

Reporte de calificación

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

Comité Técnico: 13 de mayo de 2020
Acta número: 1733

Contactos:
Edgar Mauricio Robles Cifuentes
edgar.robles@spglobal.com
María Carolina Barón Buitrago
maria.baron@spglobal.com

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

Características de los Bonos	
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

Resumen

- Bajamos la calificación a 'CCC+' desde 'A-' a los bonos emitidos por el Fideicomiso ENA Este hasta por US\$212 millones; la perspectiva es negativa.
- La calificación 'CCC+' indica que la probabilidad de pago de las obligaciones de la emisión es muy baja, y dependiente de que se den condiciones comerciales, financieras o económicas favorables. La estructura de capital de la emisión parece ser insostenible a largo plazo, aunque es posible que pueda cumplir con el pago de intereses en los próximos 12 a 24 meses.
- La estructura de los bonos del Fideicomiso ENA Este tiene dos fuentes de pago: los intereses se pagan de manera trimestral con el flujo de caja operativo que genera el proyecto y las contribuciones de capital de ENA Sur (calificaciones en escala global B+/Rev. Esp. Neg. de S&P Global Ratings) condicionado al pago de la serie B de la emisión de Bonos 2011 (con un barrido de efectivo del 100%).
- Como resultado de las medidas de aislamiento obligatorio adoptadas por el gobierno de Panamá, proyectamos una caída del tráfico del corredor ENA Este en 40% para 2020, y una recuperación gradual hasta alcanzar los niveles históricos en 2024. También, esperamos una disminución adicional de los dividendos de ENA Sur; mientras que en 2018 estimábamos la transferencia de 100% del pago del capital, en 2019 esta cayó a 79% y para esta revisión es de 25%.
- En este contexto, estimamos que el proyecto deberá recurrir al uso de las cuentas de reserva y concentración para pagar oportunamente sus amortizaciones trimestrales de intereses. Además, consideramos probable una renegociación de la obligación para cumplir con el compromiso de pago de capital en marzo de 2024.
- La perspectiva negativa refleja la posibilidad de caída adicional del tráfico de vehículos del corredor que pueda deteriorar la razón de cobertura y la posición de liquidez de ENA Este por debajo de nuestras expectativas. Asimismo, daremos seguimiento a las medidas que tome la administración de la compañía en los próximos 12 y 24 meses dada la expectativa de refinanciar sus deudas.

Acción de Calificación

Bogotá, 13 de mayo de 2020.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica bajó la calificación de deuda de largo plazo a 'CCC+' desde 'A-' a los Bonos Corporativos Emitidos por Fideicomiso ENA Este hasta por U\$212 millones; la perspectiva es negativa.

Una perspectiva evalúa un cambio potencial de la calificación en el largo plazo e incorpora tendencias o riesgos con implicaciones menos ciertas sobre el desempeño del calificado. La perspectiva negativa indica que la calificación puede bajar o mantenerse en un periodo de uno a dos años.

Fundamentos de la calificación

La calificación del Fideicomiso ENA Este incorpora nuestra expectativa del pago oportuno de intereses en los próximos años, pero incluye la necesidad que tiene el fideicomiso de renegociar las condiciones para cumplir con el pago del principal en marzo de 2024. Dado el alto grado de incertidumbre frente a la severidad y duración del impacto del COVID-19, consideramos que la calificación está expuesta a una baja adicional en el mediano plazo dada la probabilidad de imposición de nuevas medidas de aislamiento que pudieran presionar aún más los indicadores crediticios, y por la posibilidad de no refinanciar sus deudas antes que un evento de incumplimiento se presente.

La pandemia de COVID-19 ha representado un escenario retador para la generación de flujo de caja del Fideicomiso ENA Este. Esto, debido a que las principales estrategias de contención del virus adoptadas por el gobierno de Panamá han sido imponer restricciones de movilidad dentro del territorio nacional, lo cual ha reducido significativamente los volúmenes de tráfico de vehículos del corredor. Así, la calificación de los bonos responde a nuestra expectativa de caída de tráfico de vehículos en 40% para 2020, equivalente a una pérdida de ingresos cercana a US\$7 millones frente a 2019, y que estimamos se recupere gradualmente dada la competencia de la avenida gratuita Domingo Díaz.

Bajo nuestro escenario, la generación de flujo de caja del corredor ENA Este y los fondos de reserva y concentración garantizarán el pago de intereses por los siguientes tres años. No obstante, estos recursos podrían reducirse en la medida que las restricciones de tráfico de vehículos se mantengan más allá de nuestras expectativas.

En nuestra opinión, uno de los principales riesgos que afronta el fideicomiso es la subordinación de los recursos de transferencia por parte de ENA Sur, debido a que el pago de 100% del principal depende del desempeño financiero y el pago de las obligaciones financieras de este último. Este riesgo cobra mayor relevancia bajo la coyuntura actual, ya que proyectamos que los dividendos del proyecto ENA Sur se trasfieran desde el segundo trimestre de 2022, un retraso cercano a 18 meses y una reducción del 68,6% de los recursos disponibles frente a la revisión de 2019. Así, pronosticamos que la compañía pueda cubrir el pago de 25% del total de los bonos antes del vencimiento en marzo de 2024, resultado inferior a 79% de nuestras expectativas anteriores.

En términos de su estructura de costos y gastos, consideramos que ENA Este pospondrá gran parte de sus inversiones de mantenimiento mayor para los próximos dos periodos, sin que esto represente un riesgo para la operación del corredor dado su carácter flexible. Consideramos que estas estrategias le permitirán mejorar la liquidez para contribuir al pago de intereses durante los próximos años.

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

Nuestro escenario base incorpora los siguientes supuestos:

- De acuerdo con las proyecciones de crecimiento de Panamá de S&P Global Ratings estimamos un crecimiento del producto interno bruto (PIB) de -2% para 2020, 4.2% y 4% para 2021 y 2022, respectivamente.
- Proyectamos un decrecimiento del tráfico de -40% para 2020, con una recuperación similar para el 2021, seguido de 9.5% para 2022. Para los próximos años, el tráfico crecerá en 3%, ligeramente inferior al PIB proyectado de Panamá por S&P Global Ratings.
- No proyectamos incrementos en la tarifa para los próximos tres años.
- Dada la flexibilidad de sus inversiones de mantenimiento mayor, estimamos una ejecución de 30% para 2020, pero que se incorporan en los siguientes años.
- Incorporamos nuestras proyecciones de dividendos por parte del corredor ENA Sur.

Liquidez

Evaluamos la posición de liquidez de ENA Este como suficiente para cumplir con el pago de intereses en los próximos años. A abril de 2020, el Fideicomiso ENA Este tenía una cuenta de reserva del servicio de la deuda de US\$6,5 millones sumada a la cuenta de concentración de US\$28,6 millones. Adicionalmente, el proyecto tiene cuentas de reserva para el mantenimiento mayor y de inversiones de capital en torno a los US\$500.000 cada una y US\$4,5 millones para los tramos Golf Tocumen y Gonzalillo Pedregal.

Descripción del proyecto

ENA Este es un proyecto respaldado por la operación de una carretera con peaje de 10,2 km ubicada en la Ciudad de Panamá. La carretera funciona desde 2015 (por lo cual no hay riesgo de construcción) y fue diseñada 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 utilizaron 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.

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: ver siguiente sección
- Liquidez y reserva: DSRA (fondada 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

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

mantenimiento mayores y cuenta de reserva de capex.

- Uso de los ingresos por seguros como parte del colateral.
- Un mecanismo de barrido de efectivo de 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:

- Gatos 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 la clase B de los bonos de ENA Sur sea repagada.
- Pagos de principal (100% del mecanismo de barrido de efectivo).



Fuente: ENA

Oportunidades y amenazas

Qué puede llevarnos a subir la calificación

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

- El mejor desempeño operacional y financiero de ENA Sur que represente la entrega oportuna de los dividendos para el pago oportuno de sus obligaciones.
- La refinanciación oportuna de sus bonos antes de su vencimiento.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

BRC identificó los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento de la compañía y/o de la industria que podrían afectar la calificación actual:

- Una reducción adicional del tráfico de ENA Este que implique presiones en su cuenta de reserva e impidan el pago oportuno de intereses.
- La continuidad del indicador DSCR por debajo de 1x, esto sin que se materialicen nuestras

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

expectativas de refinanciación en los próximos 12 a 24 meses.

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con una oportunidad aceptable por la disponibilidad de la entidad calificada y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y 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 (2017-2019).

BRC Investor Services S.A. SCV 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.

En caso de tener alguna inquietud en relación con los indicadores incluidos en este documento puede consultar el glosario en www.brc.com.co

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

III. MIEMBROS DEL 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