

Fecha de Publicación: 15 de diciembre de 2014

## Fundamento de la Calificación

# S&P confirma calificaciones de 'mxAAA' de las emisiones del Fideicomiso 1496, y la calificación de deuda subordinada de 'mxAA' del Fideicomiso 00874 (Sarre y Pápagos)

Contactos analíticos:

Álvaro Astarloa, México, 52 (55) 5081-4454; [alvaro.atarloa@standardandpoors.com](mailto:alvaro.atarloa@standardandpoors.com)

Veronica Yáñez, México, 52 (55) 5081-4485; [veronica.yanez@standardandpoors.com](mailto:veronica.yanez@standardandpoors.com)

## Resumen

- Durante el segundo año de operaciones, los dos proyectos de infraestructura social, Sarre y Pápagos, redujeron los niveles de deducciones y los gastos de operación y mantenimiento.
- Confirmamos nuestra calificación de 'mxAAA' de las emisiones de deuda senior garantizada por un monto de MXN7,260 millones, y también confirmamos nuestra calificación de largo plazo en escala nacional de 'mxAA' de los certificados bursátiles subordinados (PSBCB 12U) por MXN1,700 millones.
- La perspectiva estable sobre las calificaciones de las emisiones preferentes y subordinada refleja nuestra expectativa de que los pagos provenientes del contrato de prestación de servicios (CPS) con la Secretaría de Gobernación (SEGOB), que servirán como fuente de pago del servicio de la deuda, se mantendrán estables, debido a la normalización en las deducciones del proyecto de Sarre y Pápagos.

## Acción de Calificación

México, D.F., 15 de diciembre de 2014.- Standard & Poor's confirmó hoy sus calificaciones de deuda en escala nacional –CaVal– de 'mxAAA' y de 'mxAA' de las emisiones de deuda senior garantizada (PASACB 11, PASACB 11U y PASACB 12) por \$7,260 millones de pesos (MXN) que se emitieron a través del Fideicomiso 1496, constituido por Sarre Infraestructura y Servicios, S.A. de C.V. y Pápagos Servicios Para la Infraestructura, S.A. de C.V. (no calificadas); y de la emisión de deuda subordinada (PSBCB 12U) por \$1,700 millones de pesos (MXN) del proyecto de infraestructura social, que se emitieron a través del Fideicomiso 00874 constituido por Sarre y Pápagos.

## Fundamento

Los certificados de deuda (PASACB 11, PASACB 11U y PASACB 12) están respaldados por los derechos de pago de dos contratos de prestación de servicio (CPS) de largo plazo que los contratistas, Sarre y Pápagos, firmaron con la SEGOB, quien absorbió las funciones de la antes Secretaría de Seguridad Pública (SSP), de México para la construcción y la operación de infraestructura social. Por su parte, los certificados de deuda (PSBCB 12U) están respaldados por los derechos de Sarre y Pápagos como fideicomisarios en segundo lugar después del Fideicomiso Sarre y Pápagos (Fideicomiso 1496) a los flujos excedentes después de realizarse el pago de deuda senior y fondear las reservas de este Fideicomiso.

Las calificaciones incorporan los siguientes factores:

- La estabilidad y la predictibilidad de los flujos de caja para el servicio de la deuda, ya que el proyecto recibe pagos mensuales netos de deducciones por parte de la SEGOB;
- El proyecto tiene un bajo riesgo operativo y no está expuesto al riesgo de mercado;
- Reservas para el servicio de la deuda y para los gastos de operación y el pago de mantenimiento de seis meses tanto para la deuda preferente como para la emisión subordinada;
- El pago de la emisión del Fideicomiso 00874 está subordinado al pago de la deuda senior emitida por el Fideicomiso 1496, y
- Tanto la deuda preferente como la deuda subordinada de Sarre y Pápagos vencen pocos meses antes que el vencimiento de los CPS, lo que aumenta el riesgo de refinanciamiento ante un escenario de estrés en el desempeño financiero.

## **Fase de operación**

En diciembre de 2010, la SEGOB otorgó dos contratos de prestación de servicios por 22 años cada uno a dos subsidiarias de ICA, Sarre y Pápagos, para la construcción, el mantenimiento, y la provisión de servicios auxiliares de dos instalaciones de infraestructura social en México. Los proyectos se consideran de importancia estratégica para la Secretaría.

La construcción de ambos proyectos se finalizó en septiembre de 2012, dentro de los plazos contractuales. El periodo de operación de ambos proyectos comenzó durante el último trimestre de 2012, y por lo tanto el Fideicomiso empezó a recibir los pagos de la SEGOB a partir de ese periodo.

Durante la etapa de operación, los contratos contemplan un pago mensual fijo que se ajustará en línea con la inflación para compensar a Sarre y Pápagos por la construcción y los servicios proporcionados a las instalaciones. Los pagos del servicio están sujetos a una deducción máxima de hasta 12% durante los primeros 16 años y de 30% posteriormente; estos dependen de la disponibilidad y del desempeño de los servicios prestados. Dichos pagos constituyen una obligación de pago de la SEGOB y no están sujetos al riesgo de precio o volumen, lo que provee de mayor estabilidad en la generación de flujo de efectivo de la estructura. La mayor parte de los servicios los proporcionarán subcontratistas. Los contratos entre Sarre y Pápagos y los subcontratistas reflejan las mismas condiciones de los CPS. Además, los contratos son a precio fijo y aumentan solamente con la inflación, lo que limita el riesgo de que se presente un sobrecosto durante el periodo de operación.

Durante los últimos 12 meses de operación, los pagos provenientes de la SEGOB tuvieron un deducción promedio de 1.23% y 1.15% para Sarre y Pápagos, respectivamente y los gastos de operación fueron menores a lo proyectado inicialmente por ICA. Bajo nuestro escenario base, que considera un 25% de las deducciones máximas durante la vida del CPS, es decir un 3% durante los 16 primeros años y un 7.5% hasta el final del contrato, la cobertura del servicio de deuda (DSCRs, siglas en inglés para *debt service coverage ratio*) mínimo de la emisión preferente si situó en 1.15 veces (x) y el mínimo del combinado de la emisión preferente y subordinada en 1.10x. Las coberturas medias de servicio de la deuda se situaron en 1.54x para la emisión preferente y en 1.44x para el conjunto de la emisión preferente y subordinada. La diferencia en la cobertura mínima con el año anterior se debe a la incorporación de los datos reales de inflación durante el 2013, ya que las coberturas del servicio de la deuda son particularmente sensibles a cambios en los supuestos de inflación.

Todos los derechos de los CPS, incluyendo los pagos mensuales y el pago en caso de terminación anticipada atribuible a cualquiera de las partes o por causas de fuerza mayor y en cualquier etapa del proyecto, fueron cedidos al Fideicomiso 1496 como parte de su patrimonio. El Fideicomiso emitió MXN7,260 millones en certificados de deuda senior garantizados a tasa fija con vencimiento en abril del 2032 en dos series (*tranches*) para financiar la construcción de ambos proyectos de infraestructura social para la SSP, la cual fue absorbida posteriormente por la SEGOB. Los derechos a los flujos excedentes después del servicio de deuda y fondeo de reservas en caso necesario del Fideicomiso 1496 fueron cedidos por Sarre y Pápagos al Fideicomiso 00874 para el pago de la deuda subordinada emitida por dicho fideicomiso. El Fideicomiso 00874 emitió el equivalente de hasta MXN1,700 millones en Unidades de Inversión (UDIs) a tasa fija y con vencimiento en mayo de 2032. Consideramos que el riesgo de inflación generado por la emisión en UDIs se ve mitigado en cierta medida por el hecho de que los pagos provenientes de la SEGOB durante el periodo de operación se ajustarán por la tasa de inflación.

## **Contraparte**

Existe una contraparte que representa una limitante para las calificaciones de las emisiones preferentes y subordinada de Sarre y Pápagos, ya que los pagos por disponibilidad que recibe el proyecto y que constituyen el flujo de caja para el servicio de la deuda los realiza la SEGOB. En particular, si la calificación de México (escala global, BBB+/Estable/A-2, y en escala nacional, mxAAA/Estable/--) sufriera una baja pudiera afectar las calificaciones de la deuda preferente y subordinada.

## **Modificadores**

Los modificadores tienen un impacto neutral en la evaluación de las operaciones para la deuda preferente y un impacto negativo en el caso de la deuda subordinada. Tanto la deuda preferente como la deuda subordinada presentan un desempeño en línea con sus respectivas categorías de calificación en nuestro escenario a la baja. Los supuestos de nuestro escenario a la baja incluyen un aumento del 25% al 50% de deducciones máximas durante la vida del CPS, y un aumento en los gastos operativos y de mantenimiento. A pesar del aumento en las deducciones, el efectivo disponible para el servicio de deuda aún presenta un DSCR de más de 1.0x tanto para la deuda preferente como para el combinado de la deuda preferente y subordinada de Sarre y Pápagos.

## **Liquidez**

La liquidez de las emisiones tanto preferente como subordinada son 'neutrales'. La deuda preferente y la deuda subordinada se benefician de un fondo de reserva que cubre seis meses el servicio de la deuda y de una reserva que cubre seis meses de gastos de operación y mantenimiento.

## **Perspectiva**

La perspectiva estable de las emisiones de deuda preferentes y de la emisión de deuda subordinada de Sarre y Pápagos refleja nuestra expectativa de que los ingresos del proyecto de infraestructura social continuarán presentando una tendencia estable debido a la normalización en las deducciones fruto de una mayor experiencia del operador del proyecto, lo que permitirá que este genere un flujo de efectivo estable para el servicio de la deuda. Consideramos que el DSCR promedio se ubicará en torno a 1.54x durante la vida de la deuda preferente y en torno a 8.25x durante la vida de la deuda subordinada.

## **Escenario positivo**

Podríamos subir la calificación de la emisión subordinada, en el caso que el operador del proyecto de Sarre y Pápagos mantenga un nivel de deducciones en niveles de 1% durante dos años consecutivos y los niveles de inflación se mantengan en línea con nuestras expectativas.

## **Escenario a la baja**

Cualquier disminución en el efectivo disponible para el servicio de la deuda normalmente provocados por aumentos significativos en las deducciones aplicadas a Sarre y Pápagos o incrementos de deuda que deriven en DSCRs menores a 1.10x al nivel de la deuda preferente, podrían llevarnos a bajar la calificación tanto de la emisión preferente como de la emisión subordinada.

## **Resumen de las calificaciones**

### **SACP de la fase de operaciones (deuda preferente, F/1496)**

- Evaluación de negocio de la fase de operaciones: 2 (de 1 a 12; donde 1 es el más fuerte)
- Impacto a la baja sobre el SACP preliminar: Positivo
- Impacto de la estructura de capital y del DSCR promedio en el SACP preliminar: Positivo
- Liquidez: Neutral
- Evaluación del análisis comparativo de calificaciones: Neutral

### **Modificadores (deuda preferente, F/1496))**

- Vinculación a controladora: Desvinculada
- Protección estructural: Neutral

### **SACP de la fase de operaciones (deuda subordinada, F/00874)**

- Evaluación de negocio de la fase de operaciones: 2 (de 1 a 12; donde 1 es el más fuerte)
- Impacto a la baja sobre el SACP preliminar: Positivo
- Impacto de la estructura de capital y del DSCR promedio en el SACP preliminar: Positivo
- Liquidez: Neutral
- Evaluación del análisis comparativo de calificaciones: Neutral

### **Modificadores (deuda subordinada, F/00874)**

- Vinculación a controladora: Desvinculada
- Protección estructural: Neutral

## Criterios

- 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.
- Metodología para financiamiento de proyectos – fase de construcción, 15 de noviembre de 2013.
- Metodología: Estructura de la transacción de financiamientos de proyectos, 16 de septiembre de 2014.
- Factores Crediticios Clave para el Financiamiento de Proyectos de Infraestructura Social, Alojamiento y Entretenimiento, 16 de septiembre de 2014.
- Metodología para contraparte de construcción y operaciones de financiamiento de proyectos, 20 de diciembre de 2011.
- Metodología y supuestos para el marco de riesgo de contraparte, 25 de junio de 2013.

## Artículos Relacionados

- Principios de las Calificaciones Crediticias, 16 de febrero de 2011.
- Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia, 15 de mayo de 2014.
- Escala Nacional (CaVal) – Definiciones de Calificaciones, 24 de octubre de 2013.
- ¿Por qué los mercados de capitales podrían ser pronto una fuente clave para el financiamiento de infraestructura en México?, 2 de septiembre de 2014.
- S&P coloca calificaciones en escala nacional de emisiones mexicanas de financiamiento de proyectos bajo observación por criterios por aplicación de nuevos criterios, 21 de octubre de 2014.
- S&P retira su identificador Bajo Observación por Criterios de calificaciones en escala nacional de emisiones mexicanas de financiamiento de proyectos, 28 de octubre de 2014.

## Información Regulatoria Adicional

1) *Información financiera al 30 de septiembre de 2014.*

2) *La calificación se basa en información proporcionada a Standard & Poor's 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 del financiamiento, estructura legal, contratos de construcción y acuerdos de operación, modelo financiero, información prospectiva –por ejemplo, proyecciones financieras-, información de 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) *Standard & Poor's ha recibido ingresos de Sarre Infraestructura y Servicios, S.A. de C.V. y Pápagos Servicios Para la Infraestructura, S.A. de C.V. por concepto de servicios diferentes a los de calificación (Rating Evaluation Services – RES) durante el presente año calendario (información actualizada al 15 de diciembre de 2014) y tales ingresos representan un 39.74% de los ingresos por servicios de calificación.*

Copyright © 2014 por Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P). Todos los derechos reservados. Ninguna parte de esta información puede ser 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 autorización previa por escrito de S&P. S&P, sus filiales y/o sus proveedores tienen derechos de propiedad exclusivos en la información, incluyendo las calificaciones, análisis crediticios relacionados y datos aquí provistos. Esta información no debe usarse para propósitos ilegales o no autorizados. Ni S&P, ni sus filiales ni sus proveedores o directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad de la información. S&P, sus filiales o sus proveedores y directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes no son responsables de errores u omisiones, independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso de tal información. S&P, SUS FILIALES Y PROVEEDORES NO EFECTÚAN GARANTÍA EXPLÍCITA O IMPLÍCITA ALGUNA, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR. En ningún caso, S&P, sus filiales o sus proveedores y directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes serán responsables frente a terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualquier uso de la información contenida aquí incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Las calificaciones y los análisis crediticios relacionados de S&P y sus filiales y las declaraciones contenidas aquí son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna. S&P no asume obligación alguna de actualizar toda y cualquier información tras su publicación. Los usuarios de la información contenida aquí no deben basarse en ella para tomar decisiones de inversión. Las opiniones y análisis de S&P no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza tareas de auditoría ni asume obligación alguna de revisión o verificación independiente de la información que recibe. S&P mantiene ciertas 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 relación a cada uno de los procesos analíticos.

*S&P Ratings Services recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis crediticios relacionados, 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](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) (gratuitos) y en [www.ratingdirect.com](http://www.ratingdirect.com) y [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (por suscripción) y podrán 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](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).*