

Panamá, 18 de agosto de 2020

Señores
Bolsa de Valores de Panamá
Avenida Federico Boyd, Edificio BVP
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación ENA ESTE
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Con la presente, informamos a la Bolsa de Valores de Panamá que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió el día de hoy 18 de agosto de 2020 para tratar la Calificación de Instrumentos de ENA ESTE.

Al respecto, nos permitimos anexar el citado Informe de Calificación que se explica por sí solo.

Sin más por el momento.

Saludos Cordiales,



Juan Manuel Martans
General Manager

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
18 de agosto de 2020

Actualización

CALIFICACIÓN*

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	A+.pa

(* La nomenclatura ".pa" refleja riesgos solo comparables en Panamá. Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones e instrumentos evaluados, ver Anexo I.

CONTACTOS

Leyla Krmelj
VP Senior Credit Officer
leyla.krmelj@moodys.com

Ana Lorena Carrizo
VP Senior Analyst / Manager
ana.carrizo@moodys.com

Linda Tapia
Analyst
linda.tapia@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507.214.3790

Fideicomiso ENA Este

Resumen

Moody's Local baja a A+.pa, desde AA.pa, la calificación asignada al Programa de Bonos Corporativos emitidos por el Fideicomiso ENA Este (en adelante, el Emisor) por US\$212.0 millones. Asimismo, la calificación asignada se mantiene bajo presión producto del entorno operativo desafiante en el cual se desenvuelve el Emisor a raíz de los efectos de la pandemia COVID-19 en la economía panameña¹.

La decisión de bajar la calificación recoge el importante ajuste en la generación de flujos provenientes de los ingresos por el cobro de peajes, el mismo que será mayor al estimado al inicio de la pandemia. Lo anterior se deriva de la incertidumbre que aún existe en la reactivación de la economía, siendo que a la fecha no se han podido cumplir los lineamientos planteados por el Gobierno para levantar la cuarentena. El plan de reinicio de las actividades económicas incluye la apertura a través de seis bloques, los cuales se darán de forma gradual y dependerán de los índices de contagios. En línea con lo anterior, a la fecha de análisis, dado que no se logra todavía una tendencia decreciente en el número de contagios, el Gobierno Panameño solo ha autorizado la apertura de dos bloques y se encuentra gestionando la apertura del tercero, no teniendo certeza del inicio del resto de las actividades. Esto último ha venido afectado los ingresos por el cobro de peajes del Originador, los cuales podrían seguir viéndose reducidos a lo largo del tercer trimestre de 2020, a lo cual se suma que, cuando se levante la Cuarentena, existe la probabilidad de que el flujo de automóviles siga siendo inferior al histórico, estimándose que se mantengan los reducidos aforos en lo que resta del año, generando riesgo sobre los flujos que ingresan al Fideicomiso que garantiza el pago de los Bonos Corporativos emitidos. Cabe mencionar igualmente que, durante el ejercicio 2019, los ingresos por el cobro de peajes retrocedieron en 13.75% con respecto al 2018, reflejo de los menores aforos producto de la normalización del tráfico en avenidas alternas gratuitas que antes se encontraban congestionadas por la construcción de obras, así como por la inauguración de la Línea 2 del Metro de Panamá como alternativa de transporte masivo. Otra limitante incluye el riesgo de refinanciamiento del principal, toda vez que la generación de flujos propios sólo permite hacer frente al pago de los intereses de los Bonos, riesgo que se incrementa ante los menores flujos esperados para los próximos trimestres. Sobre esto último, debe señalarse que, durante el 2020, el Emisor tendrá que hacer uso de la Cuenta de Concentración considerando que, de acuerdo a las estimaciones preliminares, el ingreso por los aforos no será suficiente para cubrir el Servicio de Deuda. Es importante resaltar que la Emisión calificada no cuenta con un cronograma de pago definido para el principal, conllevando a que la amortización del capital provenga de las contribuciones que ENA Este realice al Fideicomiso, así como de las contribuciones a su capital social producto de los dividendos que le sean pagados por ENA Sur, una vez se haya cancelado la totalidad de los Bonos Serie 2011 Clase B emitidos por el Fideicomiso ENA Sur. En adición a lo anterior y, producto de la disminución en los aforos de los corredores, según lo indicado por la Administración, el inicio de la amortización parcial del principal de los Bonos emitidos se aplazará hasta el año 2022 (proyectada antes para el 2021), mediante aportes de capital por parte de Empresa Nacional de Autopistas (en adelante, ENA), quien a su vez se fondearía con los dividendos que le estaría distribuyendo ENA Sur, así como mediante la utilización de los recursos de la Cuenta de Concentración del Fideicomiso ENA Este.

Otro aspecto que ha restringido la calificación corresponde al poco margen de maniobra que tiene ENA para ajustar las tarifas, al ser un tema sensible para el Gobierno Panameño y que guarda relación con el desempeño de la economía. Adicionalmente, Moody's Local se encuentra a la espera

¹ Sugerimos revisar la Nota de Prensa: **Moody's Local publica comentario sobre el impacto del COVID-19 en los distintos sectores de la economía panameña**
<https://www.moodyslocal.com/resources/res-documents/pa/pressreleases/mlnotaprensacoronaviruscorporativospanama.pdf>

de la nueva política de inversiones del Fideicomiso, la cual se encuentra en revisión por parte de la Junta Directiva, luego de las restricciones que se dieron para tomar recursos del Fideicomiso a través de la Cuenta de Concentración y en la Cuenta de Servicio de Deuda, en vista de que éstos recursos se encontraban colocados en depósitos a plazo a un plazo de seis meses (hasta 26 de julio de 2020), motivo por el cual para hacer frente al pago de Servicio de Deuda del mes de junio de 2020, ENA Este, S.A. tuvo que acceder a un préstamo *back to back* que finalmente resultó en una cuenta por pagar del Fideicomiso ENA Este a ENA Este, S.A.

No obstante los factores mencionados anteriormente, la nueva calificación asignada al Programa de Bonos Corporativos se sustenta en el respaldo de la estructura misma de la Emisión, cuyo Fideicomiso incluye diversas cuentas para atender el Servicio de Deuda del Bono, las cuales, al 30 de junio de 2020, mantienen un saldo de US\$40.6 millones (US\$28.6 millones en la Cuenta de concentración y US\$6.5 millones en la Cuenta Reserva de Servicio de la Deuda), monto que permitiría cubrir 11 Servicios de Deuda (US\$3.18 millones por trimestre). Igualmente, la calificación recoge la importancia estratégica de la carretera Fase IIB, la cual conecta las zonas productivas con las zonas logísticas y residenciales, áreas con un importante nivel de desarrollo en los últimos años. Asimismo, resulta importante destacar que ENA Este pertenece a ENA Holdings, una compañía semiautónoma con amplia experiencia en obras de infraestructura, incluyendo funcionarios de alta jerarquía en entidades estatales producto de su vinculación indirecta con el Gobierno.

Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago del Emisor, toda vez que aún no es posible determinar el efecto final y el periodo de recuperación en la generación de flujos de peajes, la misma que se mantiene afectada por los retrasos en el proceso de la reactivación económica, por lo que a la fecha la nueva categoría de riesgo asignada continúa bajo presión pudiendo ajustarse nuevamente en caso se determine una mayor percepción en el riesgo del Emisor en los siguientes meses.

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 que se traduzca en una mejora de la cobertura del Servicio de Deuda.
- » Aportación adicional de capital hacia el Emisor.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Incumplimiento en el pago del Servicio de Deuda producto de riesgos operativos.
- » Desaceleración y/o contracción en el flujo mensual de ingresos por peajes que exija una mayor utilización de la Reserva para el pago del Servicio de Deuda.
- » Fuerte desaceleración de la economía u otro hecho que impacte negativamente en el tráfico vehicular por los Corredores, lo que afecte aún más 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.
- » Riesgos operativos que generen pérdidas de valor representativas en los flujos o que impacten en el valor de las garantías en forma sustancial.
- » Surgimiento de contingencias legales significativas hacia ENA o alguna de sus subsidiarias.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna

Indicadores Clave

Tabla 1

Banistmo, S.A. y Subsidiarias

	Mar-20 LTM	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Activos (US\$ / Miles)	10,299,932	10,127,569	9,622,622	9,485,094	9,174,100
Utilidad Neta (US\$ / Miles)	51,753	68,346	94,891	82,362	45,834
ROAA	0.52%	0.69%	0.99%	0.88%	0.51%
ROAE	4.64%	6.18%	8.70%	7.81%	4.69%

Fuente: Banistmo, S.A. / Elaboración: Moody's Local

Tabla 2

ENA Este, S.A.

	Mar-20 LTM	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos (US\$ / Miles)	16,044	17,763	20,656	16,449	10,470
EBITDA LTM (US\$ / Miles)	11,640	13,444	16,592	11,874	6,979
EBITDA / Gastos Financieros	0.92x	1.06x	1.30x	0.93x	0.55x

Fuente: ENA / Elaboración: Moody's Local

Tabla 3

Fideicomiso ENA Este

	Mar-20 LTM	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos (US\$ / Miles)	13,469	13,286	12,735	13,054	13,050
EBITDA (US\$ / Miles)	13,335	13,100	12,480	12,759	12,743
EBITDA / Gastos Financieros	1.03x	1.03x	1.16x	2.09x	2.09x

Fuente: Fideicomiso ENA Este / Elaboración: Moody's Local

Generalidades

Descripción de la Titulización

Los Bonos Corporativos fueron emitidos por el Fideicomiso ENA Este el 28 de marzo de 2014, Fideicomiso constituido de conformidad con la Ley N° 1 de 1984 de la República de Panamá, y de conformidad con el Contrato de Fideicomiso suscrito el 20 de marzo de 2014 entre ENA Este, S.A., como Fideicomitente, ENA como Fideicomitente y Administrador, Banistmo S.A. como Fiduciario del Fideicomiso ENA Este, los Tenedores Registrados de los Bonos Fideicomiso ENA Este como Beneficiarios Primarios, y los Fideicomitentes como Beneficiarios Secundarios. Los Bonos están garantizados por (i) el derecho, título e interés del Fideicomiso ENA Este a los derechos de ENA Este, S.A. de recibir peajes de la operación de la Fase IIB del Corredor Norte bajo el Contrato de Concesión suscrito en su momento entre el Estado Panameño, actuando a través del Ministerio de Obras Públicas, y ENA Este; (ii) todas las acciones emitidas y en circulación de ENA Este, S.A.; (iii) los fondos disponibles de tiempo en tiempo y ciertas reservas depositadas en las Cuentas del Fideicomiso; y (iv) los aportes que realice ENA Este, S.A. de los montos correspondientes a su capital social que reciba de ENA, producto de los dividendos que le sean pagados a ENA por ENA Sur, S.A., una vez se haya cancelado la totalidad de los Bonos Serie 2011 Clase B de la emisión bonos ENA Sur Trust.

Los Bonos Corporativos emitidos por US\$212.0 millones fueron colocados a una tasa de interés de 6.0% y redimen en el 2024. Los intereses devengados por los Bonos se pagan de forma trimestral, en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. de acuerdo con los términos y condiciones de la Emisión de los Bonos, no hay pagos programados del principal hasta que no se cancelen los Bonos Corporativos Serie 2011, Clase B de ENA Sur.

Entidades Participantes

Fiduciario – Banistmo, S.A.

Banistmo se estableció en 1972, constyéndose a la fecha como uno de los principales bancos del sistema bancario panameño. Desde el 2013 forma parte del Grupo Bancolombia, una entidad financiera con más de 140 años en el mercado y presencia en 10 países.

El Emisor – Fideicomiso ENA Este

El Fideicomiso ENA Este fue creado 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, financió la construcción de los tramos El Golf - 24 de diciembre y el Tramo Gonzalillo –

Pedregal, además de cancelar el saldo del préstamo adeudado a Banco Nacional de Panamá y la implementación del sistema de Telepeaje.

El Originador – ENA Este, S.A.

Empresa Nacional de Autopista, S.A. (ENA) constituyó a ENA Este como subsidiaria mediante Resolución de Gabinete N° 169 del 18 de diciembre de 2012, autorizando la cesión y traspaso a ENA Este de todos los derechos y obligaciones correspondientes a concesión del Tramo El Golf – Tocumen. Asimismo, también se le cedió, mediante la Adenda 10 al Contrato de Concesión, el Tramo Gonzalillo – Pedregal, el cual forma parte del Corredor Norte Fase IIB.

El Deudor – Empresa Nacional de Autopista, S.A. (ENA) y Subsidiarias

Es una sociedad anónima constituida el 5 de enero de 2011, habiendo iniciado operaciones en el mes de agosto del mismo año. Su actividad principal es la adquisición de acciones de sociedades en las que el Estado haya otorgado concesiones para la construcción, conservación, mantenimiento y explotación de carreteras y autopistas. Los estados financieros consolidados de ENA incluyen: ENA Sur, S.A. (anteriormente, ICA Panamá, S.A.), Fideicomiso ENA Sur (ENA Sur Trust), ENA Norte, S.A., Fideicomiso ENA Norte (ENA Norte Trust), ENA Este, S.A., Fideicomiso ENA Este, ENA Oeste, S.A. (sin operación) y el Fideicomiso de Administración.

Desarrollos Recientes

Desde la propagación de la pandemia COVID-19 a nivel mundial y ante el Estado de Emergencia Nacional y cuarentena fonalizada en la que se encuentra a la fecha el país, luego de haber pasado una cuarentena total, el Gobierno de Panamá, la Superintendencia Bancaria de Panamá (SBP) y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) han implementado una serie de disposiciones y medidas que tienen como último fin evitar que se rompa la cadena de pagos en la economía, así como preservar la solvencia y liquidez, tanto en el sistema financiero como en los diversos sectores de la economía. En línea con lo anterior, el menor tráfico vehicular en los corredores afectará los ingresos por peajes en el 2020, específicamente durante el segundo y tercer trimestre, no siendo posible determinar todavía la fecha estimada de recuperación en vista que la propagación de la pandemia COVID-19 se trata de un evento que sigue en curso. Al 30 de junio de 2020, a nivel acumulado, los ingresos producto del cobro de peajes mostraron una disminución de 51.47%, en línea con la reducción de los aforos, los mismos que cayeron en 52.07%.

Como hecho de importancia del presente ejercicio, resulta relevante señalar que, a partir del 2019, la Administración tomó la decisión de rentabilizar los recursos de las cuentas del Fideicomiso a través de la colocación de los excedentes en depósitos a plazo fijo a seis meses, habiendo realizado la última renovación del depósito a plazo en el mes de enero de 2020, el mismo que redimió el 26 de julio pasado. En línea con lo anterior, a raíz de los menores ingresos de peajes recibidos a partir de la declaración del Estado de Emergencia Nacional y cuarentena mencionados en el párrafo anterior, los flujos que ingresaron a la Cuenta de Concentración durante el segundo trimestre no fueron suficientes para cubrir el Servicio de Deuda de dicho periodo, lo cual generó una necesidad del Emisor por los fondos que estaban invertidos en los depósitos a plazo. Dado que el vencimiento del depósito a plazo correspondió a una fecha posterior a la del pago del Servicio de Deuda (16 de junio), se generó un descalce de liquidez importante. Producto de lo anterior, en el mes de mayo, la Junta Directiva de ENA Este autorizó la contratación de un préstamo prendario por US\$1.7 millones para completar el pago del Servicio de Deuda del 16 de junio, el cual ya fue realizado. Dicho préstamo se encuentra contabilizado como una cuenta por pagar entre relacionadas y no podrá ser cancelado hasta que redima o se dé el refinanciamiento del Bono Corporativo clasificado.

Análisis Financiero del Originador – ENA Este, S.A.²

Activos y Liquidez

ACTIVOS DISMINUYEN PRODUCTO DE LA AMORTIZACION DEL INTANGIBLE POR LA CONCESIÓN

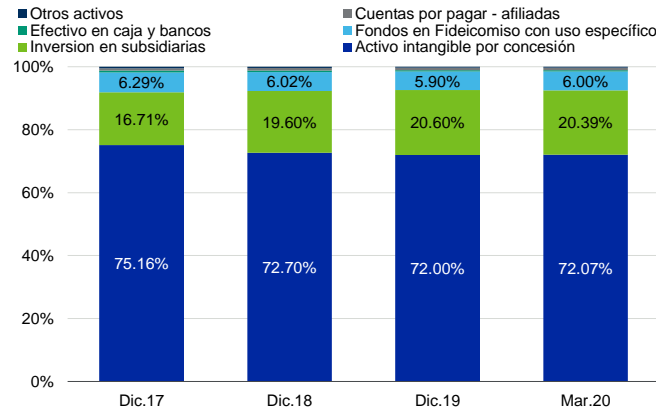
Al cierre del ejercicio 2019, los activos de ENA Este, S.A. disminuyen al totalizar US\$205.7 millones, derivado de la amortización del activo intangible por concesión. A pesar de lo anterior, su participación dentro del Balance se mantiene sin mayor variación al ubicarse en 72.00%, desde 72.70% en el 2018. Asimismo, los activos corrientes mostraron una reducción de 7.05% asociada principalmente a la disminución de los fondos en Fideicomiso de uso específico (-4.36%) y en el efectivo en caja y bancos (-21.19%); no obstante, en vista que los Bonos por pagar no contemplan pagos específicos del principal, los pasivos de corto plazo se cubren de forma holgada por los activos corrientes, reflejando un indicador de liquidez de 13.09x al cierre de 2019.

² Los Estados Financieros utilizados para el análisis fueron obtenidos del Anexo de Consolidación de los Estados Financieros Consolidados de Empresa Nacional de Autopista, S.A. (ENA) y Subsidiarias.

Al primer trimestre de 2020, se observa un retroceso en los activos totales de 1.11% respecto a lo reportado al cierre del ejercicio 2019, en línea con la amortización del activo intangible por concesión, mientras que los niveles de liquidez se mantienen estables con respecto al cierre del ejercicio previo.

Gráfico 1

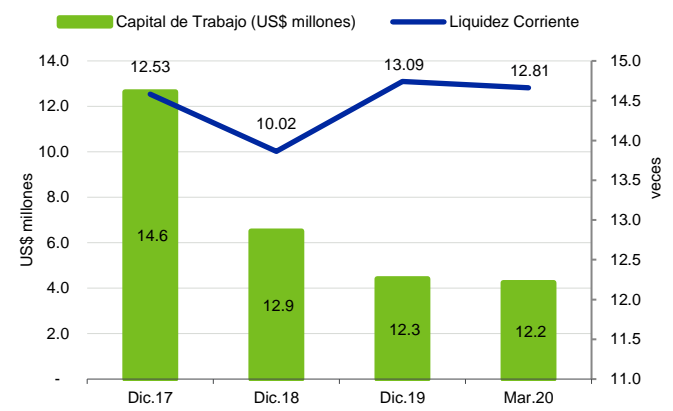
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: ENA Este, S.A. / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

Indicadores de Liquidez



Fuente: ENA Este, S.A. / Elaboración: Moody's Local

Estructura Financiera y Solvencia

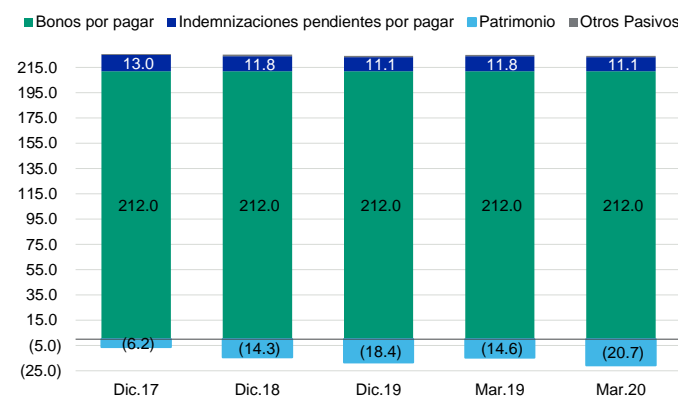
EL PATRIMONIO CONTINÚA EN TERRENO NEGATIVO, A LA VEZ QUE SE REGISTRA UNA ELEVADA PALANCA FINANCIERA

Al cierre del ejercicio 2019, los pasivos de ENA Este, S.A. no registraron mayor variación respecto al 2018 (-0.49%) al totalizar US\$224.2 millones, derivado de la reducción en las indemnizaciones por pagar (-5.83%) así como de las cuentas por pagar comerciales (-32.99%). En lo que respecta a los Bonos por pagar, no se muestra variación ya que la Emisión no contempla pago de capital sino hasta la redención del instrumento. Por su parte, el patrimonio neto sigue en terreno negativo dada la acumulación de pérdidas desde el inicio de operaciones del Corredor. Sobre este punto, es importante mencionar que durante el ejercicio 2019 se observó una menor pérdida respecto al 2018. Por otro lado, la Palanca Financiera (deuda financiera/EBITDA) sigue siendo elevada al situarse en 15.77x, la cual no disminuyen en vista que el Bono no contempla un cronograma de amortización específico.

Al 31 de marzo de 2020, el patrimonio retrocede aun más producto de las mayores pérdidas registradas, asociadas principalmente al efecto inicial de la pandemia en las operaciones del Corredor, luego de que el Gobierno decretara cuarentena total a mediados del mes de marzo. Esto último explica afectó el EBITDA y por lo tanto genera un aumento en la Palanca Financiera respecto a lo exhibido al cierre de 2019.

Gráfico 3

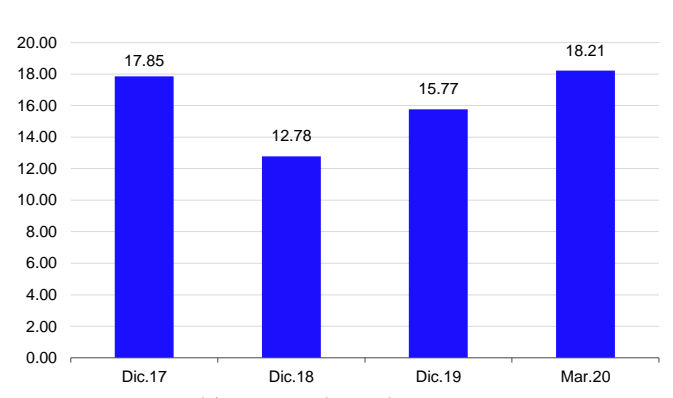
Evolución de la Estructura de Fondo



Fuente: ENA Este, S.A. / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4

Evolución de la Palanca Financiera



Fuente: ENA Este, S.A. / Elaboración: Moody's Local

Rentabilidad y Eficiencia

MENORES INGRESOS POR PEAJES IMPACTA EN LA GENERACIÓN Y MÁRGENES AL PRIMER TRIMESTRE DE 2020

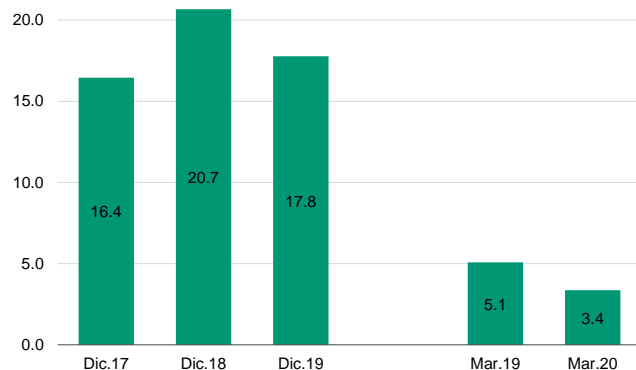
Al 31 de diciembre de 2019, los ingresos de ENA Este, S.A. retrocedieron en 14.00% respecto al 2018, explicado por menores ingresos de peajes producto de la normalización del tráfico en algunas avenidas alternas que se encontraban congestionadas por la construcción de obras, así como la entrada en operaciones de la Línea 2 del Metro de Panamá. De este modo, los ingresos por peajes disminuyeron en US\$17.8 millones en el 2019, desde US\$20.7 millones el ejercicio previo. Por otro lado, los costos de operación y mantenimiento se incrementaron en 33.32%, conllevando a que el margen bruto retroceda a 79.59%, desde 86.84% en el 2018. En la parte administrativa, los gastos disminuyeron en 45.19%, mientras que la provisión para cuentas incobrables fue igualmente menor, todo lo cual, junto con menores gastos de amortización, permitieron reportar un mayor ingreso operativo (+93.99% con respecto al cierre de 2018), permitiendo a su vez que el margen operativo aumente a 46.27%, desde 20.51% en el 2018. Si bien todo lo anterior permitió reducir la pérdida neta respecto a lo reportado en el 2018, los indicadores de rentabilidad siguen afectados y en terreno negativo.

Al 31 de marzo de 2020, los ingresos por peajes retrocedieron en 33.86% respecto al mismo periodo del ejercicio previo, al situarse en US\$3.4 millones, desde US\$5.1 millones a marzo de 2019, derivado del efecto inicial de la pandemia a raíz de las medidas de confinamiento decretadas por el Gobierno a partir de la segunda quincena del mes de marzo, junto a la desaceleración de los flujos de ingresos por peajes que se venía observando desde el cierre del ejercicio 2019. Lo anterior afectó los márgenes del negocio y conllevó a que ENA Este reporte una pérdida de US\$2.2 millones, muy por encima de la reportada a marzo de 2019 por US\$260 mil.

Según información financiera reciente suministrada por ENA Este, al 30 de junio de 2020, se habría registrado una mejora en los ingresos por peajes luego de la apertura del segundo bloque económico, habiendo ascendido los ingresos a US\$596 mil, aumentando respecto a los ingresos reportados en el mes de abril (primer mes completo de la pandemia) de US\$307 mil. No obstante, de realizar una comparación semestral, los ingresos a junio de 2020 se ubican 51.47% por debajo de los reportados en el mismo periodo del año anterior.

Gráfico 5

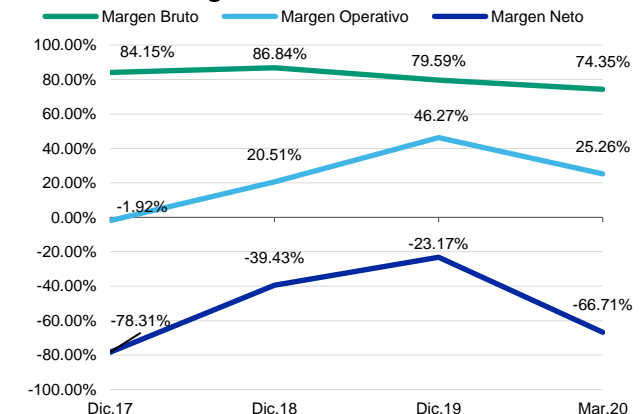
Evolución de los Ingresos por Peajes



Fuente: ENA Este, S.A. / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6

Evolución de Márgenes



Fuente: ENA Este, S.A. / Elaboración: Moody's Local

Generación y Capacidad de Pago

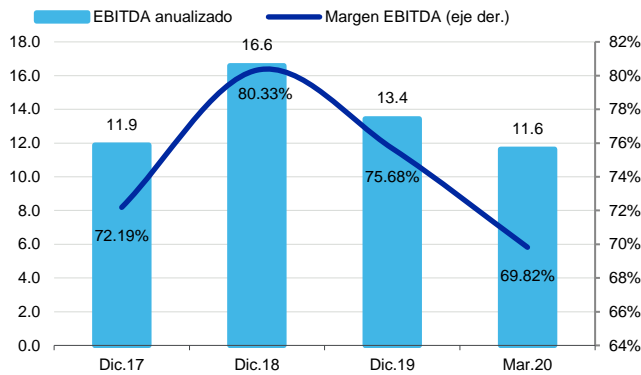
MENORES INGRESOS POR PEAJES AFECTAN LA COBERTURA DEL SERVICIO DE DEUDA

Al 31 de diciembre de 2019, la generación de ENA Este, medida a través del EBITDA, presentó una disminución de 18.97% respecto al 2018, explicada por la menor utilidad operativa antes indicada, lo cual afectó el margen EBITDA que pasó a 75.68%, desde 80.33% en el 2018. De este modo, la cobertura que el EBITDA brindó al gasto financiero retrocedió a 1.06x, desde 1.30x al cierre del ejercicio previo.

Al 31 de marzo de 2020, como resultado de la caída en los ingresos por peajes producto del efecto durante la segunda quincena del mes de marzo de las medidas de confinamiento decretadas por el Gobierno para contener la propagación de la pandemia COVID-19, el EBITDA del trimestre se vio fuertemente afectado al totalizar US\$2.4 millones, desde US\$4.2 millones en el mismo periodo de 2019. Lo anterior también afectó el margen EBITDA al retroceder a 69.8%, desde 81.7% a marzo de 2019. El menor EBITDA del trimestre impactó en el ratio de cobertura del Servicio de Deuda (que solo engloba gastos financieros), el mismo que se ubicó en 0.92x, desde 1.23x en el mismo periodo de 2019, tomando relevancia ante esta coyuntura los fondos que se mantienen en el Fideicomiso.

Gráfico 7

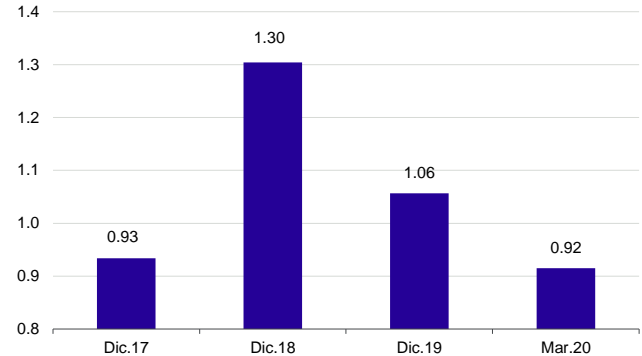
Evolución de la Generación



Fuente: ENA Este, S.A. / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 8

Cobertura de los G. Financieros con el EBITDA



Fuente: ENA Este, S.A. / Elaboración: Moody's Local

Análisis Financiero del Emisor – Fideicomiso ENA Este

Activos y Liquidez

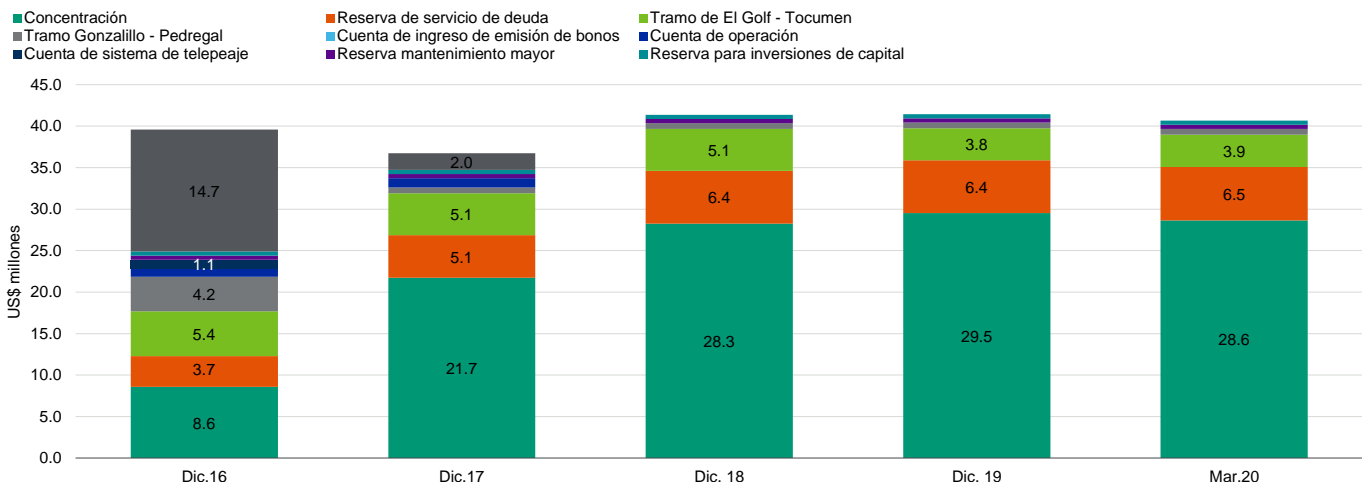
CUENTAS DEL FIDEICOMISO INFLUENCIADAS POR LA RESOLUCIÓN DE ARBITRAJE

Al 31 de diciembre de 2019, los activos del Fideicomiso ENA Este totalizaron US\$253.3 millones, no registrando mayor variación respecto al mismo periodo de 2018 (+0.04%). El principal activo dentro del Fideicomiso lo constituye el préstamo por cobrar a ENA Este, S.A. por US\$212 millones, representando el 84% del balance. Este préstamo está colocado a una tasa efectiva anual de 6.0%, similar a la tasa de colocación de los Bonos Corporativos, con pagos de interés trimestral, en tanto el principal se pagará en la fecha de redención de los Bonos (28 de marzo de 2024).

Otro activo de importancia lo constituyen las cuentas del Fideicomiso, ya que las mismas reciben los fondos recaudados por los peajes para hacer frente al pago trimestral de los intereses a los Bonohabientes. Al 31 de diciembre de 2019, dichas cuentas no muestran una variación significativa, siendo la Cuenta de Concentración las más representativa con el 70.32% de los depósitos totales. De acuerdo a lo indicado en el prospecto de la Emisión de los Bonos, el Fideicomiso debe mantener en la Cuenta de Reserva de Servicio de Deuda el equivalente a dos trimestres de pago de intereses de los Bonos. Es importante mencionar que durante el 2019 se realizó el pago de US\$1.3 millones de la Cuenta de Reserva del tramo El Golf – Tocumen correspondiente a la resolución del arbitraje con ICAPSA, por lo que el Emisor debió consignar dicho monto en el Juzgado Décimo Sexto de Circuito de Panamá. De acuerdo con la última información disponible, al 29 de junio de 2020, las cuentas del Fideicomiso mantienen US\$40.6 millones, similar al reportado al 30 de marzo de 2020, compuesto principalmente por el saldo en la Cuenta de Concentración (US\$28.6 millones) y en la Cuenta de Reserva de Servicio de Deuda (US\$6.5 millones – dos trimestres de intereses).

Gráfico 1

Evolución de las Cuentas del Fideicomiso



Fuente: Fideicomiso ENA Este / Elaboración: Moody's Local

Estructura Financiera y Solvencia

INCREMENTO EN EL RIESGO DE REFINANCIAMIENTO

Los pasivos del Fideicomiso comprenden principalmente el saldo de los Bonos por pagar (neto de costos de emisión diferidos) por un total de US\$211.2 millones, representando el 83.40% de las fuentes totales. Estos Bonos pagan intereses trimestrales a una tasa de 6.0% anual y la estructura no contempla amortizaciones fijas para el pago de capital. De acuerdo con lo señalado anteriormente, el pago de capital, en base a lo establecido en el Prospecto de la Emisión, provendrá de aportes de capital que deberá realizar ENA, quien a su vez se fondeará con los dividendos que le estaría distribuyendo ENA Sur, S.A. una vez haya cancelado este último la totalidad de los Bonos Serie 2011 Clase B de la emisión del Fideicomiso ENA Sur. En este sentido, el Emisor esperaba iniciar con amortizaciones parciales en el 2020; sin embargo, producto del efecto de las medidas decretadas por el Gobierno para contener la propagación de la pandemia COVID-19 en la economía, la administración ha revisado a la baja las proyecciones para los ejercicios 2020 y 2021, con lo cual estima que la amortización parcial del principal del Bono podría darse a partir del año 2022. En vista de ello, Moody's Local señala el incremento en el riesgo de refinanciación por estar condicionado al pago de la serie B de Bonos 2011 de ENA Sur, siendo que este último también ha tenido que revisar los pagos programados. La Administración señala que se encuentra en revisión de alternativas para refinanciar la deuda de ENA, asociada principalmente al Corredor Sur y Este.

Rentabilidad y Eficiencia

INGRESOS PROVENIENTES DE LOS INTERESES GENERADOS POR EL PRÉSTAMO OTORGADO A ENA ESTE, S.A.

Los ingresos del Fideicomiso comprenden los intereses sobre el préstamo otorgado a ENA Este, S.A. y, en menor medida, por los intereses generados por los depósitos a plazo. Al 31 de diciembre de 2019, los ingresos operativos se incrementaron en 4.33%, favorecidos por la decisión de la Administración de colocar los excesos temporales de liquidez en depósitos a plazo fijo. En tanto, los gastos corresponden al pago de los intereses por los Bonos Corporativos.

ENA Este, S.A.³

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17
TOTAL ACTIVOS	203,429	205,713	210,435	210,930	220,084
Efectivo en caja y bancos	880	854	920	1,084	1,468
Fondos en Fideicomiso con uso específico	12,203	12,141	12,727	12,695	13,836
Total Activo Corriente	13,246	13,276	14,186	14,283	15,877
Activo Intangible por concesión	146,619	148,115	152,046	153,341	165,413
Inversión en subsidiarias	41,477	42,386	42,148	41,341	36,786
Activo No Corriente	190,183	192,437	196,249	196,647	204,207
TOTAL PASIVOS	224,112	224,156	225,022	225,257	226,267
Cuentas por Pagar - Comerciales	856	836	1,048	1,248	1,090
Total Pasivo Corriente	1,034	1,014	1,226	1,426	1,267
Préstamo por Pagar	212,000	212,000	212,000	212,000	212,000
Indemnizaciones pendientes por pagar	11,079	11,142	11,796	11,832	13,000
Total Pasivo No Corriente	223,079	223,142	223,796	223,832	225,000
PATRIMONIO	-20,684	-18,443	-14,587	-14,327	-6,183
Capital en acciones	10	10	10	10	10
Capital adicional aportado	29,053	29,053	29,053	29,053	29,053
Utilidades (Pérdida) Retenidas	-49,746	-47,506	-43,650	-43,390	-35,245

ENA Este

Principales Partidas del Estado de Ganancia o Pérdida

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17
Ingresos por peajes	3,359	17,763	5,078	20,656	16,449
Costos de Operación y Mantenimiento	(862)	(3,625)	(649)	(2,719)	(2,608)
Ingresos Operativos	2,497	14,138	4,429	17,937	13,842
Gastos Generales y Administrativos	(152)	(619)	(280)	(1,130)	(1,967)
Amortización del Activo Intangible	(1,497)	(5,225)	(1,294)	(12,355)	(12,190)
Utilidad Operativa	939	8,604	2,920	4,575	(161)
Gastos de Intereses	(3,180)	(12,720)	(3,180)	(12,720)	(12,720)
Utilidad (Pérdida) Neta	(2,241)	(4,116)	(260)	(8,145)	(12,881)

³ Información en base a Estados Financieros No Auditados 31 de diciembre de 2017, 2018 y 2019, así como al 31 de marzo de 2019 y 2020.

ENA Este, S.A.

Indicadores Financieros

Solvencia	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17
Pasivo / Patrimonio	-10.84x	-12.15x	-15.43x	-15.72x	-36.60x
Deuda Financiera / Pasivo	0.95x	0.95x	0.94x	0.94x	0.94x
Deuda Financiera / Patrimonio	-10.25x	0.00x	-14.53x	0.00x	0.00x
Pasivo / Activo	1.10x	1.09x	1.07x	1.07x	1.03xx
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.00x	0.00x	0.01x	0.01x	0.01x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	1.00x	1.00x	0.99x	0.99x	0.99x
Deuda Financiera / EBITDA *	18.21x	15.77x	13.60x	12.78x	17.85x
Liquidez					
Liquidez Corriente	12.81x	13.09x	11.57x	10.02x	12.53x
Capital de Trabajo (US\$ miles)	12,212	12,262	12,960	12,858	14,610
Gestión					
Gastos operativos / Ingresos	4.52%	3.49%	5.51%	5.47%	11.96%
Gastos financieros / Ingresos	94.68%	71.61%	62.62%	61.58%	77.33%
Rentabilidad					
Margen bruto	74.35%	79.59%	87.22%	86.84%	84.15%
Margen operativo	25.26%	46.27%	56.21%	20.51%	-1.92%
Margen neto	-66.71%	-23.17%	-5.11%	-39.43%	-78.31%
ROAA*	-2.95%	-1.98%	n.d.	-3.78%	n.d.
ROAE*	34.57%	25.12%	n.d.	79.42%	n.d.
Generación					
EBITDA	2,345	13,444	4,149	16,592	11,874
EBITDA anualizado	11,640	13,444	n.d.	16,592	11,874
Margen EBITDA	69.8%	75.7%	81.7%	80.3%	72.2%
Coberturas					
EBITDA / Gastos Financieros*	0.92x	1.06x	1.23x	1.30x	0.93x

*Indicadores anualizados.

Empresa Nacional de Autopista, S.A. (ENA) y Subsidiarias⁴

Principales Partidas del Estado Consolidado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17
TOTAL ACTIVOS	973,932	990,736	1,071,668	1,042,495	1,087,982
Efectivo en caja y bancos	26,873	26,901	20,742	26,201	20,393
Fondos en Fideicomiso con uso específico	65,310	71,822	76,212	76,808	75,755
Total Activo Corriente	96,578	104,304	100,466	108,239	99,513
Activo Intangible por concesión	837,987	846,843	936,184	893,959	953,153
Fondos en Fideicomiso con uso específico	34,387	34,770	30,260	33,693	30,760
Activo No Corriente	877,354	886,432	971,202	934,256	988,470
TOTAL PASIVOS	694,082	715,579	858,480	801,142	879,568
Bonos por Pagar – Porción Corriente	90,545	98,929	83,351	98,052	106,003
Depósito y anticipo de clientes	10,037	10,107	7,344	9,940	7,405
Total Pasivo Corriente	112,859	119,973	104,731	120,784	125,474
Bonos por Pagar	566,564	580,883	738,173	664,947	737,514
Indemnizaciones pendientes por pagar	14,659	14,722	15,577	15,412	16,580
Total Pasivo No Corriente	581,223	595,605	753,749	680,358	754,094
PATRIMONIO	279,850	275,157	213,189	241,353	208,415
Capital en acciones	50,500	50,500	50,500	50,500	50,500
Capital adicional aportado	106,807	106,807	104,626	109,323	104,626
Utilidades (Pérdida) Retenidas	122,543	117,851	58,063	81,529	53,289

Empresa Nacional de Autopista, S.A. (ENA) y Subsidiarias

Principales Partidas del Estado Consolidado de Ganancias o Pérdidas

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17
Ingresos por peajes	33,862	170,423	43,017	179,868	170,016
Costos de Operación y Mantenimiento	(9,418)	(35,423)	(7,588)	(36,053)	(30,935)
Ingresos Operativos	24,444	135,000	35,430	143,815	139,081
Gastos Generales y Administrativos	(1,317)	(7,994)	(1,395)	(6,873)	(5,879)
Amortización del Activo Intangible	(8,856)	(47,116)	(10,561)	(59,476)	(66,848)
Utilidad Operativa	14,271	79,325	23,473	76,464	65,663
Gastos de Intereses	(9,503)	(40,697)	(10,584)	(44,939)	(59,257)
Utilidad (Pérdida) Neta	4,693	36,321	11,394	28,240	13,193

⁴ En base a Información Financiera Auditada al 31 de diciembre de 2017, 2018 y 2019 e interina al 31 de marzo de 2019 y 2020.

Empresa Nacional de Autopista, S.A. (ENA) y Subsidiarias

Indicadores Financieros

Solvencia	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17
Pasivo / Patrimonio	2.48x	2.60x	4.03x	3.32x	4.22x
Deuda Financiera / Pasivo	0.95x	0.95x	0.96x	0.95x	0.96x
Deuda Financiera / Patrimonio	2.35x	0.36x	3.85x	0.41x	0.51x
Pasivo / Activo	0.71x	0.72x	0.80x	0.77x	0.81x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.16x	0.17x	0.12x	0.15x	0.14x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.84x	0.83x	0.88x	0.85x	0.86x
Deuda Financiera / EBITDA *	5.69x	5.38x	6.06x	5.61x	6.37x
Liquidez					
Liquidez Corriente	0.86x	0.87x	0.96x	0.90x	0.79x
Capital de Trabajo (US\$ miles)	(16,281)	(15,670)	(4,264)	(12,545)	(25,961)
Gestión					
Gastos operativos / Ingresos	3.89%	4.69%	3.2%	3.82%	3.46%
Gastos financieros / Ingresos	28.06%	23.88%	24.6%	24.98%	28.97%
Rentabilidad					
Margen bruto	72.19%	79.21%	82.36%	79.96%	81.80%
Margen operativo	42.14%	46.55%	54.57%	42.51%	38.62%
Margen neto	13.86%	21.31%	26.49%	15.70%	7.76%
ROAA*	2.90%	3.57%	3.23%	2.65%	1.18%
ROAE*	12.02%	14.06%	16.54%	12.56%	6.54%
Generación					
FCO + intereses pagados	25,524	123,074	29,827	130,939	131,597
FCO + intereses pagados anualizado	118,771	123,074	126,658	130,939	131,597
EBITDA	23,127	126,442	34,035	135,940	132,511
EBITDA anualizado	115,534	126,442	135,625	135,940	132,511
Margen EBITDA	68.3%	74.2%	79.1%	75.6%	77.9%
Coberturas					
EBITDA / Gastos Financieros*	3.07x	3.29x	3.28x	3.18x	2.73x
EBITDA / Servicio de Deuda*	0.90x	0.92x	1.09x	0.97x	0.86x
FCO + intereses pagados / Gastos Financieros*	3.15x	3.20x	6.57x	3.06x	2.71x
FCO + intereses pagados / Servicio de Deuda*	0.93x	0.90x	1.02x	0.93x	0.85x

*Indicadores anualizados.

Fideicomiso ENA Este

Principales Partidas del Estado de Activos, Pasivos y Activos Netos

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
TOTAL ACTIVOS	252,514	253,262	253,976	253,167	249,181	253,141
Depósitos en Bancos a la vista	40,674	41,435	42,024	41,369	34,729	24,885
Cuenta de Concentración	28,627	29,514	28,913	28,258	21,729	8,565
Cuenta de Operación	0	0	0	0	1,132	969
Cuenta del tramo de El Golf – Tocumen	3,874	3,835	5,065	5,065	5,065	5,065
Cuenta del tramo Gonzalillo – Pedregal	697	690	686	686	686	4,158
Cuenta del sistema de telepeaje	0	0	0	0	0	1,084
Cuenta de reserva de mantenimiento mayor	508	502	500	500	500	500
Cuenta de reserva de servicio de deuda	6,461	6,391	6,360	6,360	5,116	3,706
Cuenta de reserva para inversiones de capital	508	502	500	500	500	500
Depósitos en Bancos a plazo	0	0	0	0	2,000	14,720
Total Activo Corriente	40,699	41,447	42,187	41,369	36,729	39,605
Préstamos por Cobrar – ENA Este	212,000	212,000	212,000	212,000	212,000	212,000
Intereses Acumulados por cobrar	177	177	177	177	177	177
Menos: Reserva para pérdida en Préstamos	372	372	398	398	0	0
Préstamo a Costo Amortizado	211,805	211,805	211,778	211,778	212,177	212,177
Activo No Corriente	211,815	211,815	211,788	211,788	212,187	212,187
TOTAL PASIVOS	211,293	211,237	211,029	211,029	210,843	210,671
Cuentas por Pagar	31	25	18	10	5	3
Total Pasivo Corriente	31	25	18	10	5	3
Bonos por Pagar	212,000	212,000	212,000	212,000	212,000	212,000
Intereses Acumulados por Pagar	177	177	177	177	177	177
Menos: Costo de Emisión Diferidos	915	965	1,111	1,157	1,338	1,508
Bonos por Pagar a Costo Amortizado	211,262	211,212	211,066	211,020	210,838	210,668
Total Pasivo No Corriente	211,262	211,212	211,066	211,020	210,838	210,668
TOTAL ACTIVOS NETO DEL FIDEICOMISO	41,222	42,025	42,892	42,138	38,338	42,470
Aportes Recibidos	40,416	41,318	42,531	41,645	37,025	41,026
Superavit (Deficit) Acumulado	707	493	493	915	1,444	1,157
Excedente de Ingresos (Gastos) del Periodo	99	214	-132	-422	-131	287

Fideicomiso ENA Este

Principales Partidas del Estado de Ingresos y Gastos

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-18	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos Operativos	3,363	13,286	3,180	12,735	13,054	13,050
Ingresos por intereses sobre préstamo	3,180	12,720	3,180	12,720	12,720	12,296
Ingresos por interese sobre depósito a plazo	183	566	0	15	334	754
Gastos Administrativos	(34)	(186)	(86)	(255)	(295)	(307)
Utilidad Operativa	3,329	13,127	3,094	12,480	12,759	12,743
Gastos de Intereses	(3,230)	(12,913)	(3,226)	(12,901)	(12,890)	(12,457)
Utilidad Neta	99	214	(132)	(422)	(131)	287

Anexo I

Historia de Calificación^{1/}

Fideicomiso ENA Este

Instrumento	Calificación Anterior (al 31.09.19) ¹	Calificación Actual (al 31.12.19 y 31.03.20)	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos (hasta por US\$212.0 millones)	AA.pa	(modificada) A+.pa	Corresponde a aquellos bonos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la economía.

^{1/}Sesión de Comité del 13 de mayo de 2020.

Anexo II

Resumen de la Estructura del Fideicomiso

Bonos Corporativos - hasta por US\$212 millones

Activos del Fideicomiso:	Cuenta de Reserva, Cuentas del Fideicomiso, Acciones de ENA este, Patrimonio del Fideicomiso.
Originadores y servidores:	ENA Este S.A.
Emisor:	Fideicomiso ENA Este
Deudor:	ENA Este, S.A.
Fiduciario de Titulización:	Banistmo, S.A.
Monto del Programa:	US\$212 millones
Garantías	<ul style="list-style-type: none"> Las acciones de ENA Este. Los derechos cedidos. El aporte por parte de ENA Este, de los montos correspondientes a las contribuciones de capital social que reciba de ENA, product de los dividendos que le seran pagados, de tiempo en tiempo, por ENA Sur, una vez que se cancele la totalidad del capital de los Bonos Series 2011, Calse B de la Emisión Fideicomiso ENA Sur. La suma de US\$27 millones a ser aportado por ENA Este. Todas las cuentas del Fideicomiso.

Fuente: Fideicomiso ENA Este / Elaboración: Moody's Local

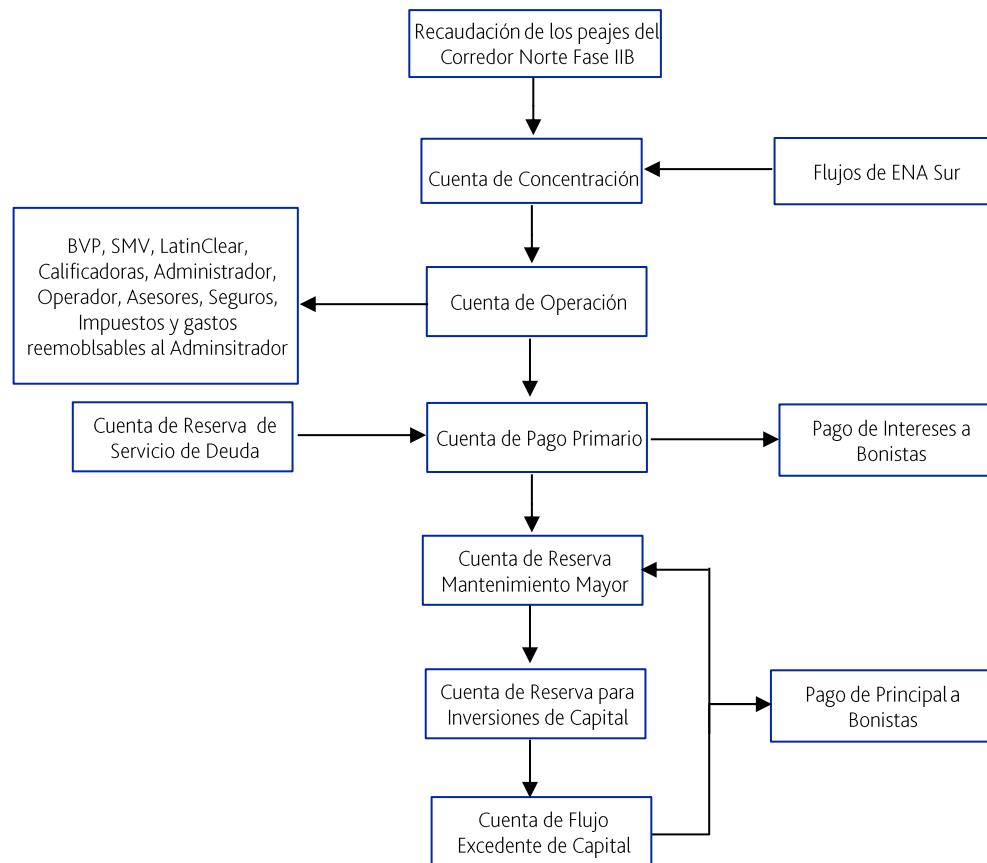
Detalle del Instrumento Calificado

	Bonos Corporativos
Monto colocado:	US\$212 millones
Saldo en circulación (31.03.20):	US\$212 millones
Plazo:	10 años
Tasa:	6.00%
Fecha de colocación:	Mar-2014
Fecha de vencimiento:	Mar-2024
Amortización:	No hay amortizaciones programadas
Tipo de oferta:	Pública

Fuente: Fideicomiso ENA Este / Elaboración: Moody's Local

Mecanismo de Asignación de Flujos

La estructura de la Titulización constituyó las siguientes cuentas para atender el pago de las obligaciones señaladas: i) Cuenta de Concentración, ii) Cuenta de Operación, iii) Cuenta de Pago Primario, iv) Cuenta de Reserva de Servicio de la Deuda, v) Cuenta de Reserva de Mantenimiento Mayor, vi) Cuenta de Reserva para Inversiones de Capital, y vii) Cuenta de Flujo Excedente de Capital. En la Cuenta de Concentración se depositan los flujos que se recaudan por concepto de peajes correspondientes al 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 flujos. Los fondos de la Cuenta de Concentración serán 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. El siguiente diagrama representa el esquema de la Titulización:



Fuente: Fideicomiso ENA Este / Elaboración: Moody's Local

Declaración de Importancia

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 o emitida 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 clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (www.moodylocal.com), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros No Auditados al 31 de diciembre de 2017, 2018 y 2019, así como al 31 de marzo de 2019 y 2020 del Originador, ENA Este, S.A.; los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2017, 2018 y 2019, y Estados Financieros no Auditados al 31 de marzo de 2019 y 2020 del Deudor, Empresa Nacional de Autopistas, S.A. y Subsidiarias; así como los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019, y Estados Financieros no Auditados al 31 de marzo de 2019 y 2020 del Emisor, Fideicomiso ENA Este, a lo cual se suma información adicional proporcionada por esta última que incluye la versión final del Prospecto Informativo del Programa de Emisión de Bonos Corporativos. Moody's Local comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local 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.

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CALIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude), la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodylocal.com bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJJK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJJK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJJK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJJK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.