacional de Panamá y Scotiabank por un total de US$99.3 millones en concepto de pago de servidumbres de la Tercera Línea de Transmisión y CAPEX del periodo. Igualmente obtuvo financiamiento a mediano plazo de la Corporación Andina de Fomento (CAF) por US$71.3 millones con vencimiento en el 2030 para fondear CAPEX del periodo.

Al 31 de marzo de 2019, los pasivos del Emisor muestran un aumento de 2.10% con respecto a diciembre de 2018, principalmente producto de financiamientos a corto plazo obtenidos de Banco General y Banco Nacional de Panamá, los cuales fueron utilizados para cancelar el préstamo otorgado por CAF. Cabe resaltar que en mayo de 2019 ETESA realizó una emisión de un bono global por US$500.0 millones con vencimiento bullet en 30 años. Igualmente, ETESA realizó durante el mes de mayo una emisión de la Serie A de bonos locales por US$75.0 millones, bajo el Programa Rotativo de US$300.0 millones calificado por Equilibrium. Los fondos recaudados por ambas emisiones fueron utilizados para cancelar la deuda existente del Emisor.

Al 31 de diciembre de 2018, el patrimonio del Emisor totaliza US$323.3 millones, representando 33.17% de los activos, reportando un aumento de 3.67% con respecto al 2017, como resultado de la retención de las utilidades del periodo. Al 31 de marzo de 2019, el patrimonio de ETESA refleja un incremento de 3.03%, producto de la retención de utilidades.

Con respecto a los niveles de apalancamiento del Emisor, se observa un incremento en los mismos, producto del aumento de la deuda financiera para fondear la Tercera Línea de Transmisión y CAPEX del periodo. En este sentido, la Palanca Contable (Pasivo/Patrimonio) aumenta de 1.75 veces en el 2017 a 2.02 veces al 31 de diciembre de 2018. Por otro lado, a pesar de mayores niveles de EBITDA generados por ETESA a raíz de la incorporación de los ingresos obtenidos por la Tercera Línea de Transmisión, el indicador de Deuda Financiera/EBITDA (Palanca Financiera) aumenta de 3.84 veces en el 2017 a 5.85 veces al 31 de diciembre de 2018 como resultado de los mayores niveles de deuda financiera, considerando que al 31 de diciembre de 2017 la deuda de US$275.8 millones relacionada a la Tercera Línea de Transmisión estaba reportada como una cuenta por pagar al contratista de la obra.

A pesar de un aumento de 12.33% en los niveles de deuda del Emisor al 31 de marzo de 2019, los niveles de apalancamiento disminuyen ligeramente con respecto a diciembre de 2018, como resultado de una mayor generación de EBITDA anualizada y la retención de utilidades del trimestre.



Fuente: ETESA. / *Elaboración: Equilibrium*

Los financiamientos recibidos por el Emisor requieren del cumplimiento de resguardos financieros. ETESA ha cumplido con los mismos durante los periodos evaluados.

Resguardos financieros Caja de Ahorros y CAF					
	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Dic.18	Mar.19
EBITDA/Servicio de deuda > 2.0x	3.33	2.57	5.77	2.47	11.24
Deuda financiera/EBITDA < 6.0x	3.97	5.12	3.84	5.85	5.57
Pasivo/Patrimonio < 2.0x	0.63	0.81	1.75	2.02	2.00

El financiamiento otorgado por Citibank, NY requería el cumplimiento de resguardos, sin embargo, dado que el préstamo fue pre-cancelado en mayo de 2019 con los recursos obtenidos de la emisión del bono global de US$500.0 millones, no fue necesaria la certificación del cumplimiento de los mismos. De haberse requerido la certificación, ETESA hubiese estado en cumplimiento de los mismos.

	Dic.18	Mar.19
Mínimo - EBITDA/Intereses (1.5x 2018, 1.75x 2019 y 2.0x 2020)	4.07	4.53
Máximo - Deuda financiera/EBITDA (10.5x 2018, 8.5x 2019 y 7.5x 2020)	5.85	5.57

Para el Programa Rotativo de Bonos Corporativos que estamos calificando, el Emisor deberá cumplir con los siguientes resguardos financieros, los mismos que fueron validados de acuerdo a las proyecciones recibidas.

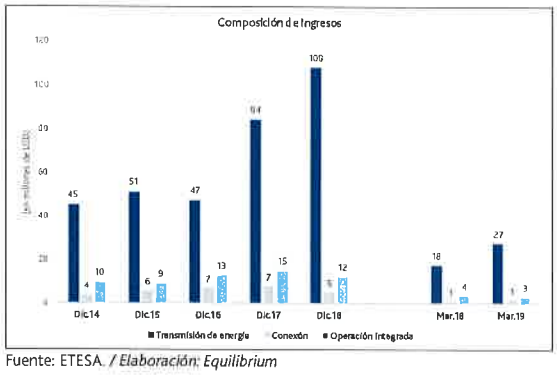
Resguardos Financieros

- **Razón de deuda Neta /EBITDA** ≤ 8.50 veces (año 1), 7.5 veces (año 2), 7.0 veces (año 3), 6.5 veces (año 4) y 6.0 veces (año 5).
- **Deuda Neta/Patrimonio total** ≤ 2.50 veces
- **Cobertura del Servicio de Deuda con el EBITDA** ≥ 1.50 veces.

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Para el periodo fiscal 2018 ETESA reporta utilidades récord de US$12.9 millones, principalmente como resultado del efecto combinado de mayores ingresos y menores gastos de operación (especialmente de transmisión).

El incremento en los ingresos del Emisor, es producto de mayores ingresos percibidos por transmisión de energía (+28.23%), los cuales están relacionados a la entrada en operación de la Tercera Línea de Transmisión. El aumento en los ingresos por transmisión fue parcialmente contrarrestado por disminuciones en los ingresos percibidos por conexión (-32.54%) y operaciones integradas (-16.53%). Cabe destacar que, según indica el Emisor, los ingresos percibidos por operaciones integradas, corresponden a los servicios prestados por el Centro Nacional de Despacho y por Hidrometereologia, ambas Divisiones de ETESA, los cuales son básicamente un *pass thru* de los costos y gastos incurridos en de dichas operaciones.



Fuente: ETESA. / *Elaboración: Equilibrium*

Según se observa en la gráfica anterior, al comparar el trimestre al 31 de marzo de 2019, contra el mismo periodo del año anterior, se observa un incremento de 43.54% en los ingresos percibidos por el Emisor, como resultado del ajuste de tarifas cobradas a las empresas generadoras como consecuencia de la entrada en operación de la Tercera Línea de Transmisión.

ETESA reporta, al 31 de diciembre de 2018, una disminución de 46.77% en los gastos de transmisión (de US$57.0 millones a US$30.3 millones) como resultado de una reducción en el pago de la Generación Obligada a las empresas generadoras ubicadas en el occidente del país de US$43.3 millones a US$8.7 millones. Producto de no contar con el 100% de la Tercera Línea de Transmisión en enero de 2017, hubo una indisponibilidad en las líneas de transmisión ubicadas en el occidente del país, que impidió a las compañías generadoras poder transportar en su totalidad la energía hacia los puntos de entrega acordados con las empresas de distribución. Como consecuencia, ETESA tuvo que retribuirles a las generadoras del occidente a través de un gasto de generación obligada. Durante el año 2017, ETESA generó en concepto de generación obligada la suma de US$80.7 millones, de los cuales US$40.0 millones fueron reconocidos como ingreso tarifario dentro del cálculo del IMP (Ingreso Máximo Permitido) con cargo al mercado durante los años 2018-2021. Al 31 de marzo de 2019 se observa igualmente una disminución significativa (-21.18%) en los gastos de operación y mantenimiento del ETESA, como resultado de la disminución (de US$4.9 millones a US$0.6 millones) en el pago de Generación Obligada a las empresas generadoras ubicadas en el occidente del país.

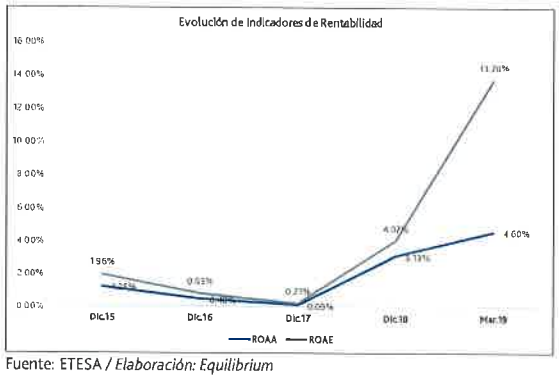
El gasto de depreciación aumentó en 26.67% al 31 de diciembre de 2018, debido a la incorporación de los activos fijos de la Tercera Línea de Transmisión, mientras que los gastos generales y administrativos (especialmente gasto de personal e impuestos, tasas de regulación y fiscalización) disminuyeron en 3.02%. Al 31 de marzo de 2019 el gasto de depreciación aumenta en 5.36% como resultado de la incorporación de activos relacionados al plan de CAPEX del periodo.

Al 31 de diciembre de 2018 ETESA reporta una partida de US$15.8 millones correspondiente a la amortización de la cuenta de diferimiento en actividades reguladas, la cual corresponde a la recuperación de una cuenta de US$40.0 millones relacionada a los costos incurridos de manera extraordinaria por ETESA en el 2017 por la generación obligada y desplazada asignada al Emisor, dado el retraso en las obras de la Tercera Línea de Transmisión. Los US$40.0 millones serían recuperados por ETESA en un periodo de cuatro años por medio de la Tarifa en el Ingreso máximo permitido, descontada a una base de descuento promedio de 3.14%. Al 31 de marzo de 2019 la amortización de dicha partida ascendió a US$1.6 millones.

A pesar de los mayores gastos financieros asociados tanto al financiamiento de la Tercera Línea de Transmisión, como del pago de servidumbre y el plan de CAPEX, y la amortización de US$15.8 millones de la cuenta de diferimiento en actividades reguladas explicada en el párrafo anterior, ETESA reportó una utilidad neta de US$12.9 millones al 31 de diciembre de 2018 (US$622 mil a diciembre de 2017), producto de los mayores ingresos recaudados por el Emisor y los menores gastos de transmisión al incorporar las operaciones de la Tercera Línea de Transmisión. La tendencia positiva continúa durante el primer trimestre de 2019, reportando ETESA una utilidad de US$8.8 millones (comparado a una pérdida de US$1.3 millones a marzo de 2018).

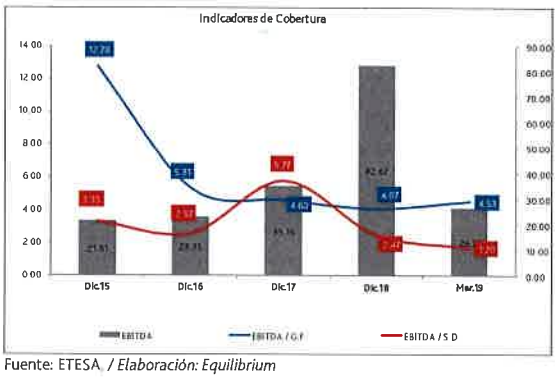
En consecuencia de lo anterior, los indicadores de rentabilidad promedio del activo y el patrimonio anualizados

(ROAA y ROAE, respectivamente) muestran mejoras significativas, según se observa en la siguiente gráfica:



Fuente: ETESA / *Elaboración: Equilibrium*

La generación, medida a través del EBITDA, se ubica en US$82.7 millones al 31 de diciembre de 2018, exhibiendo un margen de 65.8%. El EBITDA logra cubrir los gastos financieros en 4.07 veces y el servicio de deuda 2.47 veces. Al 31 de marzo de 2019, el EBITDA anualizado se ubica en US$99.0 millones y cubre los gastos financieros y el servicio de deuda en 4.53 y 1.70 veces, respectivamente, según se observa en la siguiente gráfica:



Fuente: ETESA / *Elaboración: Equilibrium*

En cuanto al flujo de caja operativo (FCO), al 31 de diciembre de 2018, el Emisor reporta una reducción importante (de US$83.2 millones a diciembre de 2016 a US$17.5 millones a diciembre de 2017) como resultado del aumento de las cuentas por cobrar tanto a las compañías generadoras, como a las distribuidoras, producto del incremento en las tarifas a las compañías generadoras y al retraso en la aplicación del nuevo pliego tarifario por parte del Gobierno, por lo cual el Gobierno lo asumió como un subsidio. En consecuencia, las coberturas del servicio de deuda y los gastos financieros disminuyen a 0.86 y 0.52 veces, respectivamente (10.87 y 13.65 veces, respectivamente en diciembre de 2017).

Al 31 de marzo de 2019, ETESA reporta un FCO negativo de US$34.9 millones, como resultado de una disminución en las cuentas por pagar a proveedores de materiales y suministros, el cual fue cubierto mediante financiamiento bancario.

EMPRESA DE TRANSMISION ELECTRICA, S.A.
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Dic.18	Mar.19
ACTIVOS					
Efectivo y depósistos en Bancos	6,401	10,539	26,702	19,469	10,540
Cuentas por cobrar	17,642	19,074	18,383	72,374	84,134
Distribuidoras de energia	8,669	9,476	7,495	45,456	27,574
Generadoras de energia	4,296	4,939	9,991	22,773	44,280
Entidades gubernamentales	1,909	591	588	588	588
Otros agentes del mercado	1,948	4,378	1,027	1,174	1,285
Otros	928	628	220	5,178	13,399
Menos Provision para cuentas incobrables	(109)	(938)	(938)	(2,795)	(2,992)
Activos de Contratos			17,712	24,164	19,317
Cuentas por cobrar - accionistas	20,541	16,541			
Impuesto sobre la renta pagado por anticipado		3,068	3,921		
ACTIVOS CORRIENTES	44,583	49,223	66,717	116,007	113,992
Inmuebles, Planta y Equipo y Mejoras a la Propiedad, neto	206,135	263,665	523,548	582,228	576,034
Construcciones en Proceso	152,581	137,009	114,024	130,299	160,082
Derecho de Servidumbres	20,686	19,937	85,242	83,345	82,675
Inventario de repuestos	4,607	3,712	3,649	4,206	4,097
Adelantos a contratistas	4,157	5,941	4,138	9,950	12,342
Inversion en asociadas	17,147	16,884	16,764	17,574	18,652
Prestamos por cobrar a asociadas	3,635	3,288	2,942	2,596	2,596
Cuentas de diferimiento en actividades reguladas			37,968	23,378	21,780
Fondo de Cesantía	2,310	1,655	1,922	2,148	2,077
Impuestos diferidos	3,656	3,617		886	886
Otros activos	4,051	6,107	2,117	2,117	3,106
ACTIVOS NO CORRIENTES	418,965	461,815	792,314	858,728	884,327
TOTAL DE ACTIVOS	463,549	511,037	859,031	974,735	998,319
PASIVOS					
Préstamos a corto plazo	22,200	96,850	96,771		80,000
Porción circulante de préstamos bancarios por pagar	4,668	4,668	3,815	8,423	1,979
Cuentas por pagar	37,377	48,255	347,495	93,187	44,504
Proveedores	28,833	41,296	61,002	75,931	31,103
Distribuidoras de energia	380	421	5,821	2,681	2,182
Generadoras de energia	8,107	4,152	4,330	13,207	10,619
Otros	58	2,385	511	1,368	600
Tercera Linea de Transmision			275,831		
Intereses por pagar	370	668	5,270	2,442	1,588
Retenciones a contratistas	7,769	3,779	3,682	1,172	1,044
Gastos acumulados por pagar y otros pasivos	1,722	5,800	4,352	6,741	6,094
Provision para Litigios y Compromisos	18,118	8,608			
Devoluciones por atraso en proyectos de inversion	630	1,720			
Impuestos sobre la Renta por Pagar	595			389	3,076
PASIVOS CORRIENTES	93,449	170,348	461,384	112,353	138,285
Préstamo bancario por pagar, excl porción circulante	63,634	22,696	38,408	483,932	471,106
Devolucion tarifaria por pagar	12,224	24,219	38,887	40,529	41,119
Retenciones a contratistas	1,942	2,598	2,139	2,113	2,197
Provisiones Laborales	1,944	2,155	1,713	2,135	1,815
Saldos acreedores de Cuentas de diferimiento de act regulada				8,664	8,975
Provision para Litigios y Compromisos	6,158	6,617	4,645	1,726	1,726
PASIVOS NO CORRIENTES	85,903	58,284	85,792	539,099	526,938
TOTAL DE PASIVOS	179,352	228,632	547,176	651,452	665,223
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS					
Capital social	124,872	124,872	124,872	124,872	124,872
Aporte de capital por subvencion	39,841	39,841	68,667	68,667	68,667
Utilidades del periodo	5,579	2,339	622	12,932	8,750
Utilidades retenidas de periodos anteriores	118,550	120,129	122,469	121,789	135,784
Impuesto complementario	(4,646)	(4,777)	(4,777)	(4,978)	(4,978)
TOTAL PATRIMONIO	284,197	282,405	311,853	323,283	333,095
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	463,549	511,037	859,030	974,735	998,319

EMPRESA DE TRANSMISION ELECTRICA, S.A.

	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Dic.18	Mar.19
INGRESOS OPERATIVOS	65,943	66,831	106,616	125,607	32,068
Transmisión de energia	51,208	47,224	84,459	108,304	27,494
Conexión	5,576	6,727	7,438	5,017	1,473
Operación integrada	9,159	12,880	14,719	12,286	3,102
COSTOS OPERATIVOS	0	0		0	0
MARGEN OPERATIVO	65,943	66,831	106,616	125,607	32,068
Gastos de operación y mantenimiento	(58,923)	(62,045)	(99,268)	(80,145)	(15,519)
Transmisión	(30,374)	(26,429)	(56,998)	(30,338)	(3,446)
Conexión	(174)	(164)	(127)	(147)	(44)
Operación integrada	(5,919)	(6,428)	(6,199)	(7,402)	(1,426)
Hidrometereología					
Generales y administrativos	(9,031)	(13,085)	(11,016)	(10,684)	(3,104)
Generación Obligada					
Depreciación y Amortización	(13,425)	(15,938)	(24,926)	(31,575)	(7,499)
Otros Ingresos operativos	1,161	2,627	2,885	5,637	2,663
UTILIDAD OPERATIVA	8,182	7,414	10,233	51,099	19,212
Otros ingresos, neto	1,663	530	594	1,623	1,078
Participacion en la ganancia de inversiones en asociadas	2,170	862	781	1,804	1,055
Participacion en la perdida de inversion en negocio conjunto	(507)	(331)	(188)	(180)	23
UTILIDAD ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	9,845	7,944	10,826	52,722	20,290
Costos financieros, neto	(1,502)	(4,160)	(7,440)	(20,045)	(6,167)
Intereses ganados	189	234	210	248	23
Gasto de intereses por financiamiento	(1,691)	(3,874)	(6,881)	(9,696)	(5,975)
Gasto de interés por tercera línea de transmisión				(9,737)	
Gasto de intereses por devolucion tarifaria		(520)	(770)	(860)	(215)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	8,344	3,784	3,386	32,677	14,122
Impuesto sobre la renta, neto	(2,764)	(1,445)	(2,764)	(3,981)	(3,750)
UTILIDAD/ PÉRDIDA ANTES DE MOV NETOS EN SALDOS DE CUENTAS DE DIFERIMIENTO DE ACT REGULADAS	5,579	2,339	622	28,696	10,373
Movimiento neto en saldo de cuentas de diferimiento de actividades relacionadas				(15,764)	(1,623)
UTILIDAD / (PERDIDA) NETA	5,579	2,339	622	12,932	8,750

EMPRESA DE TRANSMISION ELECTRICA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Dic.18	Mar.19
SOLVENCIA					
Pasivos / Patrimonio	0.63	0.81	1.75	2.02	2.00
Deuda Financiera / Pasivo	0.48	0.52	0.25	0.74	0.83
Deuda Financiera / Patrimonio	0.30	0.42	0.43	1.50	1.65
Pasivo / Activo	38.7%	44.7%	63.7%	66.8%	66.6%
Pasivo Corriente / Pasivo total	52.1%	74.5%	84.3%	17.2%	20.8%
Pasivo No Corriente / Pasivo total	47.9%	25.5%	15.7%	82.8%	79.2%
Deuda Financiera / EBITDA	3.97	5.12	3.84	5.85	5.57
LIQUIDEZ					
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	0.48	0.29	0.14	1.03	0.82
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos pagados x anticipado / Pasivo Cte.)	0.48	0.27	0.14	1.03	0.82
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.07	0.06	0.06	0.17	0.40
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	(48,865)	(121,125)	(394,667)	3,654	(24,293)
GESTIÓN					
Gastos Operativos / Ingresos	89.4%	92.8%	93.1%	63.8%	48.4%
Gastos Financieros / Ingresos	2.3%	6.2%	7.0%	16.0%	-19.2%
Días Promedio de Cuentas por Cobrar	89.60	98.89	63.24	130.06	118.06
RENTABILIDAD					
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.0%	100.0%
Margen Operativo	12.41%	11.09%	9.60%	40.7%	59.9%
Margen Neto	8.46%	3.50%	0.58%	10.3%	27.3%
ROAA*	1.25%	0.48%	0.09%	3.1%	4.6%
ROAE*	1.96%	0.83%	0.21%	4.1%	13.8%
GENERACIÓN					
FCO	8,888	40,359	83,179	17,511	-34,940
FCO anualizado	8,888	40,359	83,179	17,511	n.d
EBITDA	21,608	23,352	35,159	82,674	26,711
EBITDA anualizado	21,608	23,352	35,159	82,674	98,983
Margen EBITDA	32.8%	34.9%	33.0%	65.8%	83.3%
COBERTURAS					
EBITDA / Gastos Financieros	12.78	5.31	4.60	4.07	4.53
EBITDA / Servicio de Deuda	3.33	2.57	5.77	2.47	1.70
FCO / Gastos Financieros	5.26	9.18	10.87	0.86	n.d.
FCO / Servicio de Deuda	1.37	4.45	13.65	0.52	n.d.

*Anualizados

ANEXO I
HISTORIA DE CALIFICACIÓN – EMPRESA DE TRANSMISION ELECTRICA, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (Al 30.09.18)	Calificación Actual (Al 31.12.18 y al 31.03. 19)	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.

ANEXO II
DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS – EMPRESA DE TRANSMISION ELECTRICA, S.A.

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 2019:	US$0.00 (100% disponible)
Series Calificadas en Circulación:	NA
Registro:	Resolución SMV No. 97-2019 del 26 de marzo de 2019

ANEXO III
ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL – EMPRESA DE TRANSMISION ELECTRICA, S.A.

Accionistas al 31.03.2019

Accionistas	Participación
Gobierno de Panamá	100%
Total	100%

Fuente: ETESA / *Elaboración: Equilibrium*

Directorio al 31.03.2019

Directorio	
Dulcidio de la Guardia*	Presidente
Victor Carlos Urrutia	Secretario
Iván Zarak	Tesorero
Boris Ortiz	Director

Fuente: ETESA / *Elaboración: Equilibrium*
*Renunció a partir del 30 de junio de 2019. No han anunciado su reemplazo.

Plana Gerencial al 31.03.19

Nombre	Cargo
Gilberto Ferrari	Gerente General
Víctor González	Director del CND
Raúl Cerrud	Director de Recursos Humanos
Patricia Rojas	Directora de Auditoría Interna
Darío Espinosa	Director de Finanzas
Antonio Güelfi	Director de Transmisión
Marisol Abad de Alemán	Director de Servicios Corporativos
Diego González	Director de Hidrometereología
José S. Vergara	Director de Gestor Comercial
Angélica Bertoli	Director de Asesoría Legal
Jesús Berrío	Director de Tecnología de la Información

Fuente: ETESA / *Elaboración: Equilibrium*

© 2019 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ("EQUILIBRIUM") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS "PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.