



EQPA19/073

Panamá, 12 de abril 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 asignar 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)	<i>(nueva)</i> AAA.pa	Refleja la capacidad más alta de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados.
<i>Perspectiva</i>	<i>Estable</i>	

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

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

Bolsa de Valores de Panamá

Recibido por: 

Fecha: 15 abril 2019

Hora: 10:41 a.m.



Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

EMPRESA DE TRANSMISION ELECTRICA, S.A. - ETESA

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación

Sesión de Comité: 12 de abril de 2019

Contacto:

(507) 214 7049

Ana Lorena Carrizo

Jefe de Análisis de Riesgo

acarrizo@equilibrium.com.pa

María Gabriela Sedda

Analista

msedda@equilibrium.com.pa

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 y 2017 y Estados Financieros interinos no auditados al 30 de septiembre 2017 y 2018 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 otorgar 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, producto de la sólida perspectiva de crecimiento esperada para los próximos años. 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, los cuales le proporcionan 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. A pesar del significativo incremento en los niveles de deuda financiera producto del financiamiento

Instrumentos	Calificación (*)
Bonos Corporativos	(nueva) 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.

de la Tercera Línea de Transmisión, el Emisor mantiene, al corte de análisis, un adecuado nivel de endeudamiento, situación que se refleja en su apalancamiento contable (Pasivo/Patrimonio) y financiero (deuda financiera total/EBITDA). En este sentido, es de resaltar el crecimiento exhibido en la generación del Emisor -medida a través del EBITDA- como resultado de la incorporación de las operaciones de la Tercera Línea de Transmisión, mostrando una adecuada cobertura tanto del gasto financiero, como del Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM). En cuanto a la generación a través del Flujo de Caja Operativo (FCO), la misma se afectó durante el ejercicio 2018 por el repago al contratista del proyecto Llave en Mano de la Tercera Línea de Transmisión, la cual corresponde a una transacción no recurrente que fue posteriormente fondeada con un financiamiento a tres años otorgado por Citibank NY, el mismo que recogió, además, el refinanciamiento de algunas obligaciones de corto plazo que permitió mejorar los indicadores de liquidez del Emisor, los mismos que había 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.

A pesar de los factores positivos señalados anteriormente, se destaca como oportunidad de mejora hacia el Emisor el aumento esperado de la Palanca Financiera en los siguientes meses producto de la toma de financiamiento a través del

mercado de capitales (tanto local como internacional) a fin de reperfilarse la deuda actual y financiar las futuras inversiones en CAPEX. 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. Otro punto a resaltar corresponde al hecho que las nuevas emisiones locales 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 se encuentra en proceso de realizar una emisión de bonos (hasta por US\$500.0 millones en el mercado internacional, el mismo que, según las proyecciones de ETESA, tendría una vida promedio de al menos 20 años. Dichos fondos se tomarán para refinanciar la deuda a mediano plazo que mantiene con Citibank. También se destaca como relevante el hecho de 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.

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 30 de septiembre de 2017.

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 Hidrometeorología.

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 266 millones. 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.

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. Se espera que la construcción de la Cuarta Línea de Transmisión inicie en la temporada seca de 2020 e inicie operaciones en 2023.

El Emisor se encuentra en proceso de registrar una Emisión de Bonos Internacional por US\$500.0 millones, la cual será utilizada 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. Igualmente, el 26 de marzo de 2019, se inscribió en la Superintendencia de Mercado de Valores de Panamá (SMV) el Programa Rotativo de Bonos Corporativos por US\$300 millones, el cual será utilizado para financiar las necesidades de CAPEX de los próximos años del Sistema de Transmisión Nacional. 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.

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

Activos y Liquidez

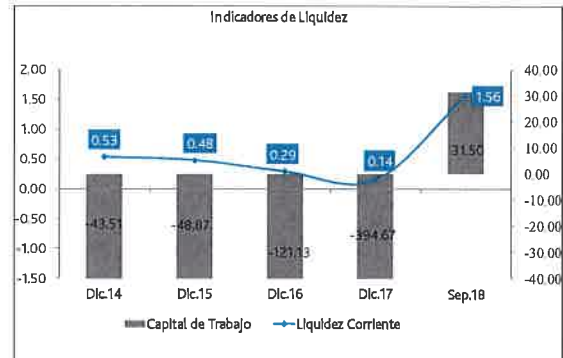
Al cierre fiscal 31 de diciembre de 2017, los activos totales de ETESA ascienden a US\$859.0 millones, registrando un aumento de 68.10% con respecto al 2016, producto principalmente de un incremento de 98.57% en el rubro de inmuebles, planta y equipo, aunado a un aumento de 89.23% en los niveles de cuentas por cobrar y una cuenta de diferimiento en actividades reguladas por US\$38.0 millones.

Mientras el aumento en inmuebles es atribuible a la capitalización de US\$252.0 millones en torres y equipos correspondientes al proyecto Llave en Mano de la Tercera Línea de Transmisión Eléctrica, más Servidumbres por US\$23.8 millones, el incremento en cuentas por está relacionado a las mayores tarifas de transmisión cobradas a las empresas generadoras, producto del inicio de operaciones de la Tercera Línea de Transmisión. 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. La partida diferida de US\$38.0 millones 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 2.56%.

Al 30 de septiembre de 2018, los activos totales de ETESA reportan un incremento de 2.73% con respecto al 31 de diciembre de 2017, principalmente como resultado de un aumento de 69.35% en las cuentas por cobrar, tanto a las generadoras como a las distribuidoras de energía. En el caso del aumento de las cuentas por cobrar a las generadoras de energía, el mismo está relacionado al efecto de nueve meses de mayor tarifa de transmisión, considerando que la Tercera Línea de Transmisión inició operaciones en el mes de octubre de 2017, mientras que en el caso del aumento en cuentas por cobrar a las distribuidoras de energía, es atribuido 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.

Dado que ETESA usualmente financia sus inversiones de CAPEX con deuda a corto plazo, la liquidez históricamente ha sido baja. Sin embargo, la misma se deteriora aún más a diciembre de 2017 (de 0.29 veces al cierre de 2016 a 0.14 veces en el 2017), producto de una partida de US\$275.8 millones por pagar al contratista de la Tercera Línea de Transmisión (Odebrecht) que ejecutó el proyecto mediante la modalidad Llave en Mano. Al 30 de septiembre 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 1.56 veces al 30 de septiembre de 2018. Producto de lo anterior, el capital de trabajo mostró niveles positivos por primera vez en el periodo evaluado, según se observa en la siguiente gráfica:



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 30 de septiembre de 2018.

Estructura Financiera y Solvencia

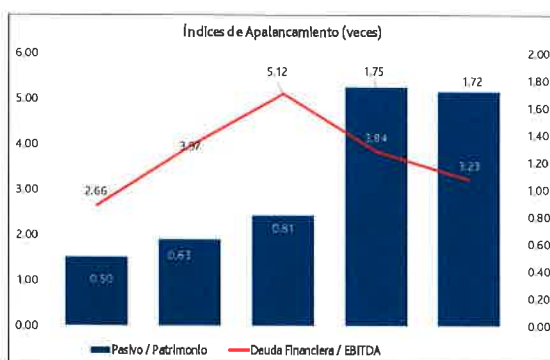
Al 31 de diciembre de 2017, los pasivos del Emisor financian el 63.70% de los activos, y ascienden a US\$547.2 millones, lo cual representa un aumento de US\$291.1 millones o 139.33% con respecto al 2017, producto principalmente del saldo de US\$275.8 millones mantenidos por pagar al contratista de la Tercera Línea de Transmisión mencionado con anterioridad.

Al 30 de septiembre de 2018, los pasivos del Emisor muestran un aumento de 2.0% con respecto al 2017, los cuales recogen el financiamiento a mediano plazo obtenido de Citibank NY 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, al igual que un desembolso de US\$15.0 millones obtenido de la Corporación Andina de Fomento (CAF), con vencimiento en el 2030.

Al 31 de diciembre de 2017, el patrimonio del Emisor totaliza US\$311.9 millones, representando 36.30% de los activos, reportando un aumento de 10.43% con respecto al 2016, como resultado de un aporte adicional de capital recibido por US\$28.9 millones, el cual fue utilizado en su totalidad para redimir anticipadamente obligaciones mantenidas con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Nacional de Panamá. Al 30 de septiembre de 2018, se

observa un aumento de 2.73% en el patrimonio de ETESA, producto de la retención de las utilidades del periodo.

Con respecto a los niveles de apalancamiento del Emisor, se observa un incremento en los mismos, producto del aumento de la deuda financiera para fundear la Tercera Línea de Transmisión. A pesar de lo anterior, al 30 de septiembre de 2018, los mismos se mantienen en niveles adecuados. En este sentido, la Palanca Contable (Pasivo/Patrimonio) aumenta de 0.81 veces a 1.75 veces entre el 2016 y 2017, situándose en 1.72 veces al 30 de septiembre de 2018. Por otro lado, el indicador de Deuda Financiera/EBITDA (Palanca Financiera) pasa de 5.12 veces en el 2016 a 3.84 y 3.23 veces al 31 de diciembre de 2017 y al 30 de septiembre de 2018, respectivamente, como resultado de mayores niveles de EBITDA generados por ETESA a raíz de la incorporación de los ingresos obtenidos por la Tercera Línea de Transmisión.



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.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Sep.18
EBITDA/Servicio de deuda > 2.0x	3.72	3.33	2.57	5.77	6.73
Deuda financiera/EBITDA < 6.0x	2.66	3.97	5.12	3.84	3.23
Pasivo/Patrimonio < 2.0x	0.50	0.63	0.81	1.75	1.72

El financiamiento otorgado por Citibank mantiene los siguientes resguardos, los cuales son escalonados y el cumplimiento es a partir de diciembre de 2018:

	Dic.18	Dic.19	Dic.20 en adelante
Mínimo - EBITDA/Intereses	1.50x	1.75x	2.0x
Máximo - Deuda financiera/EBITDA	10.5x	8.5x	7.5x

De acuerdo a las proyecciones recibidas del Emisor, ETESA continuaría cumpliendo con los resguardos establecidos por Citibank. Sin embargo, cabe señalar que dicho financiamiento será reemplazado durante el 2019 con los recursos que se obtendrían de una potencial colocación de Bonos Internacionales por US\$500.0 millones.

El Emisor deberá cumplir con los siguientes resguardos financieros establecidos en el Programa Rotativo de Bonos Corporativos, los mismos que fueron validados en sus proyecciones.

Resguardos Financieros
<ul style="list-style-type: none"> Razón de deuda Neta /EBITDA \leq 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 \leq 2.50 veces Cobertura del Servicio de Deuda con el EBITDA \geq 1.50 veces.

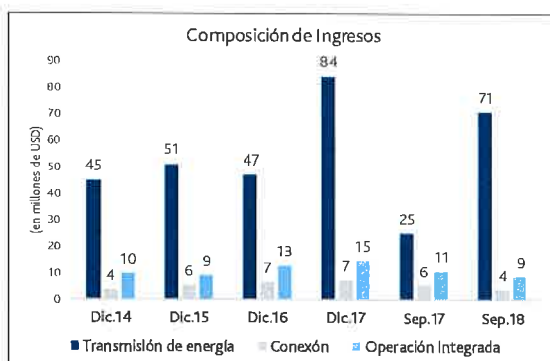
Generación, Eficiencia y Rentabilidad

A pesar de un aumento de 59.53% en los ingresos de ETESA al cierre del periodo fiscal 2017, las utilidades del Emisor disminuyen en 73.42%, debido al efecto combinado de mayores gastos de transmisión, depreciación e interés.

El incremento en los ingresos del Emisor, es producto de mayores ingresos percibidos tanto por transmisión (+78.85%), como por los servicios de conexión (+10.56%) y operaciones integradas (+14.28%). Los mayores ingresos por transmisión y conexión están relacionados a la entrada en operación de la Tercera Línea de Transmisión. 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 Hidrometeorología, ambas Divisiones de ETESA, los cuales son básicamente un *pass thru* de los costos y gastos incurridos en de dichas operaciones.

ETESA reporta, al 31 de diciembre de 2017, un aumento de 115.66% en los gastos de transmisión (de US\$26.4 millones a US\$57.0 millones) como resultado de un aumento de Generación Obligada, producto de no contar con el 100% de la Tercera Línea de Transmisión en enero de 2017. 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. Esta generación obligada se produjo por la 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.

El gasto de depreciación aumentó en 56.39% al 31 de diciembre de 2017, debido a la incorporación de los activos fijos de la Tercera Línea de Transmisión, mientras que el incremento en gasto de interés (+77.61%) está relacionado al efecto combinado de mayores niveles de deuda mantenidos por el Emisor y el año completo de la deuda adquirida en el 2016.

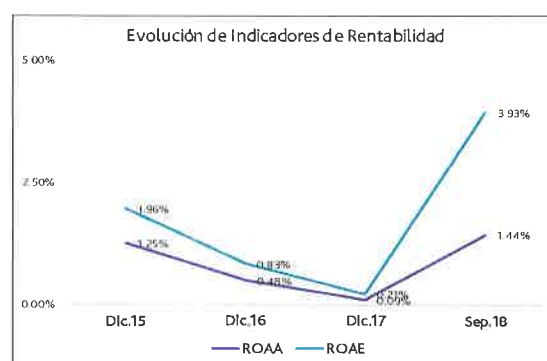


Fuente: ETESA / Elaboración: Equilibrium

Según se observa en la gráfica anterior, al comparar el periodo de nueve meses al 30 de septiembre de 2018, contra el mismo periodo del año anterior, se observa un incremento de 100.69% en los ingresos percibidos por el Emisor, como resultado del efecto de la entrada en operación de la Tercera Línea de Transmisión en octubre de 2017. Se muestra igualmente una disminución significativa (-77.42%) en los gastos de operación y mantenimiento del ETESA, como resultado de la ausencia del pago de Generación Obligada a las empresas generadoras ubicadas en el occidente del país.

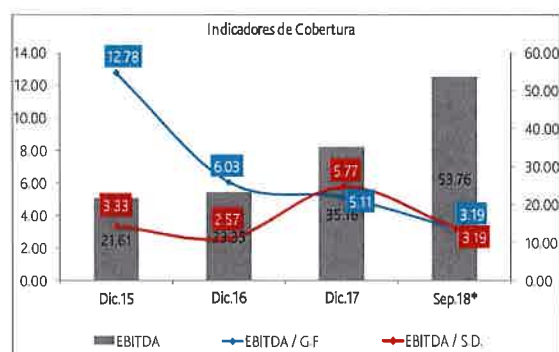
A pesar de los mayores gastos financieros asociados tanto al financiamiento de la Tercera Línea de Transmisión, como del pago de servidumbre y el plan de CAPEX, ETESA reportó una utilidad neta de US\$12.5 millones al 30 de septiembre de 2018 (comparado a una pérdida de US\$40.7 millones durante el mismo periodo del año anterior).

Producto de los mayores ingresos recaudados por el Emisor al incorporar las operaciones de la Tercera Línea de Transmisión, los indicadores de rentabilidad promedio del activo y el patrimonio anualizados (ROAA y ROAE, respectivamente) muestran mejoras, según se observa en la siguiente gráfica:



Fuente: ETESA / Elaboración: Equilibrium

La generación, medida a través del EBITDA, se ubica en US\$35.2 millones al 31 de diciembre de 2017, exhibiendo un margen de 33.0%. El EBITDA logra cubrir los gastos financieros en 5.11 veces. Al 30 de septiembre de 2018, el EBITDA se ubica en US\$53.8 millones y cubre los gastos financieros y el servicio de deuda en 3.19 veces, según se observa en la siguiente gráfica:



*Tanto el EBITDA como los gastos financieros al 30 de septiembre de 2018 únicamente incluye el periodo de 9 meses.

Fuente: ETESA / Elaboración: Equilibrium

En cuanto al flujo de caja operativo (FCO), al 31 de diciembre de 2017, El Emisor reporta un saldo de US\$83.2 millones (US\$40.4 millones en el 2016) como resultado del aumento de las cuentas por pagar. Al 31 de diciembre de 2017, el FCO logra cubrir los gastos financieros 12.09 veces y el Servicio de Deuda 13.65 veces.

Al 30 de septiembre 2018, ETESA reporta un FCO anualizado negativo de US\$243.6 millones, como resultado del pago de US\$275.8 millones al contratista del Proyecto Llave en Mano de la Tercera Línea de Transmisión, el cual fue cubierto mediante financiamiento bancario.

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

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Sep.18
ACTIVOS					
Efectivo y depósitos en Bancos	9,695	6,401	10,539	26,702	22,708
Cuentas por cobrar	15,182	17,642	19,074	36,095	61,125
Distribuidoras de energía	7,272	8,669	9,476	7,495	18,965
Generadoras de energía	4,132	4,296	4,939	27,702	41,531
Entidades gubernamentales	588	1,909	591	588	588
Otros agentes del mercado	3,087	1,948	4,378	1,027	978
Otros	233	928	628	220	
Menos Provisión para cuentas incobrables	(130)	(109)	(938)	(938)	(938)
Cuentas por cobrar - accionistas	24,541	20,541	16,541		
Impuesto sobre la renta pagado por anticipado	216		3,068	3,921	3,921
ACTIVOS CORRIENTES	49,634	44,583	49,223	66,717	87,753
Inmuebles, Planta y Equipo y Mejoras a la Propiedad, neto	217,536	206,135	263,665	523,548	516,038
Construcciones en Proceso	103,941	152,581	137,009	114,024	115,718
Derecho de Servidumbres	21,436	20,686	19,937	85,242	84,015
Inventario de repuestos	3,916	4,607	3,712	3,649	3,706
Adelantos a contratistas	4,342	4,157	5,941	4,138	12,732
Cuentas y Documentos por Cobrar					
Cuentas por Cobrar IV Línea de Transmisión					
Inversión en asociadas	16,131	17,147	16,884	16,764	17,550
Prestamos por cobrar a asociadas	3,981	3,635	3,288	2,942	2,769
Cuentas de diferimiento en actividades reguladas				37,968	37,968
Fondo de Cesantía	1,966	2,310	1,655	1,922	2,144
Impuestos diferidos	2,001	3,656	3,617		
Otros activos	4,037	4,051	6,107	2,117	2,116
ACTIVOS NO CORRIENTES	379,286	418,965	461,815	792,314	794,755
TOTAL DE ACTIVOS	428,920	463,549	511,037	859,031	882,508
PASIVOS					
Préstamos a corto plazo	26,947	22,200	96,850	96,771	656
Porción circulante de préstamos bancarios por pagar	4,833	4,668	4,668	3,815	
Porción circulante de bonos corporativos por pagar					
Cuentas por pagar	46,532	37,377	48,255	347,495	43,315
Proveedores	38,954	28,833	41,296	61,002	38,838
Distribuidoras de energía	368	380	421	5,821	1,245
Generadoras de energía	7,169	8,107	4,152	4,330	2,838
Otros	41	58	2,385	511	393
Tercera Línea de Transmisión				275,831	
Intereses por pagar	237	370	668	5,270	1,171
Retenciones a contratistas	5,625	7,769	3,779	3,682	1,212
Gastos acumulados por pagar y otros pasivos	2,185	1,722	5,800	4,352	5,247
Provisión para Litigios y Compromisos		18,118	8,608		
Devoluciones por atraso en proyectos de inversión	6,782	630	1,720		
Impuestos por Pagar		595			4,653
PASIVOS CORRIENTES	93,142	93,449	170,348	461,384	56,253
Préstamo bancario por pagar, excl porción circulante	39,999	63,634	22,696	38,408	455,250
Devolución tarifaria por pagar		12,224	24,219	38,887	38,809
Retenciones a contratistas	1,406	1,942	2,598	2,139	1,514
Provisiones Laborales	1,462	1,944	2,155	1,713	1,713
Pasivo diferido					
Provision para Litigios y Compromisos	7,450	6,158	6,617	4,645	4,603
PASIVOS NO CORRIENTES	50,317	85,903	58,284	85,792	501,889
TOTAL DE PASIVOS	143,459	179,352	228,632	547,176	558,142
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS					
Capital social	124,872	124,872	124,872	124,872	124,872
Aporte de capital por subvención	39,841	39,841	39,841	68,667	68,667
Utilidades del periodo	6,926	5,579	2,339	622	12,512
Utilidades retenidas de periodos anteriores	118,124	118,550	120,129	122,469	123,091
Impuesto complementario	(4,302)	(4,646)	(4,777)	(4,777)	(4,777)
TOTAL PATRIMONIO	285,461	284,197	282,405	311,853	324,366
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	428,920	463,549	511,037	859,030	882,508

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Sep.18
INGRESOS OPERATIVOS	58,843	65,943	66,831	106,616	84,185
Transmisión de energía	45,255	51,208	47,224	84,459	71,040
Conexión	3,756	5,576	6,727	7,438	4,093
Operación integrada	9,833	9,159	12,880	14,719	9,052
COSTOS OPERATIVOS	0	0	0		
MARGEN OPERATIVO	58,843	65,943	66,831	106,616	84,185
Gastos de operación y mantenimiento	(49,566)	(58,923)	(62,045)	(99,268)	(52,389)
Transmisión	(22,719)	(30,374)	(26,429)	(56,998)	(18,213)
Conexión	(115)	(174)	(164)	(127)	(114)
Operación integrada	(5,779)	(5,919)	(6,428)	(6,199)	(4,135)
Hidrometeorología					
Generales y administrativos	(6,575)	(9,031)	(13,085)	(11,016)	(8,282)
Generación Obligada					
Depreciación y Amortización	(14,377)	(13,425)	(15,938)	(24,926)	(21,646)
Otros Ingresos operativos	1,532	1,161	2,627	2,885	319
UTILIDAD OPERATIVA	10,809	8,182	7,414	10,233	32,114
Otros ingresos, neto	2,430	1,663	530	594	1,795
Ingresos varios					
Otros ingresos/(gastos) neto					196
Participación en la ganancia de inversiones en asociadas	2,596	2,170	862	781	1,604
Participación en la pérdida de inversión en negocio conjunto	(167)	(507)	(331)	(188)	(4)
UTILIDAD ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	13,239	9,845	7,944	10,826	33,910
Costos financieros, neto	(1,560)	(1,502)	(4,160)	(7,440)	(16,745)
Intereses ganados	172	189	234	210	124
Gasto de intereses por financiamiento	(1,732)	(1,691)	(3,874)	(6,881)	(7,131)
Gasto de interés por tercera línea de transmisión					(9,737)
Gasto de intereses por devolución tarifaria			(520)	(770)	
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	11,680	8,344	3,784	3,386	17,165
Impuesto sobre la renta, neto	(4,753)	(2,764)	(1,445)	(2,764)	(4,653)
UTILIDAD/ PÉRDIDA NETA	6,926	5,579	2,339	622	12,512

EMPRESA DE TRANSMISION ELECTRICA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Sep.18
SOLVENCIA					
Pasivos / Patrimonio	0.50	0.63	0.81	1.75	1.72
Deuda Financiera / Pasivo	0.47	0.48	0.52	0.25	0.82
Deuda Financiera / Patrimonio	0.23	0.30	0.42	0.43	1.41
Pasivo / Activo	33.4%	38.7%	44.7%	63.7%	63.2%
Pasivo Corriente / Pasivo total	64.9%	52.1%	74.5%	84.3%	10.1%
Pasivo No Corriente / Pasivo total	35.1%	47.9%	25.5%	15.7%	89.9%
Deuda Financiera / EBITDA	2.66	3.97	5.12	3.84	3.23
LIQUIDEZ					
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	0.53	0.48	0.29	0.14	1.56
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos pagados x anticipado / Pasivo Cte.)	0.53	0.48	0.27	0.14	1.49
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.10	0.07	0.06	0.06	0.40
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	(43,508)	(48,865)	(121,125)	(394,667)	31,500
GESTIÓN					
Gastos Operativos / Ingresos	84.2%	89.4%	92.8%	93.1%	62.2%
Gastos Financieros / Ingresos	2.7%	2.3%	6.2%	7.0%	19.9%
Días Promedio de Cuentas por Cobrar		89.60	98.89	93.14	98.02
RENTABILIDAD					
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	18.37%	12.41%	11.09%	9.60%	38.15%
Margen Neto	11.77%	8.46%	3.50%	0.58%	14.86%
ROAA*	n.d	1.25%	0.48%	0.09%	1.44%
ROAE*	n.d	1.96%	0.83%	0.21%	3.93%
GENERACIÓN					
FCO	43,505	8,888	40,359	83,179	-258,654
FCO anualizado	43,505	8,888	40,359	83,179	-243,594
EBITDA	25,186	21,608	23,352	35,159	53,761
EBITDA anualizado	25,186	21,608	23,352	35,159	141,064
Margen EBITDA	42.8%	32.8%	34.9%	33.0%	63.9%
COBERTURAS					
EBITDA / Gastos Financieros	14.55	12.78	6.03	5.11	3.19
EBITDA / Servicio de Deuda	3.72	3.33	2.57	5.77	3.19
FCO / Gastos Financieros	25.13	5.26	10.42	12.09	n.a.
FCO / Servicio de Deuda	6.43	1.37	4.45	13.65	n.a.

*Anualizados

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

Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual (Al 30.09.18)	Definición de Categoría Actual
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US\$300.0 millones)		(nueva) 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 Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US\$300.0 millones	
Emisor:	Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A.
Monto Máximo del Programa:	US\$300.0 millones
Plazo:	Será determinado mediante un Suplemento no menos de 3 días hábiles antes de la fecha de oferta
Tasa:	Podrá ser fija o variable. Será fijada por el Emisor antes de la fecha de oferta.
Amortización:	Será determinada mediante un suplemento al Prospecto Informativo con no menos de 3 días antes de la fecha de oferta.
Respaldo:	Crédito general del Emisor
Resguardos	<ol style="list-style-type: none"> Mantener en todo momento una Razón de Cobertura de Servicio de Deuda mínima de 1.5 veces. Mantener en todo momento una relación de Deuda Neta/EBITDA inferior a 8.5 veces (año 1), 7.5 veces (año 2), 7.0 veces (año 3), 6.5 veces (año 4), 6.0 veces (año 5). Mantener en todo momento una Razón de Deuda Neta/Patrimonio inferior a 2.5 veces.
Puesto de Bolsa y Casa de Valores:	Prival Securities, Inc.
Asesor Financiero y Co-Estructurador:	Prival Bank
Central de Custodia de Valores:	Central Latinoamericana de Valores (Latinclear)
Listado de Valores:	Bolsa de Valores de Panamá S.A.
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 30.09.2018

Accionistas	Participación
Gobierno de Panamá	100%
Total	100%

Fuente: ETESA / Elaboración: Equilibrium

Directorio al 30.09.2018

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

Fuente: ETESA / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 30.09.2018

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	Director de Servicios Corporativos
Diego González	Director de Hidrometeorología
Delia García	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 SERIA 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, DIFUNDIR, 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, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.