

## Fitch Califica el Bono Local del Circuito Exterior Mexiquense

---

**Fitch Ratings - Monterrey, N.L. - (Agosto 20, 2014):** Fitch Ratings asigna calificación en escala local de 'AAA(mex)vra' con Perspectiva Estable a la emisión CONMEX 14U, que Concesionaria Mexiquense, S.A. de C.V. (Conmex) pretende colocar por hasta 1,464,078,000 Unidades de Inversión (Udis), y vencimiento legal en 2046. La fuente de pago serán los flujos que genere la operación del Circuito Exterior Mexiquense, en el Estado de México.

Esta nueva emisión constituye una deuda preferente de Conmex y será amortizada en *pari passu* con un crédito bancario existente y dos emisiones que fueron colocadas en el mercado internacional en diciembre de 2013; mismos que Fitch califica en 'BBB-' y 'AAA(mex)vra' con Perspectiva Estable. La totalidad del monto que se coloque bajo CONMEX 14U se aplicará como prepago parcial a una de las dos emisiones existentes, por lo que el nivel de endeudamiento del proyecto no se verá afectado.

La calificación de 'AAA(mex)vra' refleja no sólo la fortaleza del activo dados su ubicación y propósito principal de uso, sino también la robustez que muestran las razones de cobertura de la deuda, incluso al proyectar escenarios altamente estresados, y que resulta de un nivel moderado de apalancamiento, en combinación con una sólida estructura de deuda.

### FACTORES CLAVE DE LA CALIFICACIÓN

#### **Activo Urbano Ubicado Estratégicamente:**

La autopista se localiza en el área metropolitana de la Ciudad de México e interconecta algunas de las áreas con mayor densidad de población, así como a varios centros comerciales e industriales importantes, ofreciendo una alternativa de viaje más corta para los usuarios locales. Así mismo, conecta a cinco de las siete principales salidas de la ciudad. Alrededor de 70% del tráfico y el ingreso provienen de usuarios que recorren la vía para viajes frecuentes de escuela-trabajo, y han demostrado ser una base de tráfico resistente y poco volátil.

#### **Aprobación de Aumentos Tarifarios Extraordinarios:**

La concesión permite incrementar las cuotas de peaje anualmente a razón de inflación, o bien, con mayor frecuencia en caso de que el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) alcance 5.0% en el último año. En 2012, algunas modificaciones al título de concesión fueron, entre otras, la posibilidad de que el concesionario aplique aumentos reales extraordinarios de entre 4.0% y 6.0% a las tarifas, durante cada año entre 2013 y 2021. Al día de hoy, las cuotas de peaje no presentan rezagos.

#### **Estructura Sólida de Deuda:**

La deuda está diversificada en tres tramos distintos. La condición para distribución de flujo es robusta al requerirse 1.50 veces (x) para 2014-2015 y 2.00x posteriormente. Si la cobertura de deuda se sitúa entre 1.75x y 2.00x, las distribuciones tienen un límite de MXN400 millones. Aunque la deuda denominada en Udis conlleva cierto riesgo inflacionario, éste se encuentra bastante mitigado por los incrementos tarifarios anuales a razón del INPC.

#### **Indicadores de Cobertura Robustos:**

Existe espacio amplio para sensibilizar el precio y el volumen de tráfico. En el caso base de Fitch, el indicador de cobertura natural de deuda es de 1.58x mínimo y de 3.55x en promedio. La cobertura de largo plazo (LLCR, por sus siglas en inglés) es de 3.33x.

#### **Activo Relativamente Nuevo en Buenas Condiciones:**

La autopista ha estado en operación completa desde hace aproximadamente 3 años. Existe un plan de mantenimiento mayor de largo plazo que se revisa cada año y se ajusta a las necesidades de la vía. El Fondo de Reserva para Mantenimiento Mayor (FRMM) captura los siguientes seis meses de gasto programado, ubicándose por debajo de los 12 meses que normalmente se observan en estructuras similares.

#### **Detalles de la Transacción**

En diciembre de 2013, Conmex contrajo deuda con el objetivo de refinanciar el crédito con el que originalmente se financió la construcción de la autopista. La deuda estuvo integrada por un crédito bancario contratado con Goldman Sachs Bank y dos emisiones colocadas en el mercado internacional.

La primera emisión fue por 1,633.6 millones de Udis a tasa real fija de 5.95% y vencimiento en 2035. La segunda emisión fue por 2,087.3 millones de Udis con vencimiento en 2046 y funciona bajo un esquema de cupón cero, es decir, que no devengará intereses en ningún momento, por lo que el monto calificado constituye el valor nominal del documento.

Al mismo tiempo, Conmex contrató con Goldman Sachs Bank un crédito bancario de MXN6,465 millones, a tasa variable de TIIE más una sobretasa de 210 puntos base (pb) para el período 2014-2017 y de 350 pb a partir de 2018, y con vencimiento en 2024. El 75% del monto está cubierto mediante tres swaps que eliminan el riesgo de volatilidad en la TIIE.

CONMEX 14U tendrá exactamente los mismos términos y condiciones que la emisión internacional cupón cero. La totalidad del monto que se coloque será utilizado para hacer un prepago parcial a esta última, de tal forma que el endeudamiento total del proyecto se mantenga constante.

Con relación a los pagos de interés que se lleguen a hacer a inversionistas que no residan en México, Conmex deberá retener impuestos y hacer el pago correspondiente de los mismos a las autoridades fiscales mexicanas. De cualquier forma, el emisor pagará a dichos tenedores todas las cantidades adicionales que sean necesarias para que cada pago de servicio de deuda después de la retención de dichos impuestos, no sea menor a la cantidad estipulada en los documentos legales de la deuda. Este sobrecosto ha sido considerado en las proyecciones de Fitch.

La deuda será amortizada con base en calendarios preestablecidos que comienzan en 2018. El crédito bancario comienza a amortizarse antes que las emisiones y es liquidado mensualmente, mientras que las emisiones se pagan sobre una base semestral. Sin embargo, los lineamientos de administración de las cuentas del fideicomiso aseguran que la liquidez disponible para el repago de las emisiones no se vea afectada en ningún momento.

Las distribuciones de efectivo estarán permitidas sólo si la cobertura natural de la deuda es igual o mayor a 1.50x durante 2014-2015 o a 2.00x durante 2016-2046, calculada con información histórica de los últimos 12 meses y con información proyectada para los siguientes 12 meses. A partir de 2016, si la cobertura se ubica entre 1.75x y 2.00x, podrán realizarse distribuciones parciales de hasta MXN400 millones. Cuando no se cumplan los requisitos de cobertura mínima, el flujo de efectivo excedente será retenido en una cuenta especial del fideicomiso y, eventualmente, podrá ser utilizado para pre-pagar deuda, siempre que se cumplan ciertas condiciones. En opinión de Fitch, el mecanismo establecido para realizar distribuciones de efectivo, es robusto.

La estructura se beneficia de una reserva para mantenimiento mayor que captura los siguientes 6 meses del gasto programado, así como de una reserva para servicio de deuda que deberá mantener los siguientes 12 meses de este concepto. Todos los recursos serán manejados a través de un fideicomiso que logra aislar a los flujos del proyecto de los riesgos de las contrapartes involucradas.

Con base en el título de concesión, la utilidad de Conmex en el proyecto está limitada a la recuperación del capital invertido más una tasa interna de retorno de 10.0%, en términos reales. En octubre de 2012, el Gobierno del Estado de México reconoció ciertas inversiones adicionales incurridas por Conmex durante la etapa de construcción de la autopista. Derivado de esto, el título de concesión fue modificado para, entre otros, extender su plazo hasta 2051 y aprobar incrementos tarifarios adicionales a la inflación de 4.0% y 6.0%, aplicables entre 2013 y 2021. Fitch opina que la concesión opera dentro de un marco legal estable que ha sido desarrollado favorablemente en México durante las últimas dos décadas.

De acuerdo con el ingeniero independiente que preparó el reporte de tráfico e ingreso del activo, la elasticidad promedio para automóviles y vehículos de carga es de -0.23 y -0.60, respectivamente.

Dado que el tráfico ha crecido gradualmente a medida que los diferentes segmentos de la autopista han iniciado operaciones, la información histórica es, hasta cierto punto, limitada y poco comparable. En 2012, el tráfico se incrementó 26.3% gracias a que la operación de las fases I y II aún era muy reciente, mientras que al tercer trimestre de 2013, el crecimiento fue 2.1%. El ingreso nominal creció 33.0% y 14.2%, respectivamente. La autopista es usada mayormente para viajes frecuentes con propósito de escuela-trabajo, así que más del 70% del tráfico y el ingreso provienen del tránsito de automóviles.

Entre otras, las premisas principales del caso base de Fitch fueron: 4.0% de inflación fija, gastos de operación y mantenimiento mayor y menor de acuerdo con el presupuesto multianual de Conmex más 5.0% real de incremento en cada año, actualizaciones tarifarias al 95.0% de la inflación esperada más el aumento extraordinario aprobado en 2012, y curva de tráfico con una Tasa Media Anual Compuesta (TMAC) de 2.5%. La proyección de tráfico fue construida tomando 85.0% de las tasas de crecimiento del caso base del ingeniero independiente. Bajo este escenario, la cobertura natural es de 1.58x mínimo y 3.55x promedio, con LLCR de 3.33x.

El caso de calificación de Fitch es distinto al caso base en cuanto a que asume que los gastos de operación y mantenimiento mayor y menor se incrementan 10.0% real respecto a lo presupuestado, y la TMAC del tráfico es 2.0%. La curva de tráfico considera 70.0% de las tasas de crecimiento del caso base del ingeniero independiente. Bajo este escenario, la cobertura natural es de 1.53x mínimo y 3.12x promedio, con LLCR de 3.03x.

Fitch elaboró escenarios adicionales de estrés, encontrando que, incluso si el volumen de tráfico se mantiene en los niveles actuales (crecimiento cero) y las tarifas son actualizadas anualmente sólo por inflación sin considerar los aumentos extraordinarios ya aprobados, la deuda calificada puede seguir siendo liquidada en tiempo y forma mediante el uso de las reservas en los años 2029 a 2033.

El endeudamiento del proyecto es consistente con las calificaciones asignadas y comparable con proyectos calificados por Fitch en niveles similares. Lo anterior, gracias a que provee un amplio margen para sensibilizar los futuros patrones de tráfico.

El LLCR es el resultado de dividir la suma del valor presente de los flujos disponibles para servir deuda que se esperan en cada uno de los años proyectados y el saldo disponible del fondo de reserva, dividido entre el saldo vigente de la deuda.

Fitch recibió una opinión legal independiente respecto a los documentos de la transacción. Esta opinión resultó favorable, aunque señala ciertos factores que, tras la ocurrencia de determinados eventos, pudieran entorpecer el perfeccionamiento de la fuente de pago. El detalle de estos factores se menciona en la carta de calificación de esta agencia.

La autopista es parte de un circuito que corre alrededor del área metropolitana de la Ciudad de México. Conecta a 18 municipios ubicados en áreas de alta densidad poblacional, así como a otras seis carreteras importantes. La concesión comprende 155 kilómetros (km) de los cuales 110 km han sido construidos y se encuentran en operación completa desde 2011. Es probable que los 45 km restantes no sean construidos en el corto a mediano plazo. En febrero de 2003, el Gobierno del Estado de México otorgó la concesión a Conmex, una subsidiaria indirecta de Grupo OHL.

## **SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN**

Los principales factores que, individual o colectivamente, pudieran derivar en una acción negativa de calificación, incluyen:

- deterioro severo y prolongado del volumen de tráfico;
- incrementos tarifarios en niveles significativamente menores a los esperados;
- LLCR por debajo de 2.50x, calculado para el total de la deuda preferente;
- incrementos recurrentes y de dos dígitos respecto a los costos de operación, que pudieran afectar negativamente al flujo de caja, o bien, la falta de flexibilidad suficiente para reducir dichos costos en caso de ser necesario.

## **Contactos Fitch Ratings**

Astra Castillo (Analista Líder)  
Director  
Fitch México S.A. de C.V.  
Prol. Alfonso Reyes 2612,  
Monterrey, N.L. México

Alberto Santos (Analista Secundario)  
Director Senior

Glaucia Calp (Presidente del Comité de Calificación)  
Director Senior

Relación con medios: Denise Bichara, Monterrey, N.L. Tel: +52 (81) 8399 9100.  
E-mail: denise.bichara@fitchratings.com.

La calificación señalada fue solicitada por el emisor o en su nombre, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

Concesionaria Mexiquense, S.A. de C.V. ha informado a Fitch México, S.A. de C.V. que CONMEX 14U fue calificado, durante los 2 meses anteriores a la entrega del dictamen de esta asignación de calificación por Standard & Poor's, S.A. de C.V., quien otorgó la calificación 'mxAAA'. Esta calificación ha sido asignada y publicada; es decir es de conocimiento público.

La información utilizada para la asignación de las calificaciones incluye hasta el cierre de septiembre de 2013. Las proyecciones financieras fueron elaboradas con base en modelos que contemplan las variables más relevantes de la transacción, y que ofrecen la flexibilidad necesaria para sensibilizarlas en la medida que Fitch estime pertinente.

La información utilizada en el análisis de esta calificación, la cual consiste principalmente en título de concesión con todos sus anexos y modificatorios, información financiera histórica auditada, oficios de autorización de tarifas anuales, registros históricos de tráfico e ingreso, modelo financiero del emisor, reportes técnicos diversos y documentos legales de la transacción, fue proporcionada por Concesionaria Mexiquense, S.A. de C.V. y/o sus agentes y representantes y/u obtenida de fuentes de información públicas. Para mayor información sobre CONMEX 14U, así como para conocer el significado de la calificación asignada, los procedimientos para dar seguimiento a la calificación, la periodicidad de las revisiones, y los criterios para el retiro de la calificación, puede visitar nuestras páginas [www.fitchratings.mx](http://www.fitchratings.mx) y [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

La estructura y proceso de votación de los comités, y de calificación se encuentran en el documento denominado "Proceso de Calificación", el cuál puede ser consultado en nuestra página web [www.fitchratings.mx](http://www.fitchratings.mx) en el apartado "Regulación".

En caso de que el valor o la solvencia del emisor se modifiquen en el transcurso del tiempo, la calificación puede modificarse al alza o a la baja, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de Fitch México.

La calificación mencionada, constituye una opinión relativa sobre la calidad crediticia de la estructura, con base al análisis de su trayectoria, sin que esta opinión sea una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier instrumento colocado en el mercado de valores.

La información y las cifras utilizadas para la determinación de esta calificación, de ninguna manera son auditadas por Fitch México, S.A. de C.V., por lo que su veracidad y autenticidad son responsabilidad de la emisora y/o de la fuente que las emite.

Metodologías aplicadas:

- Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (Julio 19, 2013);
- Metodología de Calificación para Autopistas de Cuota, Puentes y Túneles (Noviembre 14, 2013).

---

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTAN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.MX](http://WWW.FITCHRATINGS.MX). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTAN TAMBIEN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CODIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTA BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNION EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.