

## Fitch Ratifica la Calificación de la Emisión de la Autopista Tenango – Ixtapan de la Sal

---

**Fitch Ratings - Monterrey, N.L. - (Noviembre 25, 2014):** Fitch Ratings ratificó la calificación en escala nacional de 'AA+(mex)vra' con Perspectiva Estable a la emisión de los Certificados Bursátiles Fiduciarios con clave TENIXCB 14U. La deuda está respaldada por los flujos que genera la operación de la autopista Tenango - Ixtapan de la Sal, en el Estado de México.

La calificación 'AA+(mex)vra' refleja el riesgo proveniente de un activo que es usado principalmente para viajes turísticos y cuyo desempeño histórico ha sido altamente volátil, el cual se compensa en buena parte por un indicador sólido de cobertura de largo plazo (LLCR, por sus siglas en inglés) de 1.71 veces (x) según el caso base de Fitch, que resulta en una amortización completa de la deuda varios años antes de su vencimiento legal.

### FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

#### Riesgo de Ingreso: Volumen - Débil

**Activo Mayormente Turístico.** La autopista conecta al municipio de Tenango con Ixtapan de la Sal, un centro de descanso y recreación cercano a la ciudad de Toluca; también, facilita el traslado de productos agrícolas y de floricultura. Debido a que esta vía se usa para viajes con fines predominantemente turísticos es más vulnerable, que aquellas vías utilizadas para otros fines, tanto a los movimientos de la economía como a patrones de consumo que podrían ser cambiantes en el largo plazo. Desde 2009, su tráfico ha sido relativamente volátil.

#### Riesgo de Ingreso: Precio - Medio

**Autorización de Incremento Extraordinario de Tarifas.** Según el título de concesión, las cuotas de peaje se pueden actualizar anualmente al nivel de la inflación, o cuando el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) en México supere 5.0% en un año. Sin embargo, en octubre de 2012, se autorizó un incremento extraordinario en términos reales a aplicarse anualmente hasta 2016.

#### Riesgo de Desarrollo y Renovación de Infraestructura - Medio

**Plan de Inversiones Actualizado.** La autopista se mantiene en condiciones físicas adecuadas y está en proceso de ampliarse de dos a cuatro carriles. Se desarrolló un plan nuevo de mantenimiento mayor, el cual cubre hasta el año 2054, con el fin de cumplir con los requerimientos asociados a la última modificación de la concesión. Además, se cuenta con un fondo de reserva de mantenimiento mayor (FRMM), equivalente a los siguientes 12 meses del programa de gasto.

#### Riesgo de Estructura de Deuda - Fuerte

**Estructura de Deuda Flujo Cero.** La deuda está denominada en Unidades de Inversión (Udis) a tasa de interés real, lo cual mitiga el riesgo de volatilidad de tasa de interés. Todos los excedentes de efectivo se utilizarán para hacer amortizaciones anticipadas de principal. Según las proyecciones de Fitch, esta estructura permite que la deuda se liquide varios años antes del vencimiento legal.

#### Métricas:

Las coberturas proyectadas son consistentes con las emisiones de niveles similares de calificación, así como con la metodología aplicable. En el caso base de Fitch, el LLCR es de 1.71x y, en el caso de estrés, 1.43x. Bajo los contextos mencionados, la deuda se amortizaría totalmente 14.5 y 12.5 años antes de su vencimiento legal, respectivamente. La estructura incluso tolera escenarios extremos en los cuales el tráfico se proyecta con una tasa media anual de crecimiento (TMAC) negativa.

#### Transacciones Comparables:

TENIXCB 14U es comparable con las emisiones MAYACB 12 y 12U, calificadas en 'AA(mex)vra' con Perspectiva Estable. Ambas emisiones cuentan con atributos de ingreso, precio, desarrollo y renovación de infraestructura similares. El riesgo de volumen de tráfico es elevado para ambos ya que su desempeño está vinculado principalmente al del sector turístico. A pesar de que las dos emisiones tienen LLCRs similares (1.71x vs 1.68x), TENIXCB 14U tiene un nivel de calificación mayor debido a que su estructura de deuda es más sólida y flexible. Esto le permite capitalizar intereses y tener sólo un pago obligatorio al final de la emisión con amortizaciones anticipadas. Además, TENIXCB 14U es totalmente

amortizada 12.5 años antes de su vencimiento en el caso base, lo que le proporciona flexibilidad a la estructura ante un escenario adverso en algún año determinado.

## **Actualización de los Créditos:**

TENIXCB 14U se colocó en febrero 2014 a plazo de 30 años y tasa fija de 5.0%, por 158.1 millones de Udis. Si bien el pago de principal es obligatorio hasta el final del plazo, existe una curva de amortización indicativa no obligatoria que aplica desde la fecha de emisión hasta diciembre de 2034, lapso denominado "Plazo Estimado". Una vez terminado el Plazo Estimado, la estructura funciona como flujo cero sin tabla de pagos indicativa. La capitalización de intereses está permitida durante toda la vida de la emisión, cuando el flujo disponible sea insuficiente para cubrir este concepto. Una vez que haya transcurrido el Plazo Estimado, la tasa de interés se incrementará en cien puntos base. Durante cada período, los flujos que resulten excedentes serán abonados al Fondo de Remanentes. La totalidad de estos recursos se utilizará para el pago anticipado de principal.

De acuerdo con la última modificación del Título de Concesión en octubre de 2012, la Secretaría de Comunicaciones del Estado de México (SCEM) le reconoció al concesionario un aumento de 30 años en el plazo original de este, hasta diciembre de 2054. Además, le autorizó modificar las tarifas base de acuerdo con un programa diferido entre los años 2013 a 2016. El incremento tarifario de 2013 fue aplicado cabalmente, sin embargo, el aumento tarifario de 2014 se aplicó parcialmente en el mes de enero. De acuerdo con el concesionario, la parte del aumento de 2014 que quedó pendiente de aplicar, se agregará al incremento correspondiente al año siguiente, por lo que se hará efectiva a partir del 20 de enero de 2015.

Dada su naturaleza preponderantemente turística y en segundo lugar comercial, desde 2009 la autopista presenta un comportamiento volátil. A diciembre de 2013, el Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) ponderado, fue de 5,425 vehículos, lo que representa un decremento de 5.2% con relación al año previo. De enero a septiembre de 2014, el TPDA fue de 5,259 vehículos, 4.0% inferior al mismo período de 2013. Cabe señalar que la disminución del TPDA observada en el año actual es menor al de 5.6% esperado por Fitch. Lo anterior se debe principalmente a que una parte de la actualización tarifaria del 2014, por concepto de inflación, se pospuso hasta el 2015 lo que derivó en un impacto por elasticidad menor al esperado. El efecto neto en el ingreso fue positivo.

El Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) de 2013 fue de MXN405.1 miles en términos reales, lo cual representa un decremento de 1.8% real con respecto a 2012. De enero a septiembre de 2014, el IPDA aumentó 1.9%, ubicándose en MXN418.2 mil en términos reales en comparación con el mismo período en 2014. Siguiendo la tendencia del comportamiento del aforo vehicular, el ingreso en 2014 ha sido superior al esperado por Fitch, incrementándose 1.9% en lugar del -0.4% esperado.

Para esta revisión, el escenario base de Fitch asumió una TMAC en aforo vehicular de 1.7% para el período 2014–2043. Los gastos de operación y mantenimiento mayor se incrementaron en 5.0% real respecto al monto anual presupuestado, durante todos los años. Se consideró el aumento extraordinario de tarifas de acuerdo a lo previsto por el concesionario, el cual representa un 30% de incremento real distribuido entre 2013 y 2016. Asimismo, se asume que el rezago por inflación de este año será recuperado en 2014. Por su parte, las actualizaciones tarifarias se proyectaron de acuerdo a los niveles de inflación, con un rezago de 5.0% en cada período. La inflación se proyectó en 4.0% anual fijo.

El resultado de este escenario fue un pago completo de la deuda en junio de 2029, es decir, 14.5 años antes del vencimiento legal. Considerando el monto de la deuda total, el escenario resulta en un LLCR de 1.71x.

Por su parte, el escenario de estrés asumió una TMAC de 0.9% de aforo vehicular para el período 2014–2043. Los gastos de operación y de mantenimiento mayor se incrementaron 7.5% real respecto al monto anual presupuestado, durante todos los años. Con respecto a las actualizaciones tarifarias, se proyectaron igual que en el caso base con la excepción de un rezago de 10.0% en los años 2023 y 2033. Los intereses ganados por la inversión temporal de los recursos existentes en el Fideicomiso Emisor, se calcularon a razón de inflación -1.0%. La inflación se proyectó en 4.0% anual.

El resultado de este escenario fue un pago completo de la deuda total en junio de 2031 (12.5 años antes de su vencimiento) y un LLCR de 1.43x.

Se corrieron diversos escenarios adicionales de estrés, en los que se observa que la transacción provee un margen amplio para estresar los niveles de tráfico. La estructura soporta una caída de tráfico en el año 10 de 44%, o un crecimiento negativo de -0.9% por un período sostenido de tiempo.

Es importante comentar que cada uno de los escenarios de tráfico asignados consideró reducciones de tráfico para los años 2014, 2015 y 2016, durante los cuales se espera que el concesionario incremente las cuotas de peaje a nivel de inflación más un ajuste en términos reales. Además se consideró que el desfase de incremento de tarifas por inflación de 2014 será recuperado de acuerdo al concesionario, en 2015.

El 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.

La concesión de la autopista está a favor de Autopista Tenango - Ixtapan de la Sal, S.A. de C.V. (ATISA) y es operada por Opervite S.A. de C.V. Tanto el operador como el concesionario son empresas subsidiarias de Promotora y Operadora de Infraestructura, S.A. de C.V. (PINFRA).

## **SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES**

Una acción positiva de calificación se vislumbra poco probable debido a que ésta se encuentra en cierta forma limitada por las características del activo, que resultan en un atributo de riesgo de volumen débil.

Entre los principales factores que, individual o colectivamente, podrían llevar a una acción negativa de calificación, se encuentran: i) gastos de operación y mantenimiento mayor, que aumenten más de dos dígitos porcentuales por encima de la inflación durante un período prolongado; ii) actualización de cuotas de peaje por debajo del nivel esperado de acuerdo al programa de incrementos extraordinarios de tarifas 2013-2016 que le fue autorizado al concesionario; y iii) un debilitamiento de la flexibilidad financiera en general, si éste resulta en un LLCR bajo las premisas del caso base de Fitch por debajo de 1.60x.

### **Contactos Fitch Ratings:**

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

Astra Castillo (Analista Secundario)  
Director

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 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 septiembre 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 de TENIXCB 14U fue llevada a cabo en febrero 5, 2014.

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 Autopista Tenango - Ixtapan de la Sal, S.A. de C.V., Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero, Fiduciario 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](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 cual 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, 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.

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).