

Panamá, 10 de agosto de 2016  
Nota No. 661 -16 GAF ENA

Superintendente  
Lcda. Mareliisa Q. de Stanziola  
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES  
Ciudad

Estimada Superintendente de Stanziola:

Por medio de la presente y en cumplimiento al Acuerdo No. 3 – 2008 de 31 de marzo de 2008, le informamos como un Hecho Relevante la Calificación de Riesgo emitida por Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A., de fecha 6 de agosto de 2016, asignada para los bonos corporativos emitidos por el Fideicomiso Ena Este.

- ENA ESTE de AAA.pa a AA.pa.

La disminución en la calificación se respalda por el incumplimiento de las proyecciones iniciales de los flujos de peaje generados durante los primeros meses de operación y al retraso que se suscitó en la etapa de construcción de la carretera.

Atentamente,



Carlos E. Barnes  
GERENTE GENERAL

/jc



## FIDEICOMISO ENA ESTE

Ciudad de Panamá, Panamá

5 de agosto de 2016

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Bonos Corporativos (Hasta por US\$212.0 millones)	(modificada) de AAA.pa a AA.pa	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre ésta calificación y la inmediata superior son mínimas.
Perspectiva	(modificada) De Estable a Negativa	

*"La presente calificación no es una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la Emisión o de la solvencia del Emisor"*

<b>Emisor:</b>	Fideicomiso ENA Este
<b>Tipo de Instrumento:</b>	Emisión de Bonos Corporativos, debidamente registrada ante la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá y listados en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
<b>Monto de la Emisión:</b>	US\$ 212.0 millones
<b>Fecha de colocación:</b>	28 de marzo de 2014
<b>Plazo:</b>	10 años (una vez finalizado el quinto aniversario de la Fecha de Emisión, el Emisor podrá redimir el total o parte de la Emisión)
<b>Estructurador:</b>	Prival Bank, S.A.
<b>Agente Fiduciario:</b>	Banistmo, S.A.
<b>Fideicomitentes:</b>	Empresa Nacional de Autopista S.A. y ENA Este S.A.
<b>Administrador:</b>	Empresa Nacional de Autopista S.A.
<b>Monto en Circulación:</b>	US\$ 212.0 millones

**Historia de Clasificación:** Oferta Pública de Bonos Corporativos → AAA.pa (26.02.14), ↓ AA.pa (05.08.16).

La información utilizada para el presente análisis comprende los Estados Financieros Auditados del Fideicomiso ENA Este al 31 de diciembre de 2014 y 2015, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2015 y 2016. Al mismo tiempo se consideraron las proyecciones a 10 años del Fideicomiso ENA Este, e información financiera adicional proporcionada por el Fideicomiso.

**Fundamento:** Luego del análisis realizado, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió modificar de AAA.pa a AA.pa la calificación asignada a los Bonos Corporativos del Fideicomiso ENA Este (en adelante la Emisión) por US\$212.0 millones. Asimismo, la perspectiva fue modificada de Estable a Negativa.

La disminución en la categoría de riesgo asignada a la Emisión recoge el incumplimiento de las proyecciones iniciales remitidas respecto de los flujos de peaje generados por ENA Este producto de la afectación en el de tráfico vehicular en el Corredor Norte Fase IIB durante los primeros meses de operación de esta carretera, en adición al retraso que se suscitó en la etapa de construcción de la misma, siendo esto último señalado en los reportes de calificación anteriores. Esto último cobra mayor relevancia al considerar la subordinación existente en el repago del capital a los bonos Serie 2011 Clase B de la Emisión Fideicomiso ENA Sur. Es importante señalar igualmente que la Emisión calificada no constituye una obligación, ni está garantizada por la República de Panamá ni por ninguna entidad o institución, centralizada o descentralizada, relacionada con la República de Panamá.

Por su parte, la perspectiva Negativa se sustenta en la demora de la construcción del puente ubicado en el tramo Gonzalillo-Pedregal, lo cual no ha hecho posible terminar el Corredor Norte Fase IIB en su totalidad, incluyendo el último punto de cobro de peajes en Rana de Oro. De acuerdo a lo manifestado por parte de la Gerencia de ENA,

las obras relacionadas al puente del tramo Gonzalillo-Pedregal estarían concluyendo en el mes de octubre del año en curso.

No obstante lo anterior, sustentan la calificación asignada los flujos presentes y futuros que espera recibir el Emisor, los cuales incluyen el ingreso proveniente de los peajes cobrados en el Corredor Norte Fase IIB (proyecto que ha ampliado el Corredor Norte al enlazarlo con el Corredor Sur, así como con los flujos futuros de las inyecciones de capital previstas por Empresa Nacional de Autopistas S.A. (ENA) para ENA Este. Asimismo, se sopesa la existencia de una cuenta Reserva para el Servicio de la Deuda (DSRA, por sus siglas en inglés) dentro de la estructura del Fideicomiso que permite el pago de intereses y gastos operativos acumulados hasta por ocho trimestres al 31 de marzo de 2014, bajo la suposición que Corredor Norte Fase IIB no generase ingresos operativos por peajes durante dicho periodo de tiempo. Resulta relevante igualmente la alta trascendencia social de la carretera, ya que se espera alivie el tráfico en el sector Este de la Ciudad de Panamá.

ENA Este, S.A. fue constituida como subsidiaria de ENA, empresa propiedad del Gobierno Panameño quien posee el 100% de participación. Por su parte, el Fideicomiso ENA Este se constituyó con el objetivo de emitir, garantizar y administrar los pagos de la emisión de Bonos Corporativos por US\$212.0 millones, que financió el proyecto Corredor Norte Fase IIB asociado a la construcción de la vía que conecta Brisas del Golf con la 24 de Diciembre.

En octubre de 2015 se inauguró el Corredor Norte Fase IIB al público, luego de haber experimentado un retraso de casi 13 meses respecto a la fecha originalmente estimada (septiembre del 2014), habiéndose materializado el riesgo de construcción de forma parcial. A este retraso se le añade un mes adicional en donde el Gobierno había decretado que todos los corredores fuesen gratis para la población. Así, el Fideicomiso ENA Este comenzó a generar ingresos operativos desde el 16 de noviembre de 2015.

Por lo tanto, para aproximadamente los primeros siete trimestres de circulación de los Bonos calificados, el pago de intereses se realizó exclusivamente con los fondos de la DSRA, cuyo saldo inicial de US\$52.0 millones aseguró el repago de los intereses trimestrales pactados, quedando US\$27.3 millones al 31 de marzo de 2016, monto que permitiría absorber los gastos financieros equivalentes a ocho trimestres adicionales, en caso no se devenguen ingresos operativos en ese lapso.

Cabe señalar que a fines del ejercicio 2015, la Cuenta de Concentración -que registra los ingresos provenientes de los peajes- empezó a registrar ingresos, por lo que a medida que avanza el tiempo se espera que la misma tenga la capacidad de hacer frente a la totalidad del pago de intereses. Ello permitirá que la DSRA no se reduzca más y muestre un incremento progresivo para así impulsar las coberturas sobre el gasto anual de intereses.

Respecto a la subordinación mencionada, a partir del año 2020 hasta la fecha de vencimiento de la Emisión, ENA Este prevé recibir aportes de capital por parte de ENA. Dichos fondos provendrán de la distribución periódica de dividendos en ENA Sur, con la condición que previamente se amortice la totalidad del Bono Serie 2011 Clase B emitido por el Fideicomiso ENA Sur. En este sentido, los pagos del principal de la Emisión a partir del año 2020 dependerán de los excedentes de efectivo de ENA Sur. Cabe señalar que si bien el Bono Corporativo calificado tiene un plazo de 10 años y se contempla realizar pagos del principal a partir del año 2020, la Emisión no exige el cumplimiento estricto de amortización anticipada, aunque sí le brinda la opción al Emisor de comenzar a repagar el capital de su deuda a partir del sexto año de la vida del Bono.

Considerando la subordinación señalada, cabe indicar que los bonos ENA Sur Trust Serie 2011 Clase B se encuentran amortizados al 42.0% al 30 de mayo de 2016, porcentaje inferior al 53.9% estimado originalmente por la empresa, siendo el desfase mencionado mayor al existente al momento de la publicación del informe anterior (39.7% vs 46.1%) por parte de Equilibrium, poniéndose bajo seguimiento especial el ritmo de amortización de dicho instrumento. Es importante recordar que la fecha inicialmente proyectada para que se completara el repago de los Bonos Serie 2011 Clase Serie B correspondía a finales del año 2018, mientras que el nuevo modelo considera que los excedentes comenzarán a ingresar al balance del Emisor a partir de inicios del año 2020.

Resulta desfavorable la desviación existente entre las cifras proyectadas de tráfico e ingresos con respecto a las cifras reales. En particular, se han identificado desviaciones relevantes mayores al 50% en el nivel de ingresos con relación al modelo financiero más reciente proporcionado por ENA, las cuales responden a que el promedio esperado de tráfico diario (TMDA) previsto fue de 11,925 durante el 2015 y de 28,686 durante el 2016; habiéndose logrado un promedio vehicular diario de sólo 13,363 a mayo de 2016. Ello tuvo como consecuencia que el saldo en la Cuenta de

Reserva sea menor al estimado, reduciendo así el periodo en el cual la DSRA podía hacer frente al pago de intereses por sí sola. Es de aclarar que dicho desfase se acentuó por el atraso de 13 meses en la apertura del Corredor Este.

A ello se le suma la situación de ENA Sur, cuya utilidad neta totalizó US\$23.1 millones para el año 2015, mostrando un retroceso de 5.5% respecto al año previo como consecuencia de la disminución de sus ingresos por peajes en 4.9%, a su vez vinculados a la reducción interanual de 7.7% en el volumen de tráfico existente en el Corredor Sur. En ese sentido, el pronóstico de tráfico realizado tampoco se estaría cumpliendo, en tanto el volumen anual esperado para el Corredor Sur era de 62.8 millones de transacciones, habiendo llegado sólo a 52.6 millones; no obstante, se presenta cierta recuperación en la generación de ENA Sur durante el primer semestre de 2016. Cabe precisar que estas coyunturas se derivaron principalmente a que la implementación del sistema de telepeaje (Panapass) en todos los corredores durante el año 2015, les significó a los usuarios un periodo de adaptación hacia esta nueva dinámica, reduciéndose así el flujo vehicular durante las etapas de implementación y calibración de dicho sistema.

Respecto al análisis financiero realizado a ENA Este, el Efectivo Disponible para el Servicio de Deuda (CAFDS, por sus siglas en inglés)<sup>1</sup> representa 10.0 veces el total de intereses al 31 de marzo de 2016. Por el lado de las cifras proyectadas, el CAFDS representa 1.27 veces el total de intereses y capital a amortizar para el año 2020, lo que constituye el nivel más bajo de cobertura; no obstante, se debe tener en cuenta que ENA Este proyecta amortizar un monto relevante del bono durante dicho periodo (aproximadamente US\$80 millones) mediante los flujos proporcionados de la capitalización de los excedentes generados por ENA Sur.

A fin de determinar la capacidad del modelo para soportar la estructura de la emisión calificada cumpliendo con coberturas del servicio de deuda mayores a 1.0 veces, se realizó un análisis de *stress*. Al respecto, de considerar los pagos programados por el Emisor y manteniendo el resto de variables constantes -en tanto el tráfico es la variable determinante dado que las tarifas no pueden disminuir por Ley- el Emisor pudiese soportar la desviación en la TMDA de sólo 17% en los ingresos operativos.

Al respecto, según se mencionó en líneas anteriores, a la fecha existen desviaciones superiores al 50%, motivo adicional por el cual se decide poner la calificación bajo presión, hasta que no se materialice el tráfico estimado o se reduzca la brecha. Para ello, es relevante el crecimiento del parque automotriz, así como la construcción del Puente Lajas en el tramo Gonzalillo-Pedregal, la instalación del equipo de cobro de peaje en el entronque de Rana de Oro, la instalación de medidas de seguridad para evitar pérdidas de peaje por fraude en el Corredor Norte Fase IIB, la finalización del alumbrado y otros detalles mínimos que podrían afectar favorablemente el tráfico por esta carretera, a lo cual se le suman las proyecciones favorables para la economía panameña y, sobre todo, al desarrollo del área circundante a la nueva carretera, polo importante para la economía panameña.

Finalmente, Equilibrium continuará monitoreando las desviaciones existentes entre las proyecciones inicialmente enviadas y las cifras reales, a fin de que la calificación otorgada refleje adecuadamente el riesgo global de la Emisión.

<sup>1</sup> Ingresos operativos – Gastos operativos + Otros ingresos.

**Fortalezas**

1. Relevancia del proyecto de infraestructura Corredor Norte Fase IIB para el descongestionamiento de las áreas circundantes a los Corredores Norte y Sur.
2. Existencia de una Cuenta de Reserva para la cobertura inicial de intereses y gastos operativos.
3. Mitigantes parciales al riesgo operativo y legal mediante acuerdos bilaterales de cumplimiento entre ENA Este y la Fiduciaria, Banistmo, S.A.

**Debilidades**

1. Pago del principal está subordinado a excedentes del flujo de efectivo provenientes del ENA Sur Trust.
2. Reducción del tráfico en el Corredor ENA Sur ha conllevado a que el porcentaje de amortización esté por debajo de lo inicialmente considerado.
3. Desviación significativa de tráfico e ingresos realizados versus lo proyectado en el modelo financiero.

**Oportunidades**

1. Nuevos desarrollos urbanísticos en el área noreste de la capital beneficiarían al tráfico de la carretera.
2. Proyecciones del crecimiento económico potencian poder adquisitivo y la capacidad de uso de las carreteras de peaje.
3. Desarrollos futuros de los corredores a partir del crecimiento sostenido del parque vehicular.

**Amenazas**

1. Contingencias o riesgos legales que ejerzan presión sobre el flujo de efectivo disponible para afrontar la deuda.
2. Aumentos no esperados en la injerencia política sobre ENA, que a su vez desestabilice la operación de los corredores.
3. Importancia de los corredores desde la percepción costo-beneficio de las personas, la cual podría afectarse ante cambios sustanciales en las condiciones socio-económicas y políticas de Panamá.