

Superintendencia de Mercado de Valores  
República de Panamá

Bolsa Latinoamericana de Valores  
Avenida Federico Boyd y Calle 49  
Edificio Bolsa de Valores  
Ciudad de Panamá

26 de mayo de 2023

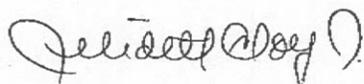
Referencia: Hecho de Importancia Fideicomiso ENA Norte

Estimados Señores:

En cumplimiento de lo dispuesto por el Acuerdo No.3-2008 de 31 de marzo de 2008 y sus modificaciones, emitido por la Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá, por este medio el Fideicomiso Norte actuando a través de Banistmo, S.A, no a título individual sino únicamente en su condición de Fiduciario del Banistmo Fideicomiso 4011 ENA NORTE (el "Emisor") comunica a la Superintendencia de Mercado de Valores, inversionistas y al público en general como Hecho de Importancia que la agencia calificadora de riesgos Fitch Ratings ratifica calificaciones de ENA Norte de A+(pan) y BB, con perspectiva estable.

Este comunicado será publicado en la página de Internet de Banistmo S.A, [www.banistmo.com](http://www.banistmo.com), en su calidad de Fiduciario.

Atentamente



Zelideth Choy A  
Apoderada Especial  
Actuando a través de Banistmo S.A.  
No a título individual sino únicamente en su condición de  
Fiduciario del Fideicomiso 4011 ENA Norte

## RATING ACTION COMMENTARY

# Fitch Ratifica Calificaciones de ENA Norte; Perspectiva Estable

Central America Panama Wed 10 May, 2023 - 1:52 p. m. ET

Fitch Ratings - Mexico City - 10 May 2023: Fitch Ratings ratificó las calificaciones en escalas nacional e internacional de la deuda emitida por ENA Norte Trust (ENA Norte) por USD600 millones en 'A+(pan)' y 'BB', respectivamente. La Perspectiva es Estable.

## FUNDAMENTO

Las calificaciones de ENA Norte reflejan un activo fuerte y maduro con un historial operativo amplio. El proyecto tiene la capacidad contractual para ajustar las tarifas de acuerdo con la inflación. Sin embargo, dado que las tarifas no se han incrementado desde la emisión de deuda, Fitch continúa asumiendo que se mantendrán sin cambios durante la vigencia de la deuda. La estructura de la deuda de ENA Norte es robusta, ya que la totalidad del ingreso por peaje se utiliza para cubrir las obligaciones operativas y financieras, lo que le ha permitido realizar prepagos de deuda.

Bajo el caso de calificación de Fitch, la razón de cobertura durante la vida del crédito (RCVC) mínima es de 0.5 veces (x) en 2028, lo cual indica que la deuda no se paga al vencimiento. A pesar de ello, el perfil crediticio individual (PCI) está respaldado por la opinión de Fitch de que el concesionario podrá refinanciar su deuda al tener en cuenta el apalancamiento inferior a 1x previsto al vencimiento. Asimismo, también considera la capacidad del Gobierno para aplicar medidas de protección al crédito que permitan al concesionario refinanciar y/o repagar su deuda.

De acuerdo con la “Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno” (ERG), un soporte fuerte respecto al vínculo entre el Gobierno de Panamá y el proyecto, y un soporte moderado a la percepción del incentivo del Gobierno en apoyarlo cuando lo necesite, en conjunto con un PCI cuatro escalones por debajo de la calificación del soberano de Panamá [BBB- Perspectiva Estable], da como resultado un enfoque de arriba hacia abajo de dos escalones, como se describe en la metodología aplicable de Fitch.

La calificación de ‘A+(pan)’ con Perspectiva Estable refleja la calidad crediticia de ENA Norte en relación con otros emisores y emisiones calificadas dentro de Panamá.

## **FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN**

### **Riesgo de Volumen Limitado**

**(Riesgo de Ingreso: Volumen – 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 hagan en el mediano plazo. Las tarifas están protegidas estructuralmente con un requerimiento que prohíbe la reducción de tarifas si la razón de cobertura del servicio de deuda (RCSD) no cumple con un nivel mínimo.

### **Plan de Infraestructura Adecuado**

**(Riesgo de Desarrollo y Renovación de la Infraestructura – Medio):** Existen requisitos contractuales sólidos para financiar los costos de capital para el corredor. De acuerdo con el ingeniero independiente, la condición física del corredor no es óptima y requiere mantenimiento mayor inmediato. 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 internamente.

**Estructura de Deuda Conservadora (Riesgo de Estructura de Deuda – Fuerte):** La emisión de deuda tiene tasa fija, barrido total de flujos remanentes y tiene una cuenta de reserva de servicio de deuda de seis meses para pago de intereses.

## **PERFIL FINANCIERO**

La RCVC de ENA Norte en el caso de calificación es de 0.5x y es muy débil de acuerdo con la metodología aplicable para la calificación de su PCI, adicionalmente, la deuda no es amortizada en su vencimiento legal en 2028 (se estima que USD18 millones quedarán impagados). No obstante, la calificación está respaldada por la opinión de Fitch de que el apalancamiento bajo esperado al vencimiento permitirá al concesionario refinanciar la deuda y que el Gobierno de Panamá tiene la capacidad y la motivación para encontrar una solución adecuada para la deuda antes de su vencimiento.

## **TRANSACCIONES COMPARABLES**

ENA Norte es comparable con Autopistas del Sol, S.A. (AdS) [B Perspectiva Estable]. Ambos proyectos proporcionan conectividad crítica en sus respectivas áreas y están sujetos a la competencia creciente de alternativas más económicas, no obstante, Fitch evalúa el riesgo de precio de ENA Norte como Débil y para AdS lo evalúa como Medio. La RCSD promedio de AdS en 1.2x es mayor a la cobertura de 0.5x que presenta ENA Norte, cuya calificación está respaldada por la capacidad del Gobierno panameño para implementar medidas de protección del crédito y la habilidad de refinanciar la deuda en el mediano plazo.

## **SENSIBILIDAD DE CALIFICACIÓN**

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza:

--medidas gubernamentales que creen mejores condiciones para que ENA Norte repague su deuda en tiempo.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:

--desempeño de tráfico significativamente por debajo de la proyección del caso de calificación de Fitch, el cual asume un tráfico promedio diario anual (TPDA) de 142,570 en 2023;

--retraso del Gobierno en la adopción de medidas oportunas para refinanciar la deuda o crear condiciones para el pago de la deuda;

--una degradación de varios escalones en la calificación soberana de Panamá.

## RESUMEN DE CRÉDITO

**Actualización del Crédito:** En 2022, el TPDA alcanzó 136,750 vehículos que representó 79% del nivel de 2019, lo cual es menor a la expectativa de Fitch de recuperación de 85% del tráfico prepandemia. Los ingresos en 2022 fueron por USD66.9 millones, también por debajo de la previsión de la agencia de USD69.5 millones, principalmente por un volumen menor al esperado.

De acuerdo con el emisor, esta recuperación del tráfico y de los ingresos más lenta se debió a un comienzo de 2022 difícil debido a la variante Omicron del coronavirus, así como a la prevalencia del teletrabajo entre los usuarios y el alto costo del combustible. Además, durante julio de 2022, se produjeron protestas sociales en Panamá por el encarecimiento del combustible, que provocaron cierres temporales de los corredores. Desde entonces, el Gobierno ha aplicado medidas para apaciguar las protestas.

El flujo de efectivo disponible para el servicio de deuda (FEDSD) en 2022 fue 3% superior a lo esperado, principalmente porque el proyecto tuvo gastos menores que los proyectados, considerando que la inversión de capital (*capex: capital expenditure*) fue USD2 millones menor que lo estimado por Fitch, dado el aplazamiento hasta 2023 de la sustitución de algunas lozas de concreto en el corredor. Los gastos de operación en USD13.4 millones se comportaron conforme a las expectativas de Fitch. Los prepagos de deuda en USD32.9 millones también se efectuaron según las estimaciones de Fitch.

A marzo de 2023, el fideicomiso mantenía un fondo de reserva para el servicio de la deuda (FRSD) equivalente a dos pagos trimestrales de intereses por USD6.8 millones.

## CASOS DE FITCH

El caso base de Fitch proyecta que el tráfico crece a un ritmo anual de 10.5%, 7.4% y 6.9% en 2023, 2024 y 2025, respectivamente, seguido de una tasa media anualizada de crecimiento (TMAC) de 2.5%. Se asume que las tarifas de peaje permanecerán fijas durante el plazo de la deuda. Los gastos operativos fueron ajustados para asumir un incremento gradual para alcanzar alrededor de USD13 millones en 2024, nivel observado en 2019, seguido por un crecimiento en línea con la inflación. Los gastos operativos fueron

estresados adicionalmente en 5.0% para cada año. Los gastos de mantenimiento mayor también se ajustaron por inflación más 5.0% por encima del presupuesto del concesionario. Se proyecta que la inflación sea de 2.5% en 2023, de 2.0% en 2024 y de 1.5% en adelante.

Bajo este escenario, la RCVC mínima es de 1x (en 2023) y la deuda es pagada ajustada pero totalmente en su vencimiento legal.

El caso de calificación de Fitch proyecta que el tráfico crece a un ritmo anual de 8.8%, 5% y 4.5% en 2023, 2024 y 2025, respectivamente, seguido del TMAC de 2%. Las estimaciones de gastos operativos y de mantenimiento mayor están en línea con el caso base, pero con un estrés adicional de 2.5%. Las proyecciones de tarifas e inflación se alinean con los supuestos del caso base.

Bajo este escenario, la RCVC es de 0.5x y la deuda no es pagada en su vencimiento legal, con un remanente en 2028 de alrededor de 3% del monto original de deuda o USD18 millones. El nivel de la métrica se considera débil para la categoría de calificación respecto a los niveles indicativos de la metodología aplicable de Fitch. Sin embargo, el PCI está respaldado por la opinión de Fitch de que la concesionaria podrá refinanciar su deuda considerando el apalancamiento inferior a 1x esperado al vencimiento, y la capacidad del Gobierno para aplicar medidas de protección al crédito que permitan a la concesionaria repagar su deuda.

## **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), entidad(es) u operadora(s) calificado(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 10 de mayo de 2023 y puede consultarse en la liga [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com). Todas las opiniones expresadas pertenecen a Fitch Ratings, Inc.

## **CRITERIOS APLICADOS EN ESCALA NACIONAL**

--Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (Julio 6, 2022);

--Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno (Noviembre 12, 2020);

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

--Metodología de Calificación de Infraestructura de Transporte (Julio 6, 2022).

## **INFORMACIÓN REGULATORIA**

NOMBRE DEL EMISOR O ENTIDAD: ENA Norte Trust

LINK DEL SIGNIFICADO DE LA CALIFICACIÓN: Las definiciones de calificación de Panamá las puede encontrar 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: N.A.

--AUDITADA: 31/diciembre/2022

FECHA DEL ACUERDO DEL COMITÉ DE CALIFICACIÓN: 9/mayo/2023

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/Debt/1 LT	LT	
ENA Norte Trust 29248DAA0	LT	BB Rating Outlook Stable Afirmada BB Rating Outlook Stable
ENA Norte Trust USP3716XAA74	LT	BB Rating Outlook Stable Afirmada BB Rating Outlook Stable
ENA Norte Trust/Debt/1 Natl LT		
ENA Norte Trust 29248DAA0	ENac LP	A+(pan) Rating Outlook Stable Afirmada A+(pan) Rating Outlook Stable
ENA Norte Trust USP3716XAA74	ENac LP	A+(pan) Rating Outlook Stable Afirmada A+(pan) Rating Outlook Stable

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

**FITCH RATINGS ANALYSTS**

**Luis Obregon**

Director

Analista Líder

+52 55 5955 1608

luis.obregon@fitchratings.com

Fitch Mexico S.A. de C.V.

Bldv. Manuel Avila Camacho No. 88, Edificio Picasso, Piso 10, Col. Lomas de Chapultepec,  
Mexico City 11950

**Ramon Valdes**

Associate Director

Analista Secundario

+52 55 5955 1636

ramon.valdes@fitchratings.com

**Astra Castillo**

Senior Director

Presidente del Comité de Calificación

+52 81 4161 7046

astra.castillo@fitchratings.com

**MEDIA CONTACTS****Elizabeth Fogerty**

New York

+1 212 908 0526

elizabeth.fogerty@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**

Government-Related Entities Rating Criteria (pub. 30 Sep 2020)

Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno (pub. 12 Nov 2020)

National Scale Rating Criteria (pub. 22 Dec 2020)

Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (pub. 22 Dec 2020)

Transportation Infrastructure Rating Criteria (pub. 16 May 2022) (including rating assumption sensitivity)

Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (pub. 06 Jul 2022)

Metodología de Calificación de Infraestructura de Transporte (pub. 06 Jul 2022)

## **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](http://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.

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 disseminación 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 © 2023 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. Fax: (212) 480-4435. 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.

## **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.

---

Infraestructure and Project Finance   Latin America   Central America   Panama

---

## RATING ACTION COMMENTARY

# Fitch Affirms ENA Norte's Notes; Outlook Stable

Wed 10 May, 2023 - 1:43 p. m. ET

Fitch Ratings - Mexico City - 10 May 2023: Fitch Ratings has affirmed the Long-Term rating on ENA Norte Trust's (ENA Norte) USD600 million notes at 'BB' and the national Long-Term rating at 'A+(pan)'. The Rating Outlook is Stable. The standalone credit profile (SCP) is assessed at 'b+'.

## RATING RATIONALE

ENA Norte's ratings reflect a strong and mature asset with a long operational track record. The project has the contractual ability to adjust tolls according to inflation. However, given tolls have not been increased since the issuance of the notes, Fitch continues to assume that tolls will remain unchanged over the life of the notes. ENA Norte's debt structure is robust as the totality of the toll revenue is dedicated to cover operational and financial obligations and has allowed for the project's gradual deleveraging.

Under Fitch's Rating Case, minimum Loan Life Coverage Ratio (LLCR) is 0.5x in 2028, which indicates the debt is not fully repaid at maturity. Despite this, the SCP is supported by Fitch's view that the concessionaire will be able to refinance its debt considering the below 1x leverage expected at maturity and the government's ability to implement credit protection measures to enable the concessionaire to refinance and/or repay its debt.

According to Fitch's Government-Related Entity criteria, the agency's strong assessment for the strength of the link between the Panamanian government and the project, and a moderate assessment of the perceived incentive of government support when needed, in

combination with the four-notch distance between the issuer's SCP at 'b+' and Panama's sovereign rating at 'BBB-/Stable, results in a top-down minus two approach, as described in Fitch's applicable criteria.

The national scale rating of 'A+(pan)' with a Stable Outlook reflects ENA Norte's credit quality relative to other rated issuers and issuances within Panama.

## **KEY RATING DRIVERS**

Limited Volume Risk - Revenue Risk (Volume): Midrange:

The corridor operates in a strong reference market, the city of Panama, with a long track record of traffic, showing moderate volatility, and plays an important connectivity role for commuters and commercial traffic within the city's broader road network. Given the recent infrastructure changes in the city, the assets face competition from free alternatives and other transportation modes.

Fixed Toll Rates - Revenue Risk (Price): Weaker

Although the concessionaire is entitled to annually adjust toll rates at inflationary levels, toll rates have not been increased by inflation and are not expected to be updated in the medium term. Toll rates are structurally protected with a covenant that prohibits toll rate reductions if the debt service coverage ratio (DSCR) does not meet a minimum threshold.

Suitable Infrastructure Plan - Infrastructure Development and Renewal: Midrange

Sound contractual requirements to fund capex costs are in place for the corridors. According to the independent engineer, the physical condition of Corridor Norte is not at its best and requires immediate major maintenance. The concessionaire has short- and medium-term maintenance plans in place to perform the work required in certain sections of the corridors. The capital investment program is internally funded.

Conservative Debt Structure - Debt Structure: Stronger

ENA Norte Trust's debt structure has fixed interest rate, full cash sweep of excess cash flows and has a six-month debt service reserve account for interest payments.

## **Financial Profile**

Under Fitch's rating case, ENA Norte's minimum LLCR in the rating case is 0.5x and is very weak according to Fitch's applicable criteria, and debt is not fully repaid at its maturity in 2028 (USD18 million are estimated to remain outstanding). Nonetheless, the rating is supported by Fitch's belief that the low expected leverage at maturity will enable the concessionaire to refinance the notes and that the Government of Panama has the capacity and motivation to find a suitable solution for the notes before maturity.

## **PEER GROUP**

ENA Norte is comparable with Autopistas del Sol (AdS; 'B'/Stable). Both projects provide critical connectivity within their respective areas and are subject to increasing competition from free alternatives, but Fitch assesses Price Risk as Weaker for ENA Norte and as Midrange for AdS. AdS's average DSCR is higher at 1.2x than the 0.5x coverage metric of ENA Norte, whose ratings are supported by the government's ability to implement credit protection measures and the ability to refinance the debt in the medium term.

## **RATING SENSITIVITIES**

### **Factors that Could, Individually or Collectively, Lead to Negative Rating Action/Downgrade**

--Traffic performance materially worse than Fitch's rating case projection of 142,570 Average Annualized Daily Traffic (AADT) for 2023;

--If Government delays taking timely actions to either refinance the debt or create conditions for the debt payment;

--Multi-notch downgrade on Panama's sovereign rating.

### **Factors that Could, Individually or Collectively, Lead to Positive Rating Action/Upgrade**

--Government actions that create better conditions for ENA Norte to repay its debt.

## **BEST/WORST CASE RATING SCENARIO**

International scale credit ratings of Sovereigns, Public Finance and Infrastructure issuers have a best-case rating upgrade scenario (defined as the 99th percentile of rating transitions, measured in a positive direction) of three notches over a three-year rating horizon; and a worst-case rating downgrade scenario (defined as the 99th percentile of rating transitions, measured in a negative direction) of three notches over three years. The complete span of best- and worst-case scenario credit ratings for all rating categories ranges from 'AAA' to 'D'. Best- and worst-case scenario credit ratings are based on historical

performance. For more information about the methodology used to determine sector-specific best- and worst-case scenario credit ratings, visit <https://www.fitchratings.com/site/re/10111579>.

## **CREDIT UPDATE**

In 2022, AADT reached 136,750 vehicles, representing 79% of 2019's AADT and below Fitch's expectation of an 85% recovery of pre-pandemic traffic. Revenues totaled USD66.9 million, also below Fitch's expectation of USD69.5 million, mainly driven by a lower-than-expected volume.

According to the issuer, this slower traffic and revenue recovery was caused by a sluggish start of the year due to the Omicron variant of the coronavirus, a lengthier back-to-the-office process from commuters, and high fuel prices. Also, during July 2022, there were social protests in Panama due to rising costs of fuel, that caused temporary closures of the corridors. The government has since implemented measures to appease the protests.

Cash flow available for debt service (CFADS) in 2022 was 3% above expected mainly, because the project had lower than forecast expenses, considering that capex was USD2 million lower than projected given the postponement of the replacement of some of the road's concrete plates until 2023. Operational Expenses (opex) were in line with Fitch's expectations at USD13.4 million. Debt prepayments were also made according to Fitch's estimates at USD32.9 million.

As of March 2023, the trust maintains a debt service reserve account equivalent to two quarterly interest payments (six months) at USD6.8 million.

## **FINANCIAL ANALYSIS**

Fitch 'sbase case assumes traffic grows at an annual rate of 10.5%, 7.4% and 6.9% in 2023, 2024 and 2025, respectively, followed by a CAGR of 2.5%. Toll rates are assumed to remain fixed for the term of the debt. Opex were adjusted to assume a gradual increase to reach around USD13 million in 2024, the amount observed in 2019 in real basis, adding a 5% stress to both opex and capex. Inflation is projected at 2.5% in 2022, 2.0% in 2023 and 1.5% onwards. Under this scenario, LLCR minimum is 1x (in 2023) and debt is tightly but fully paid at maturity.

Fitch's rating case assumes traffic grows at an annual rate of 8.8%, 5.0% and 4.5% in 2023, 2024 and 2025, respectively, followed by a CAGR of 2.0%. Opex and capex assumptions are

in line with those of Fitch's base case but with an additional 2.5% stress. Tolls and inflation are projected with the same assumptions as in Fitch base case.

Under this scenario, LLCR is 0.5x and debt is not paid at maturity (2028), with a remaining balance of around than 3% of the original debt amount or USD18 million. This coverage is weak for ENA Norte's SCP rating, according to Fitch's applicable criteria. However, the SCP is supported by Fitch's view that the concessionaire will be able to refinance its debt considering the below 1x leverage expected at maturity and the government's ability to implement credit protection measures to enable the concessionaire to repay its debt.

## **SECURITY**

The Panama-Madden Segment (corridor Norte) is a 13.5-kilometer (8.4-mile) toll road that intersects Phase I on the eastern end and runs northwest, connecting to the Interstate Colon Highway. ENA Norte operates the toll road concession of Corridor Norte and has no other significant commercial activities. ENA Norte is a subsidiary of Empresa Nacional de Autopista S.A. (ENA). ENA is an entity wholly owned by the government of Panama, with the purpose of acquiring companies that have been granted concessions for the construction, maintenance and operation of toll roads.

## **REFERENCES FOR SUBSTANTIALLY MATERIAL SOURCE CITED AS KEY DRIVER OF RATING**

The principal sources of information used in the analysis are described in the Applicable Criteria.

## **ESG CONSIDERATIONS**

Unless otherwise disclosed in this section, the highest level of ESG credit relevance is a score of '3'. This means ESG issues are credit-neutral or have only a minimal credit impact on the entity, either due to their nature or the way in which they are being managed by the entity. For more information on Fitch's ESG Relevance Scores, visit [www.fitchratings.com/esg](http://www.fitchratings.com/esg)

## **RATING ACTIONS**

**ENTITY / DEBT** ⚡

**RATING** ⚡

**PRIOR** ⚡

---

ENA Norte Trust

---

ENA Norte Trust/Debt/1 LT	LT			
---------------------------	----	--	--	--

---

ENA Norte Trust 29248DAA0	LT	BB Rating Outlook Stable	Affirmed	BB Rating Outlook Stable
---------------------------	----	--------------------------	----------	--------------------------

---

ENA Norte Trust USP3716XAA74	LT	BB Rating Outlook Stable	Affirmed	BB Rating Outlook Stable
------------------------------	----	--------------------------	----------	--------------------------

---

ENA Norte Trust/Debt/1 Natl LT	Natl LT			
--------------------------------	---------	--	--	--

---

ENA Norte Trust 29248DAA0	Natl LT	A+(pan) Rating Outlook Stable	Affirmed	A+ (pan) Rating Outlook Stable
---------------------------	---------	-------------------------------	----------	--------------------------------

---

ENA Norte Trust USP3716XAA74	Natl LT	A+(pan) Rating Outlook Stable	Affirmed	A+ (pan) Rating Outlook Stable
------------------------------	---------	-------------------------------	----------	--------------------------------

---

**VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS**

**FITCH RATINGS ANALYSTS**

**Luis Obregon**

Director

Primary Rating Analyst

+52 55 5955 1608

[luis.obregon@fitchratings.com](mailto:luis.obregon@fitchratings.com)

Fitch Mexico S.A. de C.V.

Bldv. Manuel Avila Camacho No. 88, Edificio Picasso, Piso 10, Col. Lomas de Chapultepec,

Mexico City 11950

**Ramon Valdes**

Associate Director

Secondary Rating Analyst  
+52 55 5955 1636  
ramon.valdes@fitchratings.com

**Astra Castillo**  
Senior Director  
Committee Chairperson  
+52 81 4161 7046  
astra.castillo@fitchratings.com

## **MEDIA CONTACTS**

**Elizabeth Fogerty**  
New York  
+1 212 908 0526  
elizabeth.fogerty@thefitchgroup.com

Additional information is available on [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

## **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**

Government-Related Entities Rating Criteria (pub. 30 Sep 2020)  
Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno (pub. 12 Nov 2020)  
National Scale Rating Criteria (pub. 22 Dec 2020)  
Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (pub. 22 Dec 2020)  
Transportation Infrastructure Rating Criteria (pub. 16 May 2022) (including rating assumption sensitivity)  
Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (pub. 06 Jul 2022)  
Metodología de Calificación de Infraestructura de Transporte (pub. 06 Jul 2022)  
Infrastructure & Project Finance Rating Criteria (pub. 20 Jul 2022) (including rating

## **ADDITIONAL DISCLOSURES**

Dodd-Frank Rating Information Disclosure Form

Solicitation Status

Endorsement Policy

## **ENDORSEMENT STATUS**

ENA Norte Trust

EU Endorsed, UK Endorsed

## **DISCLAIMER & DISCLOSURES**

All Fitch Ratings (Fitch) credit ratings are subject to certain limitations and disclaimers.

Please read these limitations and disclaimers by following this link:

<https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. In addition, the following <https://www.fitchratings.com/rating-definitions-document> details Fitch's rating definitions for each rating scale and rating categories, including definitions relating to default. ESMA and the FCA are required to publish historical default rates in a central repository in accordance with Articles 11(2) of Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 and The Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019 respectively.

Published ratings, criteria, and methodologies are available from this site at all times. Fitch's code of conduct, confidentiality, conflicts of interest, affiliate firewall, compliance, and other relevant policies and procedures are also available from the Code of Conduct section of this site. Directors and shareholders' relevant interests are available at <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch may have provided another permissible or ancillary service to the rated entity or its related third parties. Details of permissible or ancillary service(s) for which the lead analyst is based in an ESMA- or FCA-registered Fitch Ratings company (or branch of such a company) can be found on the entity summary page for this issuer on the Fitch Ratings website.

In issuing and maintaining its ratings and in making other reports (including forecast information), Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer,

the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings and reports should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating or a report will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings and its reports, Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings and forecasts of financial and other information are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings and forecasts can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating or forecast was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind, and Fitch does not represent or warrant that the report or any of its contents will meet any of the requirements of a recipient of the report. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion and reports made by Fitch are based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings and reports are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating or a report. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at any time for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any

security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.

For Australia, New Zealand, Taiwan and South Korea only: Fitch Australia Pty Ltd holds an Australian financial services license (AFS license no. 337123) which authorizes it to provide credit ratings to wholesale clients only. Credit ratings information published by Fitch is not intended to be used by persons who are retail clients within the meaning of the Corporations Act 2001. Fitch Ratings, Inc. is registered with the U.S. Securities and Exchange Commission as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (the "NRSRO"). While certain of the NRSRO's credit rating subsidiaries are listed on Item 3 of Form NRSRO and as such are authorized to issue credit ratings on behalf of the NRSRO (see <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), other credit rating subsidiaries are not listed on Form NRSRO (the "non-NRSROs") and therefore credit ratings issued by those subsidiaries are not issued on behalf of the NRSRO. However, non-NRSRO personnel may participate in determining credit ratings issued by or on behalf of the NRSRO.

dv01, a Fitch Solutions company, and an affiliate of Fitch Ratings, may from time to time serve as loan data agent on certain structured finance transactions rated by Fitch Ratings.

Copyright © 2023 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved.

**READ LESS**

## **SOLICITATION STATUS**

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

## **ENDORSEMENT POLICY**

Fitch's international credit ratings produced outside the EU or the UK, as the case may be, are endorsed for use by regulated entities within the EU or the UK, respectively, for regulatory purposes, pursuant to the terms of the EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019, as the case may be. Fitch's approach to endorsement in the EU and the UK can be found on Fitch's Regulatory Affairs page on Fitch's website. The endorsement status of international credit ratings is provided within the entity summary page for each rated entity and in the transaction detail pages for structured finance transactions on the Fitch website. These disclosures are updated on a daily basis.

---

[Infrastructure and Project Finance](#)   [Latin America](#)   [Central America](#)   [Panama](#)

---