

Comunicado de prensa:

S&P Global Ratings asigna calificación de 'mxAAA' a emisión de deuda de Red de Carreteras de Occidente; confirma calificaciones en escala global y nacional

7 de junio de 2019

Resumen de la Acción de Calificación

- El operador de carreteras de peaje mexicano, Red de Carreteras de Occidente, S.A.B. de C.V. (RCO o el proyecto) planea emitir bonos senior garantizados por hasta \$10,000 millones de pesos mexicanos (MXN) en el mercado local. Utilizará los recursos para el prepago de líneas de crédito relacionadas con actividades de mantenimiento mayor, para cubrir los costos de la emisión y para fines corporativos.
- El 7 de junio de 2019, asignamos nuestra calificación de deuda en escala nacional de 'mxAAA' a la emisión propuesta del proyecto, con clave de pizarra RCO 19, de acuerdo con la información que proporcionó el emisor. Además, confirmamos las calificaciones de deuda en escala global de 'BBB+' y en escala nacional de 'mxAAA' de la deuda senior existente.
- Pese a un mayor nivel de deuda esperado, consideramos que los índices de cobertura de servicio de deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) sigan siendo robustos.
- La perspectiva negativa de la calificación en escala global refleja la de la calificación soberana de México. La perspectiva estable de la calificación en escala nacional del proyecto considera nuestra expectativa de una recuperación en el volumen del tráfico durante el resto del año y un crecimiento mayor al producto interno bruto (PIB) de México durante 2020, lo que se traduce en DSCR mayores a 1.40x (veces) para los siguientes 12 a 24 meses.

CONTACTO ANALÍTICO PRINCIPAL

Daniel Castineyra
Ciudad de México
52 (55) 5081-4497
daniel.castineyra
@spglobal.com

CONTACTOS SECUNDARIOS

Candela Macchi
Buenos Aires
54 (11) 4891-2110
candela.macchi
@spglobal.com

Descripción del proyecto y Factores crediticios clave

Los activos de RCO consisten de un conjunto de cuatro autopistas que conforman la red FARAC I, con una longitud total de aproximadamente 663 kilómetros, las cuales forman parte del corredor principal que conecta dos de las ciudades más grandes en el país (la Ciudad de México y Guadalajara), y otras áreas urbanas importantes en la región occidental, dentro de los estados de Michoacán, Jalisco, Guanajuato y Aguascalientes.

Además, RCO cuenta con concesiones para operar dos carreteras libres federales (COVIQSA, CONIPPSA), por lo que el proyecto recibe disponibilidad y peaje sombra del gobierno federal, y otras dos autopistas (COTESA y AUTOVIM). Sin embargo, solamente consideramos los flujos de efectivo de FARAC I para calcular nuestras proyecciones de los indicadores de DSCR del proyecto, ya que estos activos tienen deuda y podrían incurrir en endeudamiento adicional en el futuro, por lo que las distribuciones de dividendos o capital, a las que RCO tiene derecho, son difíciles de proyectar.

Comunicado de prensa: S&P Global Ratings asigna calificación de 'mxAAA' a emisión de deuda de Red de Carreteras de Occidente; confirma calificaciones en escala global y nacional

RCO recaudará hasta MXN10,000 millones a través de una emisión complementaria a sus certificados bursátiles RCO 18U denominados en Unidades de Inversión (UDIs) y con una nueva emisión, RCO 19, denominada en pesos mexicanos. Además, RCO contratará una línea de crédito para mantenimiento mayor por hasta MXN2,100 millones. Los nuevos bonos contarán con una cuenta de reserva para el servicio de la deuda (DSRA, por sus siglas en inglés) de seis meses, y se clasificarán en igualdad de condiciones (pari passu) con el resto de la deuda senior de RCO. El proyecto utilizará los recursos de la emisión para el prepago de líneas de crédito destinadas al financiamiento de actividades de mantenimiento mayor de hasta MXN3,650 millones, para cubrir costos relacionados con la oferta y para fines corporativos.

Fortalezas

- Ubicación favorable de los activos de RCO.
- Favorable mezcla de vehículos.
- Bajo riesgo operativo, e
- Historial de un sólido volumen de tráfico.

Riesgos

- Exposición al mercado. Al igual que el resto de las autopistas de peaje que se basan en el volumen, RCO está expuesta al riesgo de mercado. Ya que un escenario de desaceleración económica podría tener un impacto negativo en los niveles de tráfico, y, por lo tanto, en el flujo de efectivo disponible para el servicio de la deuda.
- Límite por la calificación soberana.

Fundamento de la Acción de Calificación

La asignación de la calificación a la nueva emisión y la confirmación de las calificaciones de la deuda existente reflejan el robusto DSCR a pesar de la deuda adicional debido a nuestras expectativas de un crecimiento estable en el tráfico y en los ingresos por peaje en los siguientes años. Esto se debe a que el crecimiento del tráfico de RCO se ha ubicado por arriba de la tasa de crecimiento del PIB de México, gracias a que los activos se ubican en una de las regiones más pobladas del país y con el crecimiento más alto del PIB per cápita.

Con base en la estructura pro forma, esperamos que los DSCR mínimo y promedio de RCO se ubiquen en torno a 1.39x y 2.32x, respectivamente, en comparación con los índices actuales de 1.45x y mayor a 3.0x. Por otra parte, el proyecto continúa mostrando resiliencia bajo nuestro escenario negativo, en el que suponemos un ciclo a la baja de cinco años, con un DSCR mínimo de 1.17x. Las acciones de calificación también consideran nuestra opinión del relativamente bajo nivel de riesgo de operación desde un punto de vista técnico, dado su mantenimiento sencillo y las conexiones geográficas favorables respecto a otras autopistas de la red de RCO.

Por último, las calificaciones de la deuda en escala global de RCO siguen estando limitadas por la calificación de México (moneda extranjera: BBB+/Negativa/A-2; moneda local: A-/Negativa/A-2). El regulador tiene una influencia significativa en los mecanismos para establecer las cuotas de peaje y los requisitos para gastos de capital. Además, en caso de estrés soberano, por ejemplo niveles de inflación muy elevados, la estructura de costos de RCO se vería afectada, y es poco probable que las cuotas suban considerablemente bajo este escenario.

Perspectiva

La perspectiva negativa de las calificaciones de la deuda en escala global de RCO refleja la de la calificación soberana de México. En nuestra opinión, el regulador ejerce una influencia significativa en el mecanismo para fijar las cuotas de peaje y los requisitos de gasto de inversión (capex). La perspectiva estable de la calificación en escala nacional de RCO considera nuestra expectativa de una recuperación en el volumen del tráfico durante el resto del año y un crecimiento mayor al PIB de México durante 2020, lo que se traduce en DSCR mínimos mayores a 1.40x para los siguientes 12 a 24 meses.

Escenario negativo

Podríamos bajar las calificaciones de las notas de RCO si disminuyen significativamente los niveles de tráfico, lo que se traduciría en un índice de DSCR mínimo de 1.26x o menor. Una reducción del tráfico en las autopistas de peaje podría ocurrir debido a una disminución en la actividad económica en la región o debido a situaciones adversas constantes como un incremento en los niveles de inseguridad o desabasto de gasolina, como el que ocurrió a principios de 2019. Además, si prevemos un aumento del costo de la deuda de RCO por encima de nuestras expectativas, esto podría comprometer los índices de DSCR y por lo tanto llevarnos a revisar a la baja las calificaciones.

Además, podríamos bajar la calificación en escala global de RCO si bajamos las calificaciones soberanas de México a un nivel menor a 'BBB+'.

Escenario positivo

La calificación en escala global de las notas de RCO está limitada por la del soberano. Podríamos subir la calificación de emisión de RCO o revisar la perspectiva a estable si realizamos una acción similar sobre las calificaciones de México, o si prevemos una resiliencia robusta a las condiciones de un escenario macroeconómico negativo que nos lleve a revisar nuestro supuesto de que RCO no puede tener una calificación arriba del soberano. Actualmente, RCO tiene la calificación más alta en escala nacional.

Actualización del desempeño

Aunque el PIB de México creció alrededor de 2.0% en 2018, el volumen de tráfico de RCO aumentó 4.7% el mismo año. Además, el tráfico de vehículos pesados, que por lo general está más correlacionado con una mayor actividad económica en comparación con la de los vehículos ligeros, creció alrededor de 8.3%.

Durante el primer trimestre de 2019, México experimentó un desabasto de gasolina, y la región del Bajío (donde se ubica la red de autopistas de peaje del proyecto) fue la más afectada. Cabe mencionar que el periodo vacacional de semana santa en 2018 se dio durante el primer trimestre de 2018, y este año fue en el segundo trimestre. Como consecuencia, el proyecto mostró una disminución de 1.95% en el tráfico; aunque el volumen de tráfico de vehículos pesados mantuvo una tasa de crecimiento estable de 6.15%. Esperamos que el volumen de tráfico se recupere durante lo que resta del año y que en 2020 muestre niveles de crecimiento similares a los que registró en años anteriores a 2019. En nuestra opinión, el desabasto de gasolina es un evento extraordinario dada su naturaleza, ya que se trató de una estrategia del gobierno para luchar contra el crimen organizado y no de una falla considerable de la red de distribución de gasolina. Además, debido a los costos políticos y económicos que este evento produjo en la región, consideramos que no será recurrente.

Escenario base

Supuestos

Dada la alta correlación entre el crecimiento del PIB y el volumen del tráfico, esperamos que este último siga una tendencia similar al primero. Para 2019 esperamos que el crecimiento del tráfico este en línea con nuestras expectativas para el aumento del PIB. Sin embargo, dado el desempeño del tráfico de RCO en comparación con el crecimiento del PIB en los últimos tres años, proyectamos niveles del tráfico por encima del PIB por varios años a partir de 2020, y que ambas tasas converjan en el largo plazo. Nuestras expectativas para el crecimiento del PIB de México consideran una expansión de entre 1.6% y 2.4% en 2019-2022 de acuerdo con "[Condiciones Crediticias América Latina: Pausa de la Reserva Federal disminuye los riesgos a corto plazo, pero los desafíos políticos persisten](#)", publicado el 28 de marzo de 2019.

Además, en nuestro escenario base consideramos el supuesto de que los gastos para operación y mantenimiento (O&M) del proyecto están en línea con las proyecciones del ingeniero independiente, y con incrementos en línea con la inflación, que estimamos sean de 3.5% en 2019 y de 3.0% en adelante, de acuerdo con nuestro análisis económico publicado. Por último, para las cuotas de peaje esperamos incrementos anuales en línea con el contrato de concesión, que establece un incremento de acuerdo a la inflación.

Indicadores clave

- DSCR mínimo de 1.39x en 2025
- DSCR promedio de 2.34x

Escenario negativo

Supuestos

Nuestro escenario negativo considera el supuesto de un crecimiento del tráfico para 2019 y 2020 de 3% menor que las proyecciones de nuestro escenario base. Para el periodo 2021-2023, suponemos un crecimiento anual del tráfico de 1.5% menor que el supuesto de nuestro escenario base, y convergirían con este último hacia 2024. El escenario a la baja también incorpora un incremento de 10% en los gastos de O&M durante el periodo de la concesión, junto con una reducción de 1% en la inflación, lo que afectaría los ingresos debido a los ajustes a la tarifa vinculada a la inflación.

Indicadores clave

- DSCR mínimo de 1.17x
- DSCR promedio de 2.02x

Comunicado de prensa: S&P Global Ratings asigna calificación de 'mxAAA' a emisión de deuda de Red de Carreteras de Occidente; confirma calificaciones en escala global y nacional

Resumen de las calificaciones

Red de Carreteras de Occidente, S.A.B. de C.V.

Perfil crediticio individual (SACP) -- Fase de operaciones (deuda senior)

Evaluación del negocio de la fase de operaciones	'4' (donde '1' es el mejor y '12' el peor)
SACP preliminar	bbb+
Impacto a la baja sobre el SACP preliminar	+1 nivel (<i>notch</i>)
Impacto de la estructura de capital y del DSCR promedio en el SACP preliminar	Neutral
Liquidez	Neutral
Evaluación del análisis comparativo de calificaciones	N/A
Limitación de la evaluación de la contraparte	N/A
SACP en la fase de operaciones	a-
Limitación de la calificación soberana	Topado a 'BBB+'
Modificadores	
Vinculación a controladora	Desvinculado
Protección estructural	Neutral
Límites de calificación soberana	No
Calificación de emisión de deuda senior	BBB+

DETALLE DE LAS CALIFICACIONES ASIGNADAS

CLAVE DE PIZARRA	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR	PERSPECTIVA ACTUAL	PERSPECTIVA ANTERIOR
RCO 19	mxAAA	N.C.	Estable	N.C.

DETALLE DE LAS CALIFICACIONES QUE CONFIRMAMOS

CLAVE DE PIZARRA	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR	PERSPECTIVA ACTUAL	PERSPECTIVA ANTERIOR
RCO 12U	mxAAA	mxAAA	Estable	Estable
RCO 12	mxAAA	mxAAA	Estable	Estable
RCO 14	mxAAA	mxAAA	Estable	Estable
RCO 18U	mxAAA	mxAAA	Estable	Estable

Crterios y Artículos Relacionados

Crterios

- [Calificaciones por arriba del soberano – Calificaciones de empresas y gobiernos: Metodología y Supuestos](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificaciones crediticias en escala nacional y regional](#), 25 de junio de 2018.
- [Metodología: Estructura de la transacción de financiamientos de proyectos](#), 16 de septiembre de 2014.
- [Metodología y supuestos para el marco de riesgo de contraparte](#), 25 de junio de 2013.
- [Metodología para contraparte de construcción y operaciones de financiamiento de proyectos](#), 20 de diciembre de 2011.
- [Metodología: Marco para calificar financiamiento de proyectos](#), 16 de septiembre de 2014.
- [Metodología para financiamiento de proyectos - fase de operación](#), 16 de septiembre de 2014.
- [Factores Crediticios Clave para el Financiamiento de Proyectos de Carreteras, Puentes y Túneles](#), 16 de septiembre de 2014.
- [Uso del listado de Revisión Especial \(CreditWatch\) y Perspectivas](#), 14 de septiembre de 2009.

Artículos Relacionados

- [Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia](#).
- [MÉXICO - Definiciones de calificación en Escala CaVal \(Nacional\)](#).
- [Supuestos macroeconómicos utilizados comúnmente en el financiamiento de proyectos](#), 16 de septiembre de 2014.
- [¿Plan de gobierno de AMLO es la respuesta para que los diferentes sectores en México tengan éxito?](#), 4 de julio de 2018.
- [Condiciones Crediticias América Latina: Pausa de la Reserva Federal disminuye los riesgos a corto plazo, pero los desafíos políticos persisten](#), 28 de marzo de 2019.
- [S&P Global Ratings toma varias acciones de calificación sobre cinco transacciones de infraestructura de México tras revisar la perspectiva del soberano a negativa](#), 4 de marzo de 2019.
- [S&P Global Ratings asigna calificación de deuda de 'mxAAA' a Red de Carreteras de Occidente; confirma calificaciones de deuda existente](#), 13 de noviembre de 2018.
- [S&P Global Ratings confirma calificaciones de emisión de 'BBB+' y 'mxAAA' de Red de Carreteras de Occidente; la perspectiva se mantiene estable](#), 24 de mayo de 2018.

Algunos términos utilizados en este reporte, en particular algunos adjetivos usados para expresar nuestra opinión sobre factores de calificación importantes, tienen significados específicos que se les atribuyen en nuestros criterios y, por lo tanto, se deben leer junto con los mismos. Consulte los criterios de calificación en www.standardandpoors.com para obtener más información. Toda la información sobre calificaciones está disponible para los suscriptores de RatingsDirect en www.capitaliq.com. Todas las calificaciones afectadas por esta acción de calificación se pueden encontrar en el sitio web público de S&P Global Ratings en www.standardandpoors.com.mx. Use el campo de búsqueda de Calificaciones ubicado en la columna de la izquierda.

INFORMACIÓN REGULATORIA ADICIONAL

1) *Información financiera al 31 de marzo de 2019.*

2) *La calificación se basa en información proporcionada a S&P Global Ratings por el emisor y/o sus agentes y asesores. Tal información puede incluir, entre otras, según las características de la transacción, valor o entidad calificados, la siguiente: términos y condiciones de la emisión, prospecto de colocación, estados financieros anuales auditados y trimestrales, estadísticas operativas –en su caso, incluyendo también aquellas de las compañías controladoras-, información prospectiva –por ejemplo, proyecciones financieras-, informes anuales, información sobre las características del mercado, información legal relacionada, información proveniente de las entrevistas con la dirección e información de otras fuentes externas, por ejemplo, CNBV, Bolsa Mexicana de Valores.*

La calificación se basa en información proporcionada con anterioridad a la fecha de este comunicado de prensa; consecuentemente, cualquier cambio en tal información o información adicional, podría resultar en una modificación de la calificación citada.

3) *Para el análisis de los contratos S&P Global Ratings se apoyó del despacho de abogados Ritch Mueller quién revisó la documentación legal que respalda la estructura y emitió una opinión sobre (i) el perfeccionamiento de la transferencia de los derechos derivados de los [créditos hipotecarios] al fideicomiso emisor para todos los efectos legales correspondientes.*

4) *En cumplimiento con la Disposición QUINTA de las Disposiciones Aplicables a las Instituciones Calificadoras de Valores, se comunica que Red de Carreteras de Occidente, S.A.B. de C.V. ha informado a S&P Global Ratings que los Certificados Bursátiles arriba detallados han sido calificados por Fitch Ratings en fecha 5 de junio de 2019. S&P Global Ratings no ha tenido participación alguna en la calificación citada y no tiene ni asume responsabilidad alguna a su respecto, incluyendo por la presente publicación.*

5) *Durante el año fiscal inmediato anterior S&P Global Ratings recibió ingresos de Red de Carreteras de Occidente, S.A.B. de C.V. por concepto de servicios diferentes a los de calificación y tales ingresos representan un 36.0% de los percibidos por servicios de calificación durante ese mismo año.*

6) *La información regulatoria (PCR, por sus siglas en inglés) de S&P Global Ratings se publica en relación con una fecha específica, y está vigente a la fecha de la Acción de Calificación Crediticia que se haya publicado más recientemente. S&P Global Ratings actualiza la información regulatoria para una determinada Calificación Crediticia a fin de incluir los cambios en tal información solamente cuando se publica la siguiente Acción de Calificación Crediticia. Por consiguiente, la información regulatoria contenida aquí puede no reflejar los cambios en la misma que pudieran ocurrir durante el periodo posterior a la publicación de tal información regulatoria pero que de otra manera no están asociados con una Acción de Calificación Crediticia.*

Comunicado de prensa: S&P Global Ratings asigna calificación de 'mxAAA' a emisión de deuda de Red de Carreteras de Occidente; confirma calificaciones en escala global y nacional

Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadoras reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello. S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web www.standardandpoors.com, www.standardandpoors.com.mx, www.standardandpoors.com.ar, www.standardandpoors.cl, www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com y www.capiq.com (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.

S&P Global Ratings S.A. de C.V., Av. Javier Barros Sierra No. 540, Torre II, PH2, Col. Lomas de Santa Fe, C.P. 01210 Ciudad de México.