

## RATING ACTION COMMENTARY

# Fitch Revisa Perspectiva de Calificaciones de ENA Norte a Estable y Ratifica Calificaciones

Central America Panama Wed 28 Jan, 2026 - 12:43 PM ET

Fitch Ratings - Mexico City - 28 Jan 2026: Fitch Ratings modificó a Estable desde Negativa la Perspectiva de las calificaciones de los bonos de USD600 millones de ENA Norte Trust (ENA Norte). Al mismo tiempo ratificó en 'BB' y 'A+(pan)' las calificaciones internacional y nacional de largo plazo, respectivamente, de sus bonos.

## FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN

La Perspectiva Estable refleja la expectativa de Fitch de que la compañía podrá refinanciar la deuda actual en el corto plazo, dada la extensión del plazo de la concesión hasta marzo de 2058. Fitch considera que este es un paso clave que posibilita una estrategia de refinanciación, la cual está siendo buscada activamente por la administración. Aunque la deuda proyectada pendiente al vencimiento ha aumentado a USD36 millones en el caso de calificación de Fitch, desde los USD28 millones previstos en la revisión del año pasado, la agencia considera que este monto a refinanciar es manejable para Empresa Nacional de Autopista (ENA), que está dispuesta a garantizar el pago oportuno de la deuda.

La calificación internacional 'BB' de ENA Norte incorpora una mejora de dos niveles a su perfil crediticio individual (PCI) de 'b+'. Como proyecto *ring-fenced* propiedad del gobierno, la mejora está respaldada por los vínculos fuertes que existen entre Panamá [BB+ Perspectiva Estable] y ENA Norte, que se reflejan en la influencia significativa del gobierno en las operaciones a través de ENA. Esto respalda la expectativa de que el gobierno apoyará los planes de ENA para refinanciar o pagar completamente los bonos de ENA Norte al vencimiento.

Las calificaciones de ENA Norte reflejan un activo fuerte y maduro con un historial operativo largo. A pesar de la capacidad contractual del proyecto para ajustar los peajes de acuerdo con la inflación, estos no se han incrementado en varios años. La estructura de

deuda de ENA Norte es sólida, ya que los ingresos por peaje están dedicados en su totalidad a cubrir las obligaciones operativas y financieras, lo cual permite el desapalancamiento gradual del proyecto.

En el caso de calificación de Fitch la razón de cobertura durante la vida del crédito (RCVC) mínima es de 0.4 veces (x) en 2028, lo que indica que la deuda no se paga completamente al vencimiento. A pesar de esto, la calificación está respaldada por la expectativa de Fitch de que el apalancamiento al vencimiento de la deuda será inferior a 1x, junto con los niveles históricos fuertes de liquidez del patrocinador, ENA, y su disposición mostrada a pagar la deuda.

**Riesgo de Volumen Limitado (Riesgo de Ingreso: Volumen – ‘Rango Medio’):** El corredor opera en un mercado de referencia fuerte, la ciudad de Panamá, con un historial largo de tráfico que muestra una volatilidad moderada, y desempeña un papel importante en la red de autopistas de la ciudad para los usuarios urbanos y el tráfico comercial. Debido a los cambios recientes en la infraestructura de la ciudad, el activo enfrenta competencia ante las alternativas gratuitas y otras formas de transporte.

**Tarifas de Peaje Fijas (Riesgo de Ingreso: Precio – ‘Débil’):** El concesionario tiene el derecho de ajustar anualmente las tarifas de acuerdo con la inflación, no obstante, estas no han sido incrementadas por la inflación y no se espera que lo haga en el mediano plazo.

**Plan de Infraestructura Adecuado (Riesgo de Desarrollo y Renovación de la Infraestructura – ‘Rango Medio’):** Existen requisitos contractuales sólidos para financiar los costos de capital para el corredor. De acuerdo con el ingeniero independiente (IE; *independent engineer*), la condición física del corredor no es óptima y requiere mantenimiento mayor. El concesionario cuenta con un plan de mantenimiento a corto y mediano plazo para realizar las obras requeridas en ciertas secciones de los corredores. El programa de inversión de capital es financiado de forma interna.

**Estructura de Deuda Conservadora (Riesgo de Estructura de Deuda – ‘Fuerte’):** La emisión de deuda tiene tasa fija y una cuenta de reserva de servicio de la deuda de seis meses para pago de intereses. Además, no se permiten distribuciones de dividendos, ya que todo el efectivo excedente, después de pagar los intereses, se destina a amortizar el principal.

## Perfil Financiero

En el caso de calificación de Fitch, la RCVC mínima de ENA Norte es de 0.4x – indicador muy débil de acuerdo con los criterios aplicables de Fitch –, y la deuda no se amortiza

totalmente al vencimiento en 2028 (se proyecta que queden pendientes USD36 millones). No obstante, la calificación está respaldada por la opinión de Fitch de que la extensión del plazo de la concesión, además del apalancamiento bajo esperado al vencimiento, permitirá a la concesionaria refinanciar los pagarés.

## **ANÁLISIS DE PARES**

ENA Norte es comparable con P.A. Concesión Ruta al Mar (Ruta al Mar) [B Observación Negativa). Ambos proyectos presentan atributos similares en cuanto al riesgo de volumen. La calificación y la observación de Ruta al Mar reflejan los déficits de caja esperados en los próximos años, que inicialmente pueden cubrirse con liquidez interna y cartas de crédito; sin embargo, de continuar en esta situación es probable que la transacción incurra en incumplimiento hacia agosto de 2027 si no se toman medidas correctivas en el corto plazo. Por otro lado, la calificación de ENA Norte está respaldada por la capacidad del gobierno para implementar medidas de protección crediticia y por la capacidad de refinanciar la deuda en el corto plazo, cuya probabilidad aumentó con la reciente extensión del plazo de la concesión.

## **SENSIBILIDAD DE CALIFICACIÓN**

### **Factores que Podrían, Individual o Colectivamente, Conducir a una Acción de Calificación Negativa/Baja**

--debilitamiento del perfil crediticio del soberano panameño o de las expectativas de Fitch sobre el incentivo del gobierno para brindar apoyo a ENA;

--si no se abordan las necesidades de refinanciación en el corto plazo o no se asegura una estrategia para garantizar la amortización total de las notas al vencimiento.

### **Factores que Podrían, Individual o Colectivamente, Conducir a una Acción de Calificación Positiva/Alza**

--una acción de calificación positiva es poco probable, dada la corta vida remanente de la deuda calificada y la expectativa de un pago anticipado de las notas.

## **PARTICIPACIÓN**

La(s) calificación(es) mencionada(s) fue(ron) requerida(s) y se asignó(aron) o se le(s) dio seguimiento por solicitud del (los) emisor(es) o entidad(es) calificada(s) o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

Este comunicado es una traducción del original emitido en inglés por Fitch en su sitio internacional el 28 de enero de 2026 y puede consultarse en la liga [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com). Todas las opiniones expresadas pertenecen a Fitch Ratings, Inc.

## **REFERENCIAS PARA FUENTES DE INFORMACIÓN RELEVANTES CITADAS EN FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN**

Las fuentes principales de información utilizadas en el análisis son las descritas en los criterios aplicados.

## **SEÑALES DE VULNERABILIDAD CLIMÁTICA**

Los resultados de nuestro filtro Climate. VS no indicaron un riesgo alto para ENA Norte.

## **CONSIDERACIONES ESG**

A menos que se indique lo contrario en esta sección, el nivel más alto de puntaje de relevancia crediticia ambiental, social y de gobernanza (ESG; *environmental, social and governance*) es de '3'. Un puntaje de '3' significa que los aspectos ESG son neutrales para el crédito o tienen un impacto crediticio mínimo en la entidad, ya sea debido a la naturaleza de los mismos o a la forma en que son gestionados por la entidad. Los puntajes de relevancia ESG no se incorporan en el proceso de calificación, sino que son una observación de la relevancia de los factores ESG en la decisión del comité de calificación. Para obtener más información sobre los puntajes de relevancia ESG, visite <https://www.fitchratings.com/topics/esg/products#esg-relevance-scores>.

## **CRITERIOS APLICADOS EN ESCALA NACIONAL**

--Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (Agosto 14, 2023);

--Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Diciembre 22, 2020);

--Metodología de Calificación de Infraestructura de Transporte (Noviembre 11, 2025).

## **INFORMACIÓN REGULATORIA – PANAMÁ**

NOMBRE DEL EMISOR O ENTIDAD: ENA Norte Trust

LINK DEL SIGNIFICADO DE LA CALIFICACIÓN: LINK SIGNIFICADO DE LA CALIFICACIÓN: Las definiciones de calificación de Panamá se encuentran en el sitio

<https://www.fitchratings.com/es/region/central-america> bajo el apartado de "Definiciones de Calificación de Panamá".

## FECHA CIERTA (FECHA DE CORTE) DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA UTILIZADA

--NO AUDITADA: 31/diciembre/2025;

--AUDITADA: 31/diciembre/2024.

FECHA DEL ACUERDO DEL COMITÉ DE CALIFICACIÓN: 27/enero/2026

## DESCRIPCIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

--CLASE DE TÍTULOS: bonos sénior con vencimientos en 2028;

--SERIES: Notas 2012: USP3716XAA74 / US292448DAA00;

--MONEDA: USD

--MONTO: 600,000,000

--FECHA DE VENCIMIENTO: abril/2028;

--TASA DE INTERÉS: 4.95%

--PAGO DE INTERESES: trimestral

--PAGO DE CAPITAL: no obligatorio hasta el vencimiento

--REDENCIÓN ANTICIPADA: permitida

--GARANTÍAS: recursos en el fideicomiso

--USO DE LOS FONDOS: principalmente para la adquisición de la concesionaria.

Una calificación de riesgo no garantiza el repago de la emisión.

## RATING ACTIONS

ENTITY / DEBT ⚡	RATING ⚡		PRIOR ⚡		
ENA Norte Trust					
ENA Norte Trust/Toll Revenues - First Lien/1 LT	LT				
USD 600 mln 4.95% bond/note 25-Apr-2028 29248DAA0	LT	BB Rating Outlook Stable	Afirmada	BB Rating Outlook Negative	
ENA Norte Trust/Toll Revenues - First Lien/1 Natl LT	ENac LP				
USD 600 mln 4.95% bond/note 25-Apr-2028 29248DAA0	ENac LP	A+(pan) Rating Outlook Stable	A+ (pan) Rating Outlook Negative		
	Afirmada				

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

**FITCH RATINGS ANALYSTS**

**Victoria Coutino Ralda**

Director

Analista Líder

+52 55 5955 1602

victoria.coutinoralda@fitchratings.com

Fitch Mexico S.A. de C.V.

Bldv Manuel Avila Camacho #36 Floor 23 Edificio Esmeralda II Col. Lomas de Chapultepec,  
Alcaldia Miguel Hidalgo Mexico City 11000

**Samuel Gonzalez**

Director

Analista Secundario

+57 601 241 3225

samuel.gonzalez@fitchratings.com

## Astra Castillo

Senior Director

Presidente del Comité de Calificación

+52 81 4161 7046

astra.castillo@fitchratings.com

## MEDIA CONTACTS

### Maggie Guimaraes

São Paulo

+55 11 4504 2207

maggie.guimaraes@thefitchgroup.com

Información adicional disponible en [www.fitchratings.com/site/centralamerica](http://www.fitchratings.com/site/centralamerica).

## PARTICIPATION STATUS

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

## APPLICABLE CRITERIA

[National Scale Rating Criteria \(pub. 22 Dec 2020\)](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(pub. 22 Dec 2020\)](#)

[Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos \(pub. 14 Aug 2023\)](#)

[Transportation Infrastructure Rating Criteria \(pub. 07 Jan 2025\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

[Metodología de Calificación de Infraestructura de Transporte \(pub. 11 Nov 2025\)](#)

[Infrastructure & Project Finance Rating Criteria \(pub. 14 Nov 2025\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

## APPLICABLE MODELS

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

Third-party Model ([1](#))

## ADDITIONAL DISCLOSURES

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

## ENDORSEMENT STATUS

ENA Norte Trust

EU Endorsed, UK Endorsed

## DISCLAIMER & COPYRIGHT

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones en el siguiente enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en [www.fitchratings.com](https://www.fitchratings.com) bajo el apartado de Definiciones de Calificación. ESMA y FCA están obligadas a publicar las tasas de incumplimiento históricas en un archivo central de acuerdo al Artículo 11(2) de la Regulación (EC) No. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo del 16 de septiembre de 2009 y la Regulación de las Agencias de Calificación Crediticia (Enmienda, etc.) (Salida de la UE) de 2019, respectivamente.

Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.



En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección. Fitch Ratings realiza ajustes rutinarios y generalmente aceptados a la información financiera presentada, mismos que son acordes a las metodologías relevantes y/o estándares de la industria, a fin de procurar consistencia entre las métricas financieras de las entidades del mismo sector o clase de activos.

El espectro completo de mejor y peor escenario para las calificaciones crediticias en todas las categorías de calificación va de 'AAA' a 'D'. Fitch también brinda información del mejor escenario para un alza de calificación y del peor escenario para una baja de calificación con

base en el desempeño histórico de los emisores (lo que Fitch establece como el percentil 99 de las transiciones de calificación, tanto al alza como a la baja), para calificaciones crediticias internacionales. En el percentil 99, una media entre tipos de activos muestra alzas de cuatro escalones en el mejor escenario de calificación y bajas de ocho escalones en el peor escenario. Las calificaciones crediticias de sector específico en mejor y peor escenario se describen a mayor detalle en <https://www.fitchratings.com/site/re/10111579>.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de

mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; Nationally Recognized Statistical Rating Organization). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el Ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".

Derechos de autor © 2026 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.

[READ LESS](#)

## **SOLICITATION STATUS**

The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below.

Fitch's solicitation status policy can be found at [www.fitchratings.com/ethics](http://www.fitchratings.com/ethics).

## **ENDORSEMENT POLICY**

Las calificaciones crediticias internacionales producidas fuera de la Unión Europea (EU; European Union) o del Reino Unido (UK; United Kingdom), según aplique, son endosadas para su uso por los emisores regulados dentro de EU o UK respectivamente. Para fines regulatorios, en cumplimiento con los términos de la regulación para agencias de calificación crediticia (CRA; Credit Rating Agencies) de EU o la Regulación de 2019 de las Agencias de Calificación Crediticia de UK (enmienda, etc.) (salió de EU), según sea el caso. El enfoque de Fitch sobre el endoso en EU y UK se encuentra en el apartado EU Regulatory Disclosures dentro del sitio web de Fitch. El estado respecto a la política de endoso regulatorio de todas las calificaciones internacionales se proporciona dentro de la página de resumen de la entidad para cada entidad calificada y en las páginas de detalle de la transacción para todas las transacciones de finanzas estructuradas en el sitio web de Fitch. Esta información se actualiza diariamente.