

Fitch Ratifica las Calificaciones de la Deuda de Concesionaria Zonalta

Fitch Ratings - Monterrey, N.L. - (Noviembre 19, 2014): Fitch Ratings ratificó las calificaciones en escala nacional de 'AA(mex)vra' a la emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios ZONALCB 06U, de 'A(mex)vra' a la emisión ZONALCB 06-2U, y de 'B-(mex)vra' a la emisión ZONALCB 06-3U. La Perspectiva es Estable para las tres emisiones. El total de la deuda se encuentra respaldada por los flujos que genera la autopista de cuota El Altar - Santa Ana, en Sonora.

La calificación 'AA(mex)vra' refleja el riesgo proveniente de un activo cuyo desempeño histórico ha sido altamente volátil y decreciente en los últimos 4 años pero que es mitigado, en su mayor parte, por un indicador sólido de cobertura de largo plazo (LLCR, por sus siglas en inglés) en 1.79 veces (x), según el caso base de Fitch. La actualización tarifaria adecuada que lleva a cabo anualmente el concesionario, junto con un control firme de gastos de operación y mantenimiento, también han contribuido a mitigar el riesgo de tráfico. Las calificaciones 'A(mex)vra' y 'B-(mex)vra' reflejan los distintos grados de subordinación existentes entre las tres series de deuda.

FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

Riesgo de Ingreso: Volumen - Alto

Tendencia decreciente en los niveles de tráfico. La autopista conecta con Puerto Peñasco, Son., destino turístico que ha sufrido una desaceleración profunda derivada parcialmente de la recesión en Estados Unidos, lo cual ha afectado la demanda vehicular de la autopista desde 2008. Así mismo, ha resentido las condiciones de inseguridad que desde hace tiempo prevalecen en la zona norte del país. Fitch espera una recuperación en los niveles de tráfico e ingreso a medida que la situación económica mejore, sobre todo porque la competencia es mínima y la autopista captura más de 90% del tráfico.

Riesgo de Ingreso: Precio - Medio

Incrementos tarifarios mitigan el riesgo de inflación. Históricamente y conforme a lo establecido en el Título de Concesión correspondiente, las tarifas se han actualizado cada año de acuerdo a la inflación. Estos incrementos recurrentes y oportunos contribuyen a que el flujo generado por la operación de la autopista mantenga su valor a través del tiempo lo que favorece el cumplimiento del servicio de la deuda.

Riesgo de Desarrollo y Renovación de Infraestructura - Medio

Programa de mantenimiento actualizado. El activo ha recibido mantenimiento de acuerdo a sus necesidades específicas. En junio de 2012, el concesionario y la Secretaría de Comunicaciones y Transportes (SCT) acordaron desarrollar un plan de inversiones en mantenimiento mayor a ejecutarse en el período 2012-2014, mismo que terminó en julio de 2014. De acuerdo al concesionario, se espera que dichas inversiones extiendan la vida útil de la autopista y contribuyan al crecimiento del aforo vehicular.

Riesgo de Estructura de Deuda - Medio para las emisiones preferente y subordinada; Alto para la emisión convertible

Estructura de deuda flexible. La deuda se distribuye en tres tramos con amortización al vencimiento y prepagos permitidos sin penalización. La capitalización de intereses es posible durante los primeros 3 años para las series preferente y subordinada, y durante toda la vida del bono convertible. La reserva para servicio de deuda de seis meses es inferior al promedio de la industria. No existe riesgo de volatilidad en tasas de interés y la exposición a la inflación está mitigada razonablemente. Existe riesgo de refinanciamiento, especialmente para la serie convertible.

Métricas:

Resultados financieros mixtos. El apalancamiento elevado de la estructura está distribuido entre las tres series. El bono preferente depende, en menor medida, del crecimiento en tráfico. Dadas las características estructurales, la deuda preferente tiene un margen amplio de liquidez y, por el contrario, los bonos subordinados cuentan con un espacio más limitado para llevar a cabo sensibilizaciones. Bajo el caso base de Fitch, las emisiones preferente y subordinada mantienen un LLCR de 1.79x y 1.27x, respectivamente.

Transacciones Comparables:

ZONALCB 06U es comparable con las emisiones MAYACB 12 y 12U (MAYACB) calificadas también en

'AA(mex)vra' con Perspectiva Estable, y con atributos en niveles similares. A pesar de que las dos transacciones mantienen LLCRs robustos (1.79x vs. 1.68x, respectivamente), las calificaciones asignadas consideran que el riesgo de volumen de tráfico es elevado en ambos casos, en comparación con otras autopistas. Mientras que el tráfico de MAYACB está expuesto a la volatilidad inherente a una carretera cuyo desempeño está vinculado principalmente al sector turístico, el tráfico de ZONALCB 06U presenta una tendencia decreciente desde hace 4 años, a resultado de una combinación de factores como el entorno económico y la inseguridad regional, entre otros. De acuerdo al indicador Deuda/Ebitda, las estructuras mantienen niveles de endeudamiento en 6.77x (MAYACB) y 8.80x (ZONALCB 06U).

Actualización de los Créditos:

En las cuatro fechas de pago transcurridas desde que la deuda original fuera reestructurada en junio de 2012, el flujo disponible fue suficiente para cubrir con la totalidad de los intereses devengados por las series preferente y subordinada en cada una de las fechas de pago. A pesar de que la estructura puede capitalizar intereses durante los primeros años, no fue necesario ejercer esta alternativa. En los últimos cuatro pagos semestrales se realizaron amortizaciones anticipadas a la deuda preferente por 7.4 millones de Unidades de Inversión (Udis), que representaron 4.3% del monto original. Comparado con las proyecciones base elaboradas por Fitch, el monto de prepagos ha sido superior en 1.4 millones de Udis. Por su parte, la serie convertible capitalizó el interés devengado, de acuerdo a lo establecido en el título respectivo.

A junio de 2014, el Fondo de Reserva para Mantenimiento Mayor mantiene en balance MXN32.0 millones; mientras que el Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda cuenta con un saldo de MXN22.9 millones. Ambos están en línea con los montos mínimos requeridos.

En 2013, el Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) mostró un crecimiento en términos reales de 17.1%, respecto al año anterior, lo que registró ingresos por MXN176.3 millones. Durante los primeros ocho meses de 2014, la autopista generó MXN125.8 millones, cifra 6.1% superior a la registrada en el mismo período de 2013 y equivalente a un crecimiento real de 2.1%. Este incremento se debe en mayor medida al aumento tarifario promedio de 6.2% aplicado en marzo de 2014. Por otra parte, la mezcla de tráfico ha beneficiado al ingreso, dado que en los primeros ocho meses de 2014 la participación de vehículos pesados pasó de 37.3% en 2013 a 39.1%.

Al cierre de 2013, el Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) se ubicó en los 3,973 vehículos, una disminución de 2.4% respecto al año anterior. A agosto de 2014, el TPDA es de 4,011 vehículos, lo que representa una caída de 0.3% con relación a los primeros ocho meses de 2013.

Fitch construyó su escenario base considerando, entre otras, las siguientes variables: i) Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de tráfico a razón de 1.3% para el período 2015 a 2034; ii) incremento real de 5.0% a los gastos de operación y mantenimiento mayor presupuestados; y iii) rezago de 5.0% a la actualización tarifaria por inflación, en todos los años. La inflación utilizada fue de 4.0% fijo.

El resultado fue que las series preferente y subordinada son completamente pagadas con LLCR de 1.79x y 1.27x, respectivamente, al tiempo que la serie subordinada es liquidada seis meses antes de su vencimiento. La serie convertible no es amortizada en su totalidad, y concluye el plazo con un saldo pendiente por 145.7 millones de Udis; monto mayor incluso al emitido, como consecuencia de la constante capitalización de intereses. Fitch considera que, para liquidar la serie convertible en tiempo y forma, la generación de flujo de efectivo tendría que ser significativamente mayor a la proyectada en el escenario base.

Para el escenario de estrés se consideraron, entre otras, las siguientes variables: i) TMAC de tráfico de 1.1% para el período 2015 a 2034; ii) incremento real de 7.0% a los gastos de operación y mantenimiento mayor presupuestados; y iii) rezago de 5.0% en todos los años y 10.0% cada 10 años a la actualización tarifaria por inflación. La inflación utilizada fue de 4.0% fijo.

El resultado fue que la serie preferente es liquidada al vencimiento, mientras que la serie subordinada es pagada seis meses antes de finalizar el plazo de la emisión, con LLCR de 1.58x y 1.13x. La serie convertible no logra amortizarse a la fecha de vencimiento, al mantener un monto pendiente por 246.9 millones de Udis.

Adicionalmente, se buscó el crecimiento mínimo de tráfico que se requeriría para que, asumiendo que el

resto de las variables se mantienen constantes, la deuda preferente pudiera ser pagada. Se encontró que un crecimiento de 0.4% anual fijo sería suficiente. Para observar un pago completo no sólo de la serie preferente sino también de la subordinada, dicha cifra debería incrementarse a 0.8%.

La cobertura de largo plazo o LLCR resulta 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, entre el saldo vigente de la deuda.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Entre los principales factores que, individual o colectivamente, podrían llevar a una acción negativa de calificación, se encuentran: i) reducciones en el nivel de tráfico; ii) rezagos en la actualización tarifaria; iii) un aumento en los gastos operativos que fuera recurrente y superior al presupuesto; e iv) independientemente de la causa que lo origine, un deterioro en el flujo de efectivo disponible para servir deuda, que resultara en que la cobertura base esperada en el largo plazo fuera inferior a 1.50x, para la serie preferente.

Una mejoría en las calificaciones pudiera darse si el flujo disponible para servir deuda mejorara a un punto tal que el LLCR del caso base de Fitch resultara superior a 1.90x, para la serie preferente ZONALCB 06U.

Contactos Fitch Ratings:

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

Astra Castillo (Analista Secundario)
Director

Alberto Santos (Presidente del Comité de Calificación)
Senior Director

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

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

La información utilizada para la asignación de las calificaciones incluye hasta agosto de 2014. 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 última revisión de la calificación fue llevada a cabo en diciembre 4, 2013.

La información utilizada en el análisis de esta calificación, la cual consiste principalmente en la actualización de aforo e ingreso, ingresos y gastos del fideicomiso, presupuestos de gastos, saldos de los fondos y estructura de la deuda, fue proporcionada por Concesionaria Zonalta, S.A. de C.V., Inbursa División Fiduciaria y/u obtenida de fuentes de información públicas. Fitch no valida ni certifica la información relevante proporcionada por las diferentes partes, a efecto de otorgar sus calificaciones. El significado de la calificación otorgada, así como la forma en que se determina ésta, los procedimientos para darle seguimiento, y la estructura y proceso de votación de los comités que la asigna y monitorea, se pueden encontrar en nuestros sitios de Internet www.fitchratings.mx y 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 cual puede ser consultado en nuestra página web 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, en 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.

Metodología aplicada:

- 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).