

# Reporte de calificación

---

## BONOS CORPORATIVOS EMITIDOS POR FIDEICOMISO ENA ESTE HASTA POR U\$212 MILLONES

**Comité Técnico:** 14 de mayo de 2019  
**Acta número:** 1543

**Contactos:**  
**María Carolina Barón Buitrago**  
[maria.baron@spglobal.com](mailto:maria.baron@spglobal.com)  
**Luisa Fernanda Higuera Joseph**  
[Luisa.higuera@spglobal.com](mailto:Luisa.higuera@spglobal.com)

# BONOS CORPORATIVOS EMITIDOS POR FIDEICOMISO ENA ESTE HASTA POR U\$212 MILLONES

<b>Características de los Bonos</b>	
Títulos	Bonos ordinarios
Emisor	Fideicomiso ENA Este
Monto calificado	US\$212 millones
Monto en circulación	US\$212 millones
Fecha de emisión y colocación	28 de marzo de 2014
Pago de intereses	Trimestrales
Pago de capital	10 años (una vez finalizado el quinto año posterior a la fecha de emisión, el emisor podrá redimir total o parcialmente la emisión)
Vencimiento	2024
Agente fiduciario	Banistmo

## I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de deuda de largo plazo de 'A-' de los bonos corporativos emitidos por Fideicomiso ENA Este hasta por US\$212 millones.

ENA Este es una carretera de 10,2 km ubicada en Ciudad de Panamá. Se construyó como una extensión de ENA Norte (corredor norte) con el fin de mitigar los altos niveles de tráfico de la ciudad y unirla con ENA Sur (corredor sur), para así, convertir esta vía en la principal conexión de pasajeros entre el aeropuerto internacional de la Ciudad de Panamá –Tocumen- y el Canal de Panamá en Colón.

La calificación incorpora la adecuada estabilidad operacional de este proyecto, pues no tiene puentes largos o túneles. Además, la vía es completamente funcional, no requiere de recursos naturales o materiales crudos para su mantenimiento y el operador de la concesión (ENA) cuenta con la experiencia suficiente para cumplir con los compromisos de manera adecuada, como lo ha demostrado en las otras dos carreteras a su cargo (ENA Norte y Sur).

Consideramos, igualmente, que el proyecto mantiene una posición competitiva satisfactoria gracias a su localización estratégica y porque no existe una vía alterna que ofrezca el mismo nivel de servicio. No obstante, en el mediano plazo, podría generarse competencia producto de los planes de la ciudad de Panamá de construir nuevas líneas del metro.

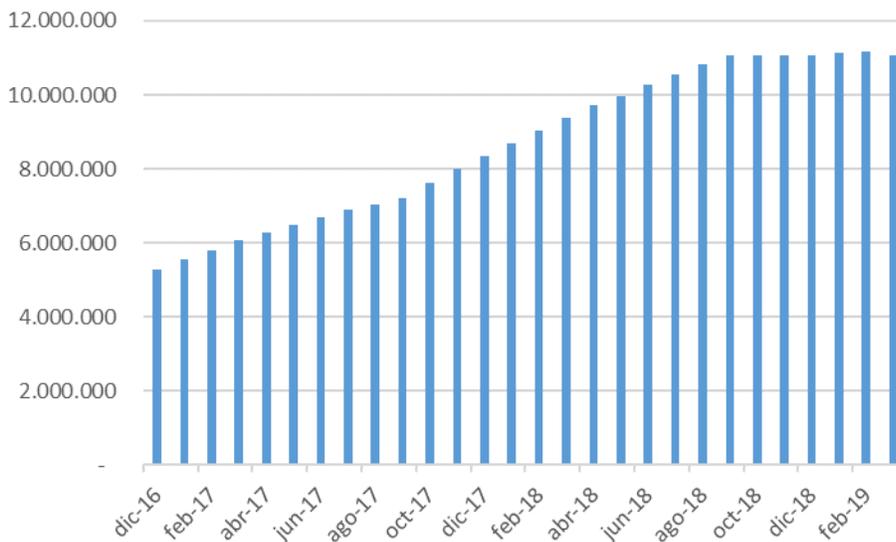
A pesar del bajo riesgo operativo, ENA Este afronta un riesgo de mercado que limita la calificación de los bonos emitidos por el fideicomiso pues el pago de los intereses depende del desempeño operacional de esta vía. Por otra parte, la amortización de capital dependerá, en gran parte, de los dividendos que le

## BONOS CORPORATIVOS EMITIDOS POR FIDEICOMISO ENA ESTE HASTA POR U\$212 MILLONES

transferirá ENA Sur, a partir de 2020, cuando estimamos el pago del 100% de los bonos Serie 2011 Clase B, emitidos por el fideicomiso del corredor Sur. Cabe recordar que la amortización completa de dicha emisión es una condición que se debe cumplir para que ENA Sur transfiera los dividendos a ENA Este.

ENA Este entró en operación en octubre de 2015 y empezó a cobrar peajes desde noviembre de 2016. En su primer año de operación, el desempeño del tráfico fue menor al que estimaba el estudio de tráfico independiente. A marzo de 2019, el número de vehículos que utiliza ENA Este fue de 11.074.413 por año corrido, un incremento de 18% en relación con el año anterior.

**Gráfico 1**  
Aforo de ENA Este



Fuente: ENA

Como se puede ver en el Gráfico 1, la velocidad de crecimiento de usuarios de la concesión disminuyó a partir de octubre de 2018, lo que evidencia la maduración de la carretera en términos de tráfico. Para los próximos años esperamos que esta tendencia se mantenga dado que no hay mayores incentivos para utilizar más la vía y el crecimiento en el número de vehículos en la ciudad dependerá de la dinámica del producto interno bruto (PIB).

Por su parte, ENA Sur inició operaciones en 2000 y ha mostrado un desempeño operativo y financiero adecuado; aunque el comportamiento del tráfico en 2018 permite concluir que el inicio de los dividendos a ENA Este podría no iniciar en el primer trimestre de 2020 sino en el último.

Es importante resaltar que se mantienen dos condiciones que limitan la calificación: 1) hay subordinación de los recursos que se entregarían al corredor Este frente a los demás compromisos operativos y financieros del corredor Sur. 2) Dentro de la estructura no se considera un esquema de amortización para el pago de capital. Este depende principalmente de un mecanismo de barrido de caja.

Nuestro escenario base incluye los siguientes supuestos:

- Tarifas estables para los próximos tres años.
- Los ingresos de ENA Este crecen con el PIB proyectado de Panamá (5%) en los próximos 3 años; mientras que los dividendos de ENA Sur se reciben solamente por 2 meses en 2020.

## **BONOS CORPORATIVOS EMITIDOS POR FIDEICOMISO ENA ESTE HASTA POR U\$212 MILLONES**

- El gasto operativo (opex) anual sería de US\$710.612 millones, mientras que se debe pagar una tarifa a ENA por la administración equivalente a USD250.000 al año.
- No esperamos inversiones importantes en materia de CAPEX.

Con base en este escenario podría concluirse que el nivel de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) disminuyó marginalmente en relación con lo proyectado en la revisión anterior. Para los próximos cinco años esperamos un nivel mínimo de DSCR de 1,38x (veces) y una reducción importante en 2020 en comparación con lo proyectado el año anterior, dado el retraso en el pago de dividendos para este año por parte de ENA Sur sin que esto represente un riesgo para los inversionistas.

### **Liquidez**

Como mencionamos previamente, con la emisión del bono por US\$212 millones el proyecto fondeó una cuenta de reserva para el servicio de la deuda (DSRA, por sus siglas en inglés) con US\$52 millones (para más de 4 años de pago de servicio de la deuda). Consideramos que la generación de ingresos operativos de 2018 y la distribución de rendimientos de ENA Sur serán suficientes para realizar los pagos futuros y para volver a fondear la cuenta de reserva. Adicionalmente, no hay eventos de amortización anticipada derivados de cláusulas financieras en el contrato de concesión. Tampoco consideramos que haya riesgo de refinanciación en la medida que el flujo de caja relacionado con servicio de la deuda es suficiente para cubrirla antes de su vencimiento.

## **II. Descripción del proyecto**

ENA Este es un proyecto respaldado por la operación de una carretera con peaje de 10,2 km en Ciudad de Panamá. La carretera funciona desde 2015 (no hay riesgo de construcción) y se diseñó como una extensión de ENA Norte (Corredor Norte) para mitigar los altos niveles de tráfico de la ciudad.

Los ingresos de la emisión se utilizaron para lo siguiente:

- Cancelar un crédito puente por US\$92 millones que se utilizó para la construcción de la carretera.
- Fondear las cuentas de reserva.
- Continuar con los trabajos de construcción.
- Mejorar la tecnología de las concesiones de peajes de ENA norte, ENA Sur y ENA Este (por aproximadamente US\$15 millones) inversión que generará ingresos a ENA Este por los servicios prestados a ENA Norte y ENA Sur.

**Gráfico 2**  
**Ubicación del proyecto ENA Este**



Fuente: ENA

El contrato establece las siguientes condiciones:

- ENA Este no puede incurrir en deuda adicional con terceros a menos de que lo apruebe 80% de los tenedores de los bonos.
- Restricción para vender activos.
- Requerimientos de seguros.

El contrato establece las siguientes cláusulas de manejo de efectivo:

- Cascada de pagos.
- Liquidez y reserva: DSR (fondeada inicialmente con US\$52 millones), cuenta de reserva de operaciones y mantenimiento (O&M, por sus siglas en inglés), cuenta de reserva de gastos de mantenimiento mayores y cuenta de reserva de capex.
- Uso de los ingresos por seguros como parte del colateral.
- Un mecanismo de barrido de efectivo del 100% en el que no se pueden repartir dividendos hasta que la deuda de ENA Este se haya pagado completamente.

El proyecto ha definido una cascada de pago (sección 5.3 del contrato de fideicomiso) estándar que establece que los ingresos deben aplicarse en el siguiente orden:

- Gastos de operación e impuestos.
- Pagos de interés.
- Fondeo de la cuenta de reserva para trabajos mayores de mantenimiento.
- Fondeo de la cuenta de reserva para capex.
- Fondeo de la cuenta de reserva para pago de la deuda: durante los primeros 5 años de operación y hasta que se repague la clase B de los bonos de ENA Sur.
- Pagos de principal (100% del mecanismo de barrido de efectivo).

## Oportunidades y amenazas

### Qué podría llevarnos a subir la calificación

BRC identificó las siguientes oportunidades que podrían mejorar la calificación actual:

- El mejor desempeño operacional y financiero de ENA Este y ENA Sur.
- La entrega oportuna de los dividendos por parte de ENA Sur desde 2020.

## BONOS CORPORATIVOS EMITIDOS POR FIDEICOMISO ENA ESTE HASTA POR U\$212 MILLONES

### Qué podría llevarnos a bajar la calificación

BRC identificó las siguientes oportunidades que podrían mejorar la calificación actual:

- La disminución del volumen de tráfico tanto en ENA Este como en ENA Sur que derive en la afectación de la capacidad de repago del bono antes de la fecha de vencimiento.
- El aumento del nivel de endeudamiento de ENA Sur que se traduzca en una menor distribución de dividendos a ENA este.

*La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad del emisor calificado y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de BRC Investor Services S. A. SCV.*

*La información financiera incluida en este reporte está basada en los estados financieros auditados de los últimos tres años.*

*BRC Investor Services no realiza funciones de auditoría, por tanto, la administración de la entidad asume entera responsabilidad sobre la integridad y veracidad de toda la información entregada y que ha servido de base para la elaboración del presente informe. Por otra parte, la calificadora revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad calificada / el emisor calificado.*

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información. [8, Cursivas]*

*En caso de tener alguna inquietud en relación con los indicadores incluidos en este documento puede consultar el glosario en [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co)*

*Para ver las definiciones de nuestras calificaciones visite [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co) o bien, haga clic [aquí](#).*

### **III. MIEMBROS DE COMITÉ TÉCNICO**

*Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en nuestra página web [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co)*