



## FIDEICOMISO ENA ESTE

Ciudad de Panamá, Panamá

### Informe de Calificación

Sesión de Comité: 13 de julio de 2018

#### Contacto:

(507) 214 3790

Linda Tapia

Analista Asociado

[etapia@equilibrium.com.pa](mailto:etapia@equilibrium.com.pa)

Ana Lorena Carrizo

Jefe de Análisis Financiero

[acarrizo@equilibrium.com.pa](mailto:acarrizo@equilibrium.com.pa)

\*Para una mayor referencia del instrumento calificado referirse al Anexo I.

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017 del Fideicomiso ENA Este, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2017 y 2018. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 31/07/2017.

**Fundamento:** Luego del análisis realizado, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió mantener la categoría AA.pa otorgada a los Bonos Corporativos emitidos por el Fideicomiso ENA Este (en adelante, el Emisor) por US\$212.0 millones. La perspectiva es Estable.

La calificación se sustenta en la tendencia ascendente que muestran los flujos en concepto de peajes recibidos por el Emisor, a partir del mayor nivel de tráfico que experimenta la carretera Fase IIB de ENA Este desde el año 2017. Destacamos que de acuerdo a proyecciones recibidas se espera mantener un comportamiento al alza tanto en el nivel de aforos como de ingresos por peajes. En ese sentido, dicha recaudación permitiría mejorar gradualmente la cobertura de los intereses por pagar sobre los bonos, en la medida que el efectivo disponible en las cuentas de concentración sigue aumentando. También ponderó de forma favorable, la integración de las casetas de Las Lajas y el Pórtico de Rana de Oro durante el 2017, las mismas que debieron habilitarse al iniciar las operaciones de dicho corredor. Estas nuevas inclusiones han permitido un mayor flujo vehicular y por ende de ingresos. La calificación también recoge la importancia estratégica de la carretera Fase IIB, la cual conecta las zonas productivas con las zonas logísticas y residenciales, áreas que denotan un importante nivel de desarrollo durante los últimos años. Cabe mencionar que la calificación se fortalece de manera importante debido a la existencia de la figura del Fideicomiso, vehículo que puede administrar y custodiar los bienes fiduciarios y garantizar el cumplimiento de las obligaciones a los

### Instrumento

Bonos Corporativos

### Perspectiva

### Calificación\*

AA.pa

Estable

beneficiarios de los Bonos. El pago de los bonos se encuentra garantizado por: i) los flujos de peajes que se acumulan en la cuenta de concentración, ii) la cuenta de reservas, iii) otras cuentas fiduciarias, iv) Patrimonio y v) el aporte que reciba de ENA producto de los dividendos que le sean pagados por ENA SUR, una vez que se amorticen en su totalidad los Bonos Serie 2011 Clase B emitidos por ENA SUR. No menos importante resulta destacar que ENA Este pertenece a ENA Holdings, una compañía semiautónoma que, la cual cuenta entre sus miembros de Junta Directiva y plana gerencial con personas de amplia experiencia en obras de infraestructura, incluyendo funcionarios de alta jerarquía en entidades estatales, por lo que además existe una vinculación indirecta con la administración del Gobierno.

Por otro lado, limita la calificación el hecho que los flujos generados en concepto de peajes sólo cubren los intereses de los Bonos Corporativos evaluados, más no el repago del principal, generándose una subordinación implícita hacia la materialización de un evento externo al Emisor; es decir, la liberación de flujos del Fideicomiso ENA Sur una vez que finalice la amortización de la Serie B de sus propios bonos corporativos. Cabe señalar que una vez finalizado el quinto aniversario de la Emisión calificada, la misma se podrá redimir parcial o totalmente sin penalidad alguna, no representando una obligatoriedad inmediata, sino hasta el vencimiento del décimo año. De acuerdo a lo indicado por el Emisor, se espera un pago importante de capital para el 2019, el cual provendrá de los saldos excedentes de las cuentas correspondientes a los tramos ya completados, así

como de los saldos excedentes acumulados en la cuenta de concentración. Como aspecto de riesgo adicional, se considera la sensibilidad que aún existe sobre la materialización de las proyecciones de tráfico en los corredores sin incrementar las tarifas, lo cual guarda estrecha relación con el desempeño de la economía y otros

factores sociales y políticos en un amplio horizonte de tiempo (hasta el año 2024, al menos).

Finalmente, Equilibrium continuará monitoreando los indicadores de desempeño del Emisor, comunicando oportunamente al mercado cualquier cambio en la percepción de riesgo del mismo.

**Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento en la Calificación:**

- Amortización progresiva del principal, de modo que esto se traduzca en una reducción en el nivel de endeudamiento y carga financiera del Emisor, aunado al cumplimiento en las estimaciones de uso de los flujos provenientes de ENA Sur, una vez se cancelen los Bonos Corporativos Serie 2011, Clase B.
- Aumento progresivo y sostenido en el flujo por peajes de la carretera fase IIB que se traduzca en una mejora de la cobertura del Servicio de Deuda.
- Incorporación de nuevas garantías para el instrumento calificado.
- Aportación adicional de capital hacia el Emisor.

**Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución en la Calificación:**

- Desaceleración y/o contracción en el flujo mensual de ingresos por peajes en la carretera Fase IIB que exija una mayor utilización de la Reserva para el pago del Servicio de Deuda.
- Fuerte desaceleración de la economía u otro hecho que afecte negativamente el tráfico vehicular por los Corredores, lo que termine afectando la amortización de la Serie B de los Bonos emitidos por el Fideicomiso ENA Sur y postergue la disponibilidad de flujos para el repago del principal asociado a la Emisión calificada.
- Surgimiento de contingencias legales significativas hacia ENA o alguna de sus subsidiarias.
- Riesgos operativos que generen pérdidas de valor representativas en los flujos o que impacten el valor de las garantías en forma sustancial.

**Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:**

- Ninguna.

## MARCO DESCRIPTIVO

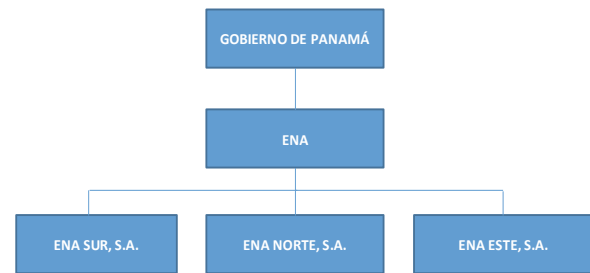
### Antecedentes

El 29 de diciembre de 1994, el Ministerio de Obras Públicas (MOP) en representación del Gobierno de la República de Panamá y la empresa PYCSA Panamá, S.A. celebraron el Contrato de Concesión N° 98, que comprende el estudio, diseño, construcción mantenimiento, administración y operación del Corredor Norte, e incluía todos los segmentos del Corredor Norte (Fase I, Segmento Panamá - Madden, Fase IIA y Fase IIB).

Mediante la Adenda N° 9, a ENA Este se le concede la concesión a la Fase IIB del Corredor Norte que comprende el segmento El Golf – Tocumen, tramo que cuenta con una longitud de 9.9 Kilómetros. Mediante la adenda N°10, a ENA Este se le concede adicionalmente la concesión del Tramo Gonzalillo - Pedregal que comprende 1.0 kilómetro de longitud, el cual conectaría el Corredor Norte y la Avenida Manuel Zárata con la carretera Gonzalillo – Villalobos.

Producto de una estrategia gubernamental, se decide que los corredores (Norte y Sur) pasarían a manos panameñas en donde su adquisición y explotación fuera autofinanciable, por lo que se decide crear la Empresa Nacional de Autopistas o ENA, la cual se constituye bajo la Ley 76 del 2010. Mediante Ley 49 del 26 de octubre de 2016 se reforman los artículos 2 y 25 de la Ley 76 de 15 de noviembre de 2010, que autoriza la creación de ENA con el objeto de optimizar el desarrollo del sistema de carreteras, autopista de peaje o tarifa, puentes, vías de acceso y/o cualquier obra de infraestructura vial, otorgándole facultades para crear empresas subsidiarias para la ejecución de obras de infraestructura pública de interés nacional. Estas actividades podrán ser desarrolladas total o parcialmente de modo directo o modo indirecto por ENA.

Al contar ENA con capacidad y autorización de ser autofinanciable y poder implementar procesos e infraestructuras encaminados a mejorar el desempeño de los corredores, se procedió a la ejecución de la Fase IIB del corredor Norte, la cual fue financiada inicialmente por un préstamo puente otorgado por el Banco Nacional de Panamá. Subsecuentemente, para continuar con el desarrollo de la obra se implementó la figura de un fideicomiso, creándose de este modo el Fideicomiso ENA Este concebido con el objetivo de emitir, garantizar y administrar los pagos de la emisión de Bonos Corporativos de hasta US\$212.0 millones, que entre otros financiaría la construcción de los tramos El Golf - 24 de diciembre y el Tramo Gonzalillo - Pedregal; además de cancelar el saldo del préstamo al BNP y la implementación del sistema de Telepeaje.



### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de ENA se presentan en el Anexo III del presente informe. En el caso de la plana gerencial, cabe mencionar la incorporación de Ingeniera Roxana M. Cárdenas Angulo como Gerente General durante el 2017.

### Descripción de la Obra

La Fase IIB es un proyecto aprobado por el Gobierno de Panamá que busca una solución vial al congestionamiento vehicular de la Ciudad de Panamá. Este proyecto consiste en la construcción de una vía de peaje con aproximadamente 9.9 kilómetros de longitud, la cual extiende el Corredor Norte desde Brisas de Golf (Oeste) hasta el área de 24 de Diciembre (Este), conectando con la vía Panamericana que, a su vez, conecta con el Corredor Sur.



Fuente: ENA

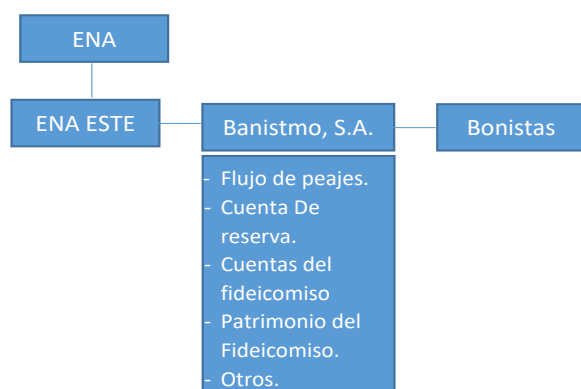
Adicionalmente, el Proyecto Fase IIB también incluye la construcción del segmento Gonzalillo-Pedregal de 1.0 kilómetro de longitud. La carretera fase IIB cuenta con entronques con sus respectivas casetas de peaje: Las Lajas, Villalobos, Rana de Oro y Panamericana. Desde el 15 de octubre de 2015, se utiliza el tramo que conecta Brisas del Golf con 24 de diciembre, pero luego de un mes de uso gratuito en este tramo, ENA Este comenzó a cobrar los peajes a partir del 16 de noviembre de 2015, mediante el sistema de Telepeaje Panapass, generando ingresos en los peajes de Villalobos y Panamericana.

Es importante mencionar que inicialmente se llegó a considerar que el tramo Este entraría a operar con el total de casetas; sin embargo, desde su entrada en operaciones hasta inicios de 2017 solamente contaban con dos casetas

para el cobro de peajes, las mismas que proporcionaban los flujos que luego pasarían al fideicomiso. En el mes de marzo de 2017 se incorporó la caseta de Las Lajas y en octubre de 2017 el pórtico de Rana de Oro, lo que ha proporcionado un aumento progresivo en la recaudación de peajes.

### Estructura de los Bonos

Los Bonos fueron emitidos por el Fideicomiso ENA Este, mediante un contrato suscrito entre la Empresa Nacional de Autopista, S.A. (ENA) y ENA Este, S.A. (ENA Este) como fideicomitentes, por Empresa Nacional de Autopista, S.A. (ENA) como administrador, y Banistmo, S.A., como Fiduciario.



Para mayor detalle respecto a la estructura del Bono, remitirse al Anexo II del presente informe.

### Administración de los Flujos del Fideicomiso

A continuación, se detallan las Cuentas del Fideicomiso, incluyendo el propósito y uso de cada una de ellas:

- **Cuenta de Ingresos de Emisión de los Bonos:** Previo a la Fecha de Oferta, el Fiduciario abrió una cuenta corriente en Banistmo, S.A. con el único propósito de depositar los ingresos producto de la colocación de los Bonos Corporativos. Posterior a la distribución de los fondos, dicha cuenta fue cerrada.
- **Cuenta de Pago del Contrato de Obra del Tramo El Golf - Tocumen:** El Fiduciario abrió una cuenta corriente en Banistmo, S.A., en la cual se depositó la suma instruida por el Administrador para realizar los pagos del Contrato de Obra del Tramo El Golf - Tocumen. Los pagos fueron realizados por el Fiduciario conforme le instruyó el Administrador. En vista de que el contrato de Obra de este tramo ya ha sido totalmente pagado, están solicitando que los fondos remanentes (US\$5.1 millones) sean transferidos a la cuenta de concentración para ser utilizados para amortizar la deuda.
- **Cuenta de Pago del Contrato de Obra del Tramo Gonzalillo - Pedregal:** El Fiduciario abrió una cuenta corriente en Banistmo, S.A. en la cual se depositó la suma instruida por el Administrador al Fiduciario, la misma que fue utilizada para realizar los pagos del Contrato de Obra Tramo Gonzalillo - Pedregal.

- **Cuenta de Pago de la Implementación del Sistema de Telepeaje:** El Fiduciario abrió una cuenta bancaria corriente en Banistmo, S.A. en la cual se depositó la suma instruida por el Administrador al Fiduciario para realizar los pagos del Contrato de Implementación del Sistema de Telepeaje.
- **Cuenta de Concentración:** El Fiduciario abrió una cuenta bancaria corriente en Banistmo, S.A., en la cual se vienen depositando los dineros (i) que se recauden en concepto de peajes por transitar en el Corredor Norte Fase IIB, los cuales han sido cedidos al Fiduciario conforme al Contrato de Cesión y por el cual el Administrador causará que el Operador deposite diariamente dichos dineros y (ii) que se generen de los Bienes Fiduciarios, excluyendo los réditos de las Inversiones Permitidas. Es de señalar que los fondos de la Cuenta de Concentración podrán ser transferidos a las siguientes cuentas en el siguiente orden: la Cuenta de Operación, Cuenta de Pago Primario, Cuenta de Mantenimiento Mayor, Cuenta para Inversiones de Capital y Cuenta de Flujo de Capital Excedente, según instrucciones recibidas por el Fiduciario conforme el Reporte de Administración Mensual.

La Cuenta de Concentración recibirá igualmente los aportes que realice ENA Este de los montos correspondientes a los aportes a su capital social que reciba de ENA, producto de los dividendos que le sean pagados por ENA Sur una vez se cancele la totalidad de los Bonos Serie 2011 Serie B de la Emisión Fideicomiso ENA Sur.

- **Cuenta de Operación:** El Fiduciario abrió una cuenta bancaria corriente en Banistmo, S.A. para cubrir los costos de operación y mantenimiento menor del Corredor Norte Fase IIB y en la cual se depositaron fondos de la Cuenta de Concentración. Esta cuenta bancaria inicialmente estuvo fondeada con US\$750 mil como concepto de reserva, producto de la colocación de los Bonos. El Fiduciario traspasará los fondos depositados en la Cuenta de Concentración las sumas establecidas en el Reporte de Administración Mensual, siempre que haya fondos suficientes en la Cuenta de Concentración. De no existir fondos suficientes para atender los pagos que deban hacerse de la Cuenta de Operación, el Administrador instruirá al Fiduciario la utilización del Fondo de Reserva que se mantiene en dicha cuenta, para atender el faltante para la realización de todos los pagos contemplados en el Reporte de Administración en concepto de gastos operativos.

Los fondos de la Cuenta de Operación fueron utilizados para pagar los siguientes gastos:

- Las comisiones, honorarios, gastos e indemnizaciones del Fiduciario
- Los honorarios de la BVP.
- Los honorarios de la SMV.
- Los honorarios de LatinClear.
- Los honorarios de las Calificadoras de Riesgo.
- Los honorarios trimestrales del Administrador.

- Los gastos operativos reembolsables al Administrador y/o a ENA Este.
  - Los honorarios del Operador.
  - Las primas de los Seguros.
  - Los impuestos aplicables.
  - Los honorarios y gastos de todos los asesores externos de ENA Este y del Administrador.
- **Cuenta de Pago Primario:** El Fiduciario abrió una cuenta bancaria corriente en Banistmo, S.A. para depositar los fondos para los pagos de intereses de los Bonos, en la cual se depositarán los fondos de la Cuenta de Concentración, neto de la transferencia a la Cuenta de Operación. El Fiduciario traspasa de los fondos depositados en la Cuenta de Concentración hasta donde alcancen. De no existir fondos suficientes, el Administrador instruirá al Fiduciario a utilizar la Cuenta de Reserva del Servicio de la Deuda para atender el faltante.
- **Cuenta de Reserva de Servicio de la Deuda:** El Fiduciario abrió una cuenta bancaria corriente en Banistmo, S.A. a fin de tener una reserva que pueda cubrir cualquier insuficiencia que pudiese haber en la Cuenta de Pago Primario para realizar los pagos de intereses de los Bonos. Esta cuenta bancaria estuvo inicialmente fondeada con US\$52.0 millones en concepto de Reserva, compuesta por US\$27.0 millones que fueron aportados por ENA Este y US\$25.0 millones adicionales producto de la colocación de los Bonos.
- El Fiduciario traspasará, de ser necesario por insuficiencia de fondos, los fondos depositados en la Cuenta de Reserva para el Servicio de la Deuda a la Cuenta de Pago Primario. A partir de la fecha en que ENA Este inicie el aporte a los Bienes Fiduciarios -de los montos correspondientes a los aportes a su capital social que reciba de ENA, y siempre y cuando se haya cumplido el plazo de cinco años contados a partir de la Fecha de Oferta- el Administrador podrá instruir al Fiduciario el pago de capital de los Bonos, utilizando los fondos disponibles en la Cuenta de Reserva para el Servicio de Deuda. En este último caso, la Cuenta de Reserva para el Servicio de Deuda deberá mantener durante la vigencia del Fideicomiso siempre un saldo mínimo equivalente a los siguientes dos trimestres de pago de intereses de los Bonos.
- **Cuenta de Reserva de Mantenimiento Mayor:** El Fiduciario abrió una cuenta bancaria corriente en Banistmo, S.A. para la ejecución del plan de mantenimiento mayor anual preparado por el Operador y aprobado por el Administrador. Esta cuenta bancaria estuvo fondeada con US\$500 mil en concepto de Reserva producto de la colocación de los Bonos. De no existir fondos suficientes para atender los pagos que deban hacerse bajo la Cuenta de Reserva de Mantenimiento Mayor, conforme el Reporte de Administración Mensual, el Administrador instruirá al Fiduciario la utilización del fondo de reserva que se mantiene en dicha cuenta, para atender el faltante. Las sumas utilizadas del fondo de reserva que se mantiene en la Cuenta de Reserva de Mantenimiento Mayor,

deberán ser prontamente restituidas conforme lo instruya el Administrador.

- **Cuenta de Reserva para Inversiones de Capital:** El Fiduciario abrió una cuenta bancaria corriente en Banistmo, S.A. para la ejecución del plan anual de inversiones preparado por el Administrador, siempre que haya suficientes fondos en la cuenta de Concentración, neto de las transferencias a la Cuenta de Operación, Cuenta de Pago Primario y Cuenta de Reserva de Mantenimiento Mayor y hasta donde alcancen. Esta cuenta bancaria se fondeó con US\$500 mil en concepto de Reserva producto de la colocación de los Bonos.

#### Mecanismo de Asignación de Flujos

A continuación, se presentan las cuentas del Fideicomiso ENA Este y sus pagos:

- ✓ **Cuenta de Concentración:** En cada fecha de transferencia, el Fiduciario envía los fondos de la cuenta de Concentración conforme al Reporte de Administración y sujeto a disponibilidad, a las siguientes cuentas en el siguiente orden:

- C1. A la Cuenta Operativa.
- C2. A la Cuenta de Pago Primario, neto de la cuenta anterior
- C3. A la Cuenta Reserva de Mantenimiento Mayor, neto de las cuentas anteriores.
- C4. A la Cuenta de Reserva para Inversiones de Capitales, neto de las cuentas anteriores.
- C5. A la Cuenta de Flujo de Capital Excedente, neto de las cuentas anteriores.

Una vez se cancela la totalidad de los Bonos Serie 2011, Case B de la Emisión Fideicomiso ENA Sur:

F1. La cuenta de Concentración recibirá los montos correspondientes a los aportes a capital social que reciba de ENA, producto de los dividendos que le sean pagados Por ENA Este.

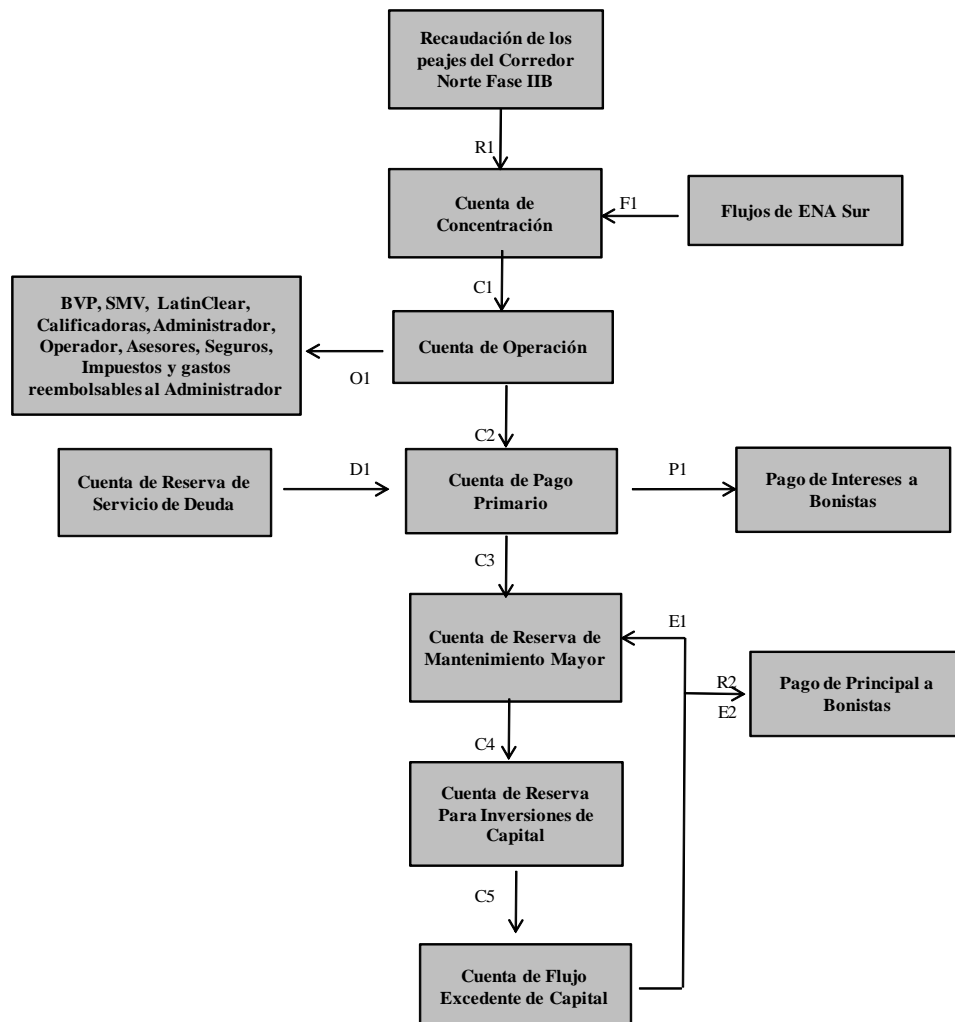
- ✓ **Cuenta de Operación:**
- O1. Para pagar los costos de operación y mantenimiento menor del Corredor Norte Fase IIB
- ✓ **Cuenta de Pago Primario:**
- P1. Para el pago de los intereses a los bonistas registrados
- D1. Si en cualquier fecha de transferencia existiera algún déficit en esta cuenta, el administrador instruirá al Fiduciario a utilizar la cuenta de Reserva de Servicio de Deuda para atender el faltante.
- ✓ **Cuenta de Reserva del Servicio de Deuda:**
- R1. Una vez se cancelen la totalidad de los Bonos Serie 2011, Clase B de la emisión Fideicomiso ENA Sur, y siempre y cuando se haya cumplido con el plazo de 5 años contados a partir de la fecha de oferta, el Administrador podrá instruir al Fiduciario, el pago de capital de los Bonos, utilizando los fondos disponibles en la Cuenta de Reserva de Servicio de deuda conforme se indica en el reporte de Administración Mensual.

✓ **Cuenta de Flujo de Capital Excedente:**

E1. Todas aquellas sumas depositadas en la Cuenta de Flujo de Capital Excedente serán transferidas a la Cuenta de reserva de Servicio de Deuda.

E2. Una vez se cancelen la totalidad de los Bonos Serie 2011, Clase B de la emisión Fideicomiso ENA Sur, y siempre y cuando se haya cumplido con el plazo de 5

años contados a partir de la fecha de oferta, el Administrador podrá instruir al Fiduciario, el pago de capital de los Bonos, utilizando los fondos disponibles en la Cuenta de Flujo de Capital Excedente conforme se indica en el reporte de Administración Mensual.



Los aportes que realice ENA Este de los montos correspondientes a las contribuciones a su capital social que reciba de ENA, producto de los dividendos que le sean pagados a ENA por ENA Sur, una vez se haya cancelado la totalidad de los Bonos Serie 2011 Serie B (Turbo) de la Emisión Fideicomiso ENA Sur, los mismos que deberán ser depositados en la Cuenta de Concentración.

Cabe destacar, que esta Emisión no le exige al Emisor el cumplimiento de resguardos financieros de ningún tipo.

**Eventos de Incumplimiento**

Los siguientes eventos constituirán Eventos de Incumplimiento:

- ✓ Si el Emisor incumple su obligación de pagar capital e intereses vencidos y exigibles a cualquiera de los Tenedores Registrados, en cualquier Fecha de Pago, y

dicho incumplimiento persiste por más de 10 días hábiles.

- ✓ Si el Emisor, ENA o ENA Este incumple con cualquiera de las obligaciones, términos y condiciones contraídas por el Emisor bajo este Bono o bajo cualquiera de los demás Documentos de la Emisión y tal incumplimiento no es remediado dentro del Período de Cura.
- ✓ Si se decreta o ejecuta un embargo o procedimiento similar sobre cualquiera de los activos del Emisor o ENA Este por US\$10.0 millones y dicho proceso no es afianzado dentro del Período de Cura, que es de 45 días, contado a partir de la fecha de dicho embargo o procedimiento similar, siempre y cuando afecte la capacidad del Emisor para cumplir sus obligaciones detalladas en el Bono.
- ✓ Si se inicia juicio de quiebra o concurso de acreedores, o liquidación voluntaria o forzosa, por o en contra del Emisor o ENA Este.

- ✓ La decisión final en un proceso judicial, administrativo o arbitral contra el Emisor o ENA Este o el incumplimiento del Emisor o ENA Este en el pago de una sentencia o decisión final y definitiva ya sea judicial, administrativa, fiscal o arbitral en su contra por un monto igual o superior a US\$10.0 millones, siempre y cuando afecte la capacidad del Emisor para cumplir sus obligaciones detalladas en el Bono.
- ✓ Si el Emisor, ENA o ENA Este incumple con alguna representación o garantía contenida en cualquiera de los Documentos de la Emisión y tal incumplimiento no es remediado dentro del Periodo de Cura.
- ✓ Si cualquier garantía constituida en beneficio de los Tenedores Registrados en relación con los Bonos es invalidada y dicha situación no es subsanada dentro del Periodo de Cura.
- ✓ Si el Emisor o ENA Este viola alguna disposición legal vigente de la República de Panamá, siempre y cuando afecte la capacidad del Emisor para cumplir sus obligaciones detalladas en el Bono.
- ✓ Si se omite el pago de impuestos, tasas o tributos que recaen sobre el Emisor o sobre sus activos, siempre y cuando afecte la capacidad del Emisor para cumplir sus obligaciones detalladas en el Bono, en el Prospecto Informativo y en los Documentos de la Emisión.
- ✓ Si fondos producto de la Emisión se utilizan para fines diferentes de los establecidos en los Documentos de la Emisión.
- ✓ Si el Emisor o ENA Este incurriera en algún Evento de Incumplimiento bajo otro contrato de crédito o emisión de un monto superior a US\$10.0 millones, que tuviera como consecuencia que la deuda se declarara como de plazo vencido o se aceleran las obligaciones de pago contraídas por el Emisor bajo dicho contrato *Cross Default* siempre y cuando afecte la capacidad del Emisor o ENA Este para cumplir sus obligaciones detalladas en los Documentos de la Emisión.
- ✓ Si ocurre cualquier Efecto Material Adverso que le dé a la Mayoría de Tenedores Registrados motivo suficiente para creer, a su juicio exclusivo, que el Emisor no podrá cumplir con sus obligaciones bajo la Emisión.

En caso de que uno o más Eventos de Incumplimiento ocurriesen, continuase y no hubiesen sido subsanados dentro del plazo estipulado como Periodo de Cura, el Agente de Pago, previa autorización de la Mayoría de Tenedores Registrados de los Bonos, podrá expedir una Declaración de Evento de Incumplimiento, en nombre y representación de los Tenedores Registrados de los Bonos, la cual será comunicada al Fiduciario, al Administrador, los Fideicomitentes y a los Tenedores Registrados, a la Bolsa de Valores de Panamá y a la Superintendencia del Mercado de Valores, y sin necesidad de cumplir con ningún otro acto, notificación o requisito, todos los Bonos se constituirán automáticamente en obligaciones de plazo vencido.

## ANÁLISIS FINANCIERO DEL FIDEICOMISO ENA ESTE

### Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2017, el Fideicomiso ENA Este reporta activos por US\$249.2 millones, reflejando una disminución de 1.56% respecto a diciembre 2016. Dicho comportamiento se explica por el pago trimestral de los intereses que debe pagar el fideicomiso de acuerdo a lo establecido en el Contrato a los tenedores de los Bonos Corporativos.

Entre los bienes aportados al fideicomiso se destaca el aporte de US\$27.0 millones por parte de ENA Este y US\$25.0 millones de la colocación de los Bonos Corporativos. Fondos éstos que fueron colocados en un depósito a plazo con el propósito de servir de respaldo para el Servicio de Deuda. Estos fondos se han venido utilizando desde el 2015 para cubrir la totalidad del servicio de deuda, el cual asciende a US\$12.7 millones por año.

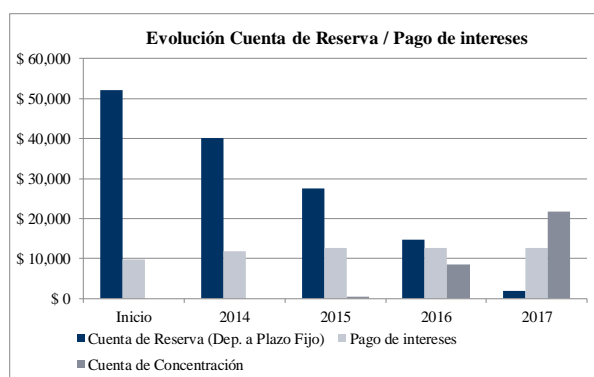
A continuación, se presenta un cuadro que muestra el movimiento anual de las cuentas que mantiene el Fideicomiso, el cual refleja la disminución progresiva de los depósitos a plazo, los cuales han sido totalmente consumidos al 31 de marzo de 2018, al igual que el incremento que ha reportado la cuenta de concentración producto del cobro acumulado de los peajes.

En US\$ miles	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar. 18
Depósitos en bancos a la vista	52,602	21,765	24,885	34,729	37,548
Cuenta de Concentración	0	477	8,565	21,729	25,410
Cuenta de operación	635	159	969	1,132	0
Cuenta del tramo de El Golf - Tocumen	28,947	5,882	5,402	5,065	5,065
Cuenta del tramo Gonzalillo - Pedregal	9,827	6,767	4,158	686	686
Cuenta de sistema de telepeaje	8,658	3,551	1,084	0	0
Cuenta de reserva de mantenimiento mayor	457	457	500	500	500
Cuenta de reserva de servicio de deuda	2,434	2,829	3,706	5,116	5,387
Cuenta de reserva para inversiones de capital	500	500	500	500	500
Depósitos en bancos a plazo	40,160	27,440	14,720	2,000	0
<b>Total de depósitos en bancos</b>	<b>92,762</b>	<b>49,205</b>	<b>39,605</b>	<b>36,729</b>	<b>37,548</b>

Fuente: ENA / Elaboración: Equilibrium

Sobre el punto anterior, debemos destacar el inicio de cobros en marzo 2017 de la caseta de peaje de Las Lajas y en octubre de 2017 del peaje de Rana de Oro, lo que significó un aumento importante en los aforos<sup>1</sup> e ingresos para el Corredor. Producto de lo antes mencionado, la cuenta de Concentración pasa de US\$8.6 millones en el 2016 a US\$21.7 millones para el cierre de 2017, representando un aumento de 153.69%, fondos que ahora pasan a respaldar el pago de las obligaciones del fideicomiso. En este sentido hay que indicar que para el 2017 el Emisor reporta un incremento en sus ingresos anuales por cobro de peajes trimestrales de 59.4%, producto de un mayor nivel de aforos en el corredor. A abril de 2018 el cobro de peajes refleja un incremento de 43.6% con respecto a abril de 2017.

<sup>1</sup> Frecuencia con la que un automóvil pasa por las distintas casetas de peajes.



Fuente: ENA / Elaboración: Equilibrium

Adicionalmente, las cuentas del Fideicomiso incluyen la cuenta de reserva de Servicio de Deuda que, como su nombre lo indica, se utiliza para ir acumulando la reserva de pago de intereses para los dos próximos trimestres (US\$3.18 millones aprox. por trimestre) y es la cuenta que alimenta la cuenta de Pago Primario que tiene los fondos para el pago de los intereses del trimestre. Al 31 de diciembre de 2017 la cuenta de reserva tiene un saldo de US\$5.1 millones, la cual cubre aproximadamente 5 meses de servicio de deuda.

Las cuentas relacionadas a los tramos El Golf - Tocumen y Gonzalillo – Pedregal cuentan con un saldo de US\$5.1 millones y US\$686.2 mil, saldos que disminuyen en 6.24% y 83.50%, respectivamente. En este sentido, debemos indicar que en vista de que el tramo El Golf – Tocumen ya ha sido totalmente pagado, están solicitando que los fondos remanentes sean transferidos a la cuenta de concentración para ser utilizados para amortizar la deuda.

El principal activo del Fideicomiso de ENA Este es el Préstamo por Cobrar, otorgado según el Contrato de Préstamo suscrito entre el Fiduciario y ENA Este, S.A., el cual muestra un saldo de US\$212.0 millones al 31 de diciembre de 2017. Es de señalar que el préstamo cuenta con una tasa anual del 6.0%, la cual es similar a la tasa de colocación del Bono Corporativo, con una periodicidad trimestral. En línea con lo anterior, en caso de incumplimiento, la tasa de interés anual sobre el préstamo por cobrar se incrementaría en 2.0% sobre los saldos vencidos del principal e intereses. El préstamo fue otorgado el 25 de marzo de 2014, los pagos de intereses se realizan trimestralmente a partir del 25 de junio de 2014 y el vencimiento de dicha facilidad es el 28 de marzo de 2024, es decir, una duración de 10 años.

### Estructura Financiera y Solvencia

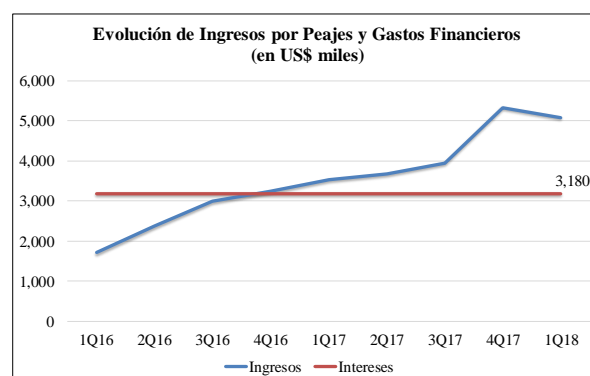
La estructura de financiamiento del Fideicomiso ENA Este por US\$210.9 millones está constituida en su totalidad por deuda financiera producto de la Emisión de los Bonos Corporativos, la cual fue por un total de US\$212 millones. De acuerdo al Prospecto Informativo de dichos Bonos, el Emisor no podrá suscribir deudas financieras adicionales a la Emisión. Estos Bonos pagan intereses trimestrales a una tasa del 6.0% anual y la estructura no contempla amortizaciones programadas fijas para el pago de capital.

Es importante resaltar que de acuerdo al contrato el pago al principal de los Bonos Corporativos provendrá

primordialmente de los dividendos que le sean pagados a ENA por ENA Sur, siempre y cuando se hayan cancelado la totalidad de los Bonos 2011, Clase B de la Emisión del Fideicomiso ENA Sur. No obstante, de acuerdo a información suministrada por el Emisor proyecta el pago a capital a partir del año 2019 de aproximadamente US\$25.8 millones, con lo cual el saldo de la deuda sería de US\$186.2 millones. Este abono se realizaría con el saldo remanente de la cuenta del tramo El Golf – Tocumen por US\$5.1 millones y el resto de la cuenta de concentración. Por otro lado, el Emisor proyecta que a partir del 4to. Trimestre del 2020 deberá empezar a recibir la porción que aportará ENA Sur.

### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Como se comentó en informes anteriores, los flujos destinados para el Fideicomiso ENA Este se vieron afectados por los retrasos de las obras del corredor; sin embargo, una vez subsanado este tema e iniciadas las operaciones del corredor se ha observado un aumento progresivo de su generación, reportando al 31 de diciembre de 2017 ingresos por peajes por US\$16.5 millones, denotando un crecimiento de 59.41% con respecto a lo reportado el año anterior. Este nivel de ingresos permite cubrir el gasto financiero trimestral de US\$3.18 millones o US\$12.72 millones anuales. Cabe indicar que el punto de equilibrio se logró a partir del cuarto trimestre de 2016, y la tendencia sigue siendo favorable, tal y como se logra observar en el siguiente gráfico:



Fuente: ENA / Elaboración: Equilibrium

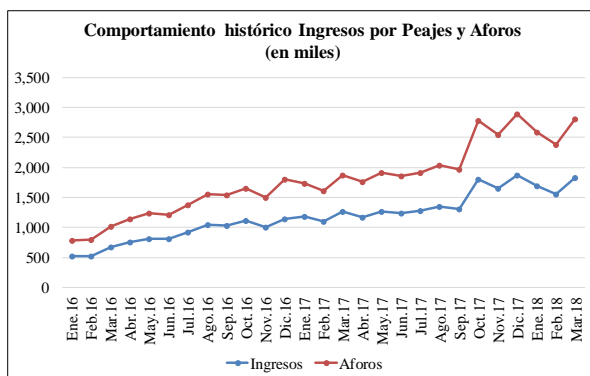
Durante el 2017, ENA Este incorpora las casetas de Las Lajas y el Pórtico de Rana de Oro en marzo y octubre, respectivamente. Lo anterior ha permitido que el volumen de aforos aumente un 58.59% con respecto al 2016, lo que a su vez se traduce en mayores ingresos, período en donde estaban todas las casetas en operaciones. En este sentido, si observamos la incorporación de la caseta de Las Lajas en marzo 2017, la misma no representaba más del 1.0% de la generación de dicho mes; sin embargo, en el mes de diciembre ya lograban representar el 7.4% de la generación. Cabe señalar, a marzo de 2018 dentro de la generación total de ingresos, el pórtico de Rana de Oro representa el 16.6% de los ingresos, convirtiéndose en la segunda mayor generadora tanto de ingresos como de aforos (ver cuadro) del Corredor Este.



Dic.17	Tránsitos	%	Ingresos	%
LAS LAJAS	375,896	10.4%	498,124	7.4%
PANAMERICANA	2,112,897	58.6%	4,441,544	65.7%
RANA DE ORO	707,658	19.6%	1,126,036	16.6%
VILLALOBOS	410,282	11.4%	698,570	10.3%
<b>TOTAL</b>	<b>3,606,733</b>		<b>6,764,273</b>	

Fuente: ENA / Elaboración: Equilibrium

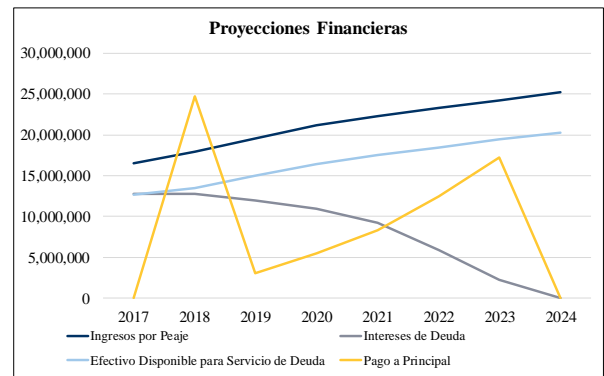
Como se observa en el siguiente gráfico, los ingresos y aforos del Corredor han mostrado un crecimiento importante. Lo anterior se fundamenta en variables externas e internas. A nivel externo, considera el crecimiento económico del país (+5%), crecimiento del parque automotriz (58 mil vehículos en el 2017) y la construcción de la Línea 2 del Metro que ha impactado la circulación en la Ave. Domingo Díaz convirtiéndose el corredor en una vía alterna de tránsito. Entre los factores internos se encuentran: la habilitación en el 2017 del tramo Gonzalillo-Pedregal y la caseta de peaje de Las Lajas, apertura de pórtico Rana de Oro (Oct.17), Multa por insuficiencia de saldo en los dispositivos de recarga, entre otros. Adicionalmente, existen períodos cíclicos previamente identificados, que también inciden en la tendencia de la generación del corredor.



Fuente: ENA / Elaboración: Equilibrium

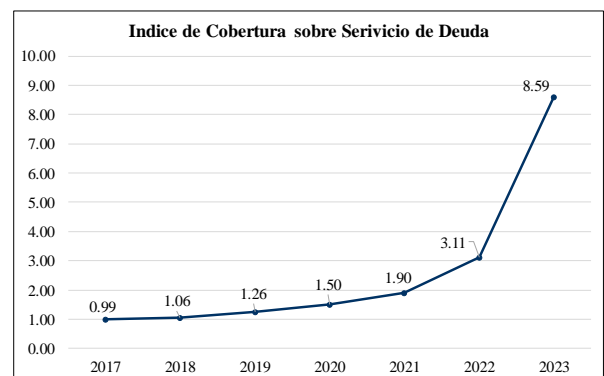
### Proyecciones financieras

De acuerdo a las proyecciones realizadas por ENA, se estima que el pago de los bonos culminará en el año 2024 partiendo del supuesto obtenido por el estudio de tráfico realizado por TTMA, estudio que consideró de manera inicial la generación real del 2016 por la suma de US\$10.3 millones incrementando en un horizonte de 13 años hasta el 2028. En ese sentido se estimó que la tasa promedio anual de crecimiento de los ingresos es de 5.6%. Posterior a dichas consideraciones, se incluyen los diferentes gastos como, es el caso del Mantenimiento Menor el cual tiene un monto fijo contratado que inicia con US\$1.7 millones anuales y gastos operativos por US\$1.1 millones, pero que en el tiempo ambos sufren incrementos por inflación del 2%. Adicionalmente ENA Esta paga una cuota fija de US\$250 mil a ENA Holding en concepto de concesión que se mantiene en el tiempo. También se considera la existencia del gasto de Mantenimiento Mayor (mejoras de losas, luces, taludes, tecnología) que se estimó inicialmente para el 2016 en US\$1.2 millones, con un promedio anual de US\$1.4 millones hasta el 2028.



Fuente: ENA / Elaboración: Equilibrium

De acuerdo a las proyecciones, en el año 2018 la empresa logra alcanzar un EBITDA de US\$13.4 millones. Después de obtener su EBITDA, proporcionando de este modo un Efectivo disponible para el Servicio de deuda superior a US\$13.0 millones, el cual estaría destinado a cubrir exclusivamente los intereses desde 2018 hasta el 3Q2019, ya que el pago a capital se realizaría a partir del tercer trimestre de 2019 con fondos provenientes de la cuenta de contingencia. A partir del 2020, los fondos provendrán de ENA SUR una vez se cancele totalmente los Bonos serie 2011 clase B, como lo especifica el prospecto informativo de los Bonos Corporativos del Fideicomiso de ENA Este. En vista de lo anterior, los gastos financieros se mantendrán en US\$12.7 millones hasta el 2018, y producto de la reducción del principal por las amortizaciones, los intereses empezarán a disminuir. A partir del 2018 y de acuerdo a la proyección recibida, la cobertura de intereses se mantendrá superior a 1.0 veces por parte del Efectivo Disponible, y además considera que habrá fondos remanentes a acumularse, los cuales aunados a los fondos provenientes de ENA Sur se utilizarán para el pago de intereses y amortización a capital hasta el 2024. La entrada de los fondos de ENA Sur se puede observar en la línea morada del gráfico anterior. Es importante mencionar, que a medida que se realizan amortizaciones al principal, los intereses disminuyen, motivo por el cual, la cobertura proveniente de los Fondos Disponibles aumenta progresivamente, por lo que a partir de 2024 se considera que ENA Este pueda acumular los excedentes de efectivo producto de la culminación de sus compromisos financieros tal y como se muestra en la siguiente gráfica:



Fuente: ENA / Elaboración: Equilibrium

Es importante señalar que, la serie B de la Emisión 2011 del Fideicomiso ENA Sur, presenta amortizaciones al

principal con una periodicidad trimestral, quedando como porcentaje pendiente de US\$67.6 millones o 30.0% del valor de la emisión de US\$225 millones. Asimismo, es de

indicar que, de acuerdo a ENA Este el porcentaje antes mencionado es menor a lo proyectado; sin embargo, ENA Sur espera cumplir con sus estimaciones.

**FIDEICOMISO EMPRESA NACIONAL DE AUTOPISTA ESTE**  
**Banistmo, S.A. como Agente Fiduciario**  
**ESTADO DE ACTIVOS, PASIVOS Y ACTIVOS NETOS**  
**(En miles de Balboas)**

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Mar. 17	Dic.17	Mar.18
<b>ACTIVOS:</b>						
Depósitos en bancos a la vista	52,602	21,765	24,885	27,212	34,729	37,548
Cuenta de Concentración	0	477	8,565	11,202	21,729	25,410
Cuenta de operación	635	159	969	969	1,132	0
Cuenta del tramo de El Golf - Tocumen	28,947	5,882	5,402	5,300	5,065	5,065
Cuenta del tramo Gonzalillo - Pedregal	9,827	6,767	4,158	4,010	686	686
Cuenta de sistema de telepeaje	8,658	3,551	1,084	738		
Cuenta de reserva de mantenimiento mayor	457	457	500	500	500	500
Cuenta de reserva de servicio de deuda	2,434	2,829	3,706	3,993	5,116	5,387
Cuenta de reserva para inversiones de capital	500	500	500	500	500	500
Depósitos en bancos a plazo	40,160	27,440	14,720	11,540	2,000	0
<b>Total de depósitos en bancos</b>	<b>92,762</b>	<b>49,205</b>	<b>39,605</b>	<b>38,752</b>	<b>36,729</b>	<b>37,548</b>
Intereses acumulados por cobrar - préstamo	424	601	177	177		
Gastos pagados por anticipado	8	10	18	156	10	156
Intereses acumulados por cobrar	735	1,454	1,331	1,168	432	177
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>93,929</b>	<b>51,270</b>	<b>41,131</b>	<b>40,252</b>	<b>37,171</b>	<b>37,881</b>
Inversiones en acciones	10	10	10	10	10	10
Préstamos por cobrar - ENA Este, S.A.	212,000	212,000	212,000	212,000	212,000	212,000
Reserva para pérdida en préstamos						-398
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>212,010</b>	<b>212,010</b>	<b>212,010</b>	<b>212,010</b>	<b>212,010</b>	<b>211,612</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>305,939</b>	<b>263,280</b>	<b>253,141</b>	<b>252,262</b>	<b>249,181</b>	<b>249,493</b>
<b>PASIVOS:</b>						
Intereses acumulados por pagar	424	601	177	177	177	177
Cuentas por pagar	4	2	3	6	5	9
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>428</b>	<b>602</b>	<b>179</b>	<b>183</b>	<b>181</b>	<b>186</b>
Bonos por pagar	210,180	210,331	210,492	210,532	210,662	210,705
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>210,180</b>	<b>210,331</b>	<b>210,492</b>	<b>210,532</b>	<b>210,662</b>	<b>210,705</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>210,608</b>	<b>210,933</b>	<b>210,671</b>	<b>210,715</b>	<b>210,843</b>	<b>210,891</b>
<b>ACTIVOS NETOS:</b>						
Aportes recibidos	95,012	51,190	41,026	40,084	37,025	37,782
Superávit (déficit) acumulado	319	319	1,157	1,463	1,444	915
Excedente de ingresos (gastos) del período	-	839	287		-131	-95
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS DEL FIDEICOMISO</b>	<b>95,331</b>	<b>52,347</b>	<b>42,470</b>	<b>41,547</b>	<b>38,338</b>	<b>38,602</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y ACTIVOS NETO</b>	<b>305,939</b>	<b>263,280</b>	<b>253,141</b>	<b>252,262</b>	<b>249,181</b>	<b>249,493</b>

**FIDEICOMISO EMPRESA NACIONAL DE AUTOPISTA ESTE**  
**Banistmo, S.A. como Agente Fiduciario**  
**ESTADO DE INGRESOS Y GASTOS**  
**(En miles de Balboas)**

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Mar. 17	Dic.17	Mar.18
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>10,621</b>	<b>14,011</b>	<b>13,050</b>	<b>3,303</b>	<b>13,054</b>	<b>3,195</b>
Ingresos por intereses sobre préstamo	9,858	12,897	12,296	3,180	12,720	3,180
Ingresos por intereses sobre depósito a plazo	763	1,114	754	123	334	15
<b>Gastos generales y administrativos</b>	<b>444</b>	<b>276</b>	<b>307</b>	<b>103</b>	<b>295</b>	<b>66</b>
Otros gastos	444	276	307	103	295	66
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN</b>	<b>10,177</b>	<b>13,735</b>	<b>12,743</b>	<b>3,200</b>	<b>12,759</b>	<b>3,129</b>
Depreciación y amortización	0	0	0	0	0	0
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS</b>	<b>10,177</b>	<b>13,735</b>	<b>12,743</b>	<b>3,200</b>	<b>12,759</b>	<b>3,129</b>
Gastos de intereses	9,858	12,897	12,457	3,180	12,890	3,224
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA</b>	<b>319</b>	<b>839</b>	<b>287</b>	<b>20</b>	<b>-131</b>	<b>-95</b>
Impuesto sobre la renta	0	0	0	0	0	0
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>319</b>	<b>839</b>	<b>287</b>	<b>20</b>	<b>-131</b>	<b>-95</b>

**ANEXO I**  
**HISTORIA DE CALIFICACIÓN – FIDEICOMISO ENA ESTE TRUST**

Instrumento	Calificación Anterior (Al 30.09.17)*	Calificación Actual	Definición de Categoría Actual
Bonos Corporativos (hasta por US\$212.0 millones)	AA.pa	AA.pa	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta calificación y la inmediata superior son mínimas.

\* Publicado el 6 de marzo de 2018

## ANEXO II

## RESUMEN DEL PROGRAMA

<b>Activos Cedidos en Garantía:</b>	Cuenta de Reserva, Cuentas del Fideicomiso, Acciones de ENA este, Patrimonio del Fideicomiso.
<b>Originadores y Servidores:</b>	ENA Este, S.A
<b>Emisor:</b>	Fideicomiso ENA Este
<b>Deudor:</b>	ENA Este, S.A
<b>Garantías:</b>	Activos cedidos en garantía
<b>Fiduciario de Titulización:</b>	Banistmo, S.A.
<b>Monto del Programa:</b>	US\$212.0 millones

## DETALLES DEL PROGRAMA

	Serie A
Plazo	10 años
Fecha de Colocación	28 de marzo de 2014
Tasa de Interés	Tasa fija de 6.0% anual (pagos trimestrales)
Garantías	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Las acciones de ENA ESTE</li> <li>• Los derechos cedidos</li> <li>• El aporte por parte de ENA ESTE, de los montos correspondientes a las contribuciones de capital social que reciba de ENA, producto de los dividendos que le sean pagados, de tiempo en tiempo, por ENA SUR, una vez que se cancele la totalidad del capital de los Bonos Serie 2011, Clase B de la Emisión Fideicomiso ENA SUR.</li> <li>• La suma de US\$27 millones a ser aportado por ENA ESTE.</li> <li>• Todas las Cuentas del Fideicomiso.</li> </ul>
Pago de Capital	No hay amortizaciones programadas fijas. Período de Amortización Anticipada: Se puede realizar abonos extraordinarios, sin que impliquen una RA.
Redención Anticipada	Solo con fondos provenientes en su totalidad de un refinanciamiento y no de los fondos provenientes de los ingresos corrientes de la operación del Corredor Norte Fase IIB. Una vez finalizado el 5 años se podrá redimir total o parcial, sin necesidad de penalidad. Penalidad de Redención anticipada de existir (Durante los dos primeros años 2% sobre saldo insoluto, entre el año 2 y el 4 será del 1.5% y entre el año 4 y 5 será de 1.0%.
Fiduciario	BANISTMO

**ANEXO III****Accionistas al 31.12.2017**

Accionistas	Participación
Empresa Nacional de Autopista, S.A.	100%

Fuente: ENA / *Elaboración: Equilibrium***Directorio al 31.12.2017  
Empresa Nacional de Autopista, S.A.**

Directorio	
Ramón Arosemena Crespo	Presidente
Fernando Sosa Arango	Vicepresidente
José Roberto Quijano Durán	Secretario
Vacante	Tesorero
Gilberto Mallol Tamayo	Director Sub Secretario
Vacante	Director Sub Tesorero
Zelideth Rosales	Director Sub Secretario

Fuente: ENA / *Elaboración: Equilibrium***Plana Gerencial al 31.12.2017  
Empresa Nacional de Autopista, S.A.**

Nombre	Cargo
Roxana Cárdenas	Gerente General
Jorge Cosulich	Gerente de Finanzas y Administración
Larissa Landau	Asesora Legal Principal
James Wright	Gerente de Operaciones
José Pablo García-Baylles	Gerente Técnico

Fuente: ENA / *Elaboración: Equilibrium*

© 2018 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.