

Fitch Ratifica las Calificaciones de las Emisiones de las Autopistas de Chihuahua

Fitch Ratings - Monterrey, N.L. - (Junio 15, 2015): Fitch Ratings ratifica la calificación en escala nacional de 'AAA(mex)vra' con Perspectiva Estable a las emisiones CHIHCB 13 y CHIHCB 13-2 y de 'AA+(mex)vra' con Perspectiva Estable a la emisión CHIHCB 13U, mismas que están respaldadas por los flujos que genera la operación de nueve autopistas ubicadas en el estado de Chihuahua.

Las calificaciones consideran, entre otros, la fortaleza de los activos, dada su ubicación y relevancia dentro de la red carretera del país; el historial operativo largo y favorable que han tenido las autopistas desde hace más de dos décadas, el cual muestra que, debido a que son usadas en gran medida para actividades comerciales, su comportamiento tiene una correlación elevada al de la economía nacional e internacional; las garantías parciales por parte del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras) con que cuentan las emisiones CHIHCB 13 y CHIHCB 13-2; y la expectativa de que el tráfico y el ingreso continúen mostrando un crecimiento moderado, pero estable, que resulte en coberturas de deuda en los niveles esperados bajo el caso base de Fitch.

FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

Activos Resistentes [Riesgo de Ingreso: Volumen - Fortaleza Media]:

Seis de los nueve tramos carreteros bursatilizados forman parte del troncal que conecta al centro y sur de México con Estados Unidos. A pesar de que el desempeño del activo depende, en gran medida, del entorno económico nacional y estadounidense debido a su uso para el comercio de exportación, las autopistas, en su mayoría, tienen en operación más de dos décadas y han superado dos crisis económicas. Además, cinco tramos son propiedad del estado de Chihuahua, por lo que pueden ser explotados a perpetuidad.

Actualización Oportuna de Tarifas [Riesgo de Ingreso: Precio - Fortaleza Media]:

Las cuotas de peaje pueden ser actualizadas semestralmente al nivel de la inflación. Aumentos extraordinarios pueden ser aprobados cuando el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) en México supere 5% en 1 año. No se observan rezagos relevantes en las tarifas. Descuentos promedio de alrededor de 10% son ofrecidos para quienes adquieren tarjetas de prepago, lo cual ha demostrado ser efectivo para atraer a un número mayor de usuarios, lo que trajo un efecto positivo en el ingreso total.

Plan Adecuado de Mantenimiento [Riesgo de Desarrollo y Renovación de Infraestructura - Fortaleza Media]:

Los nueve tramos se han mantenido conforme a sus necesidades específicas, a fin de que permanezcan en condiciones físicas adecuadas. El plan de mantenimiento se ajusta anualmente de acuerdo a los requerimientos ocasionados por el volumen de tráfico. El Fondo de Reserva para Mantenimiento Mayor (FRMM) deberá conservar el equivalente a los siguientes ocho meses del gasto programado.

Condiciones Estructurales Sólidas [Riesgo de Estructura de Deuda - Fortaleza Media]:

Tres emisiones con términos distintos donde el riesgo de volatilidad en tasas de interés se limita a una porción pequeña de la deuda total (8.3%). Cada emisión tiene su propio Fondo de Reserva para Servicio de Deuda (FRSD), que mantiene 12 meses de interés y principal. La deuda denominada en pesos cuenta con una garantía parcial por parte de Banobras. La distribución de remanentes está sujeta a que la cobertura natural de cada emisión alcance 1.20 veces (x). De requerirse, los flujos retenidos pueden usarse para cubrir el servicio de la deuda.

Métricas

Las coberturas proyectadas por Fitch son consistentes con emisiones en niveles similares de calificación, así como con la metodología aplicable. En el caso base de Fitch, la cobertura de largo plazo (LLCR, por sus siglas en inglés) es de 1.43x, 1.55x y 1.55x para la porción de deuda denominada en pesos a tasa fija, en pesos a tasa variable y en Unidades de Inversión (Udis), respectivamente.

Transacciones Comparables:

CHIHCB 13 y CHIHCB 13-2, calificadas en 'AAA(mex)' con Perspectiva Estable, se comparan con la deuda de Red de Carreteras de Occidente (RCO), también calificada en 'AAA(mex)' con Perspectiva

Estable. El nivel de endeudamiento, expresado como Deuda/EBTIDA, es de 9.51x y 7.53x para CHIHCB 13 y CHIHCB 13-2, y de 7.93x para RCO. Ambas transacciones presentan diversificación en sus activos.

CHIHCB 13U, calificada en 'AA+(mex)' con Perspectiva Estable, se compara con la emisión GANACB 11U de la autopista Amozoc - Perote, calificada en 'AA+(mex)', en Observación Negativa. Mientras que GANACB 11U tiene un LLCR ligeramente mayor (1.70x vs. 1.57x) y un menor nivel de endeudamiento (7.03x vs. 10.16x), CHIHCB 13U muestra mayor tolerancia ante diferentes escenarios de estrés. Ambas transacciones cuentan con todos sus atributos calificados con Fortaleza Media.

Actualización del Crédito

La deuda se emitió en septiembre de 2013 y está distribuida en tres emisiones con el mismo grado de prelación, pero con diferentes características:

- CHIHCB 13: MXN1,500 millones con vencimiento en agosto de 2028. Actualmente, el saldo es MXN1,475 millones. Tasa de interés nominal fija de 8.96% y amortización de capital de acuerdo a un calendario preestablecido. Le corresponde 12.3% del flujo disponible para servir deuda total.

- CHIHCB 13-2: MXN1,300 millones con vencimiento en agosto de 2028. El saldo a la fecha es de MXN1,271 millones. Tasa de interés nominal variable a TIEE91 más 170 puntos base (pb) y amortización de capital de acuerdo a un calendario preestablecido. Le corresponde 11.1% del flujo disponible para servir deuda total.

- CHIHCB 13U: 2,425.7 millones de Udis con vencimiento en agosto de 2038. El saldo a la fecha es de 2,389 millones de Udis. Tasa real fija de 5.95% y amortización de capital de acuerdo a un calendario preestablecido. Le corresponde 76.6% del flujo disponible para servir deuda total, mientras que las otras emisiones se encuentren vigentes. A partir de 2028, le corresponderá 100% de dichos recursos.

En cada período, los flujos que resultan excedentes son abonados al Fondo de Remanentes, y pueden ser liberados del mismo, si i) la cobertura de deuda es mayor a 1.20x para todas y cada una de las tres series, ii) no existe algún evento de incumplimiento en los términos del Contrato de Fideicomiso correspondiente, y iii) los fondos de reserva cuentan con el saldo objetivo.

En febrero de 2015, se realizó el tercer pago de cupón para las tres series, y se agotaron las coberturas naturales de deuda (sin considerar saldos iniciales) de 1.23x para CHIHCB 13, 1.99x para CHIHCB 13-2 y 1.31x para CHIHCB 13U. Las coberturas de deuda observadas en los tres pagos hechos hasta la fecha de este comunicado, se han presentado ligeramente mejores a las proyectadas por Fitch en su caso base, a consecuencia de un desempeño mejor de lo esperado por parte del activo, así como porque la tasa de referencia ha registrado niveles menores a los proyectados por esta agencia.

Banobras otorgó dos garantías de pago oportuno a efecto de cubrir parcialmente y hasta donde alcance, a las emisiones CHIHCB 13 y CHIHCB 13-2, hasta por un monto expuesto global equivalente a 15% del saldo insoluto de cada una. Las garantías pueden ser ejercidas una vez agotados los recursos del FRSD de la emisión de que se trate, así como por los que, en su caso, existan en el Fondo de Remanentes. Estas garantías son irrevocables, incondicionales y revolventes, y pueden ser dispuestas en cualquier momento dentro de la vida de las emisiones garantizadas. En caso de ser dispuestas, su repago será subordinado al servicio de la deuda, aunque preferente al resarcimiento del FRSD de dicha emisión.

A diciembre de 2014, el Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) fue de 38,688 vehículos, que representa un crecimiento de 3.8% con relación al año previo, superior a 1.7% proyectado por Fitch. Durante los primeros cuatro meses de 2015, el TPDA aumentó 4.9% con respecto al mismo período de 2014. En opinión del operador de las autopistas, este comportamiento favorable del aforo vehicular podría ser resultado de un incremento en actividad económica por parte de las maquiladoras, y del turismo bilateral con Estados Unidos, ambos factores beneficiados por una mejora en la percepción en seguridad.

El crecimiento del TPDA se ha reflejado en los ingresos, que en 2014 registraron un aumento nominal de 5.8% comparado con 2013, que equivale a 1.7% en términos reales, por debajo de 3.8% que creció el tráfico. Lo anterior se debe a que en los últimos meses se ha observado un cambio en la composición del aforo vehicular, que ahora muestra una proporción mayor de vehículos ligeros (automóviles), que son los que pagan las tarifas más bajas. De enero a abril de 2015, el ingreso aumentó 9.0% nominal comparado con el mismo período de 2014, equivalente a 5.8% en términos reales.

Para la revisión actual, el escenario base asumió una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de 1.8% para el tráfico conjunto de los nueve tramos carreteros durante el período 2014–2038, cifra consistente con la madurez del activo. Además, se consideró una mezcla de tráfico más cargada hacia los vehículos ligeros, lo que refleja la tendencia real de las autopistas. Se utilizó una corrida incremental de TIIE91 que inicia en 5.0% para 2014 y llega hasta 7.8% en 2028. Los gastos de operación y mantenimiento mayor se aumentaron en 5.0% real respecto al monto anual presupuestado, durante todos los años. Las tarifas se incrementaron a razón 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 y oportuno de la deuda en las emisiones.

- CHIHCB 13 resulta en una cobertura natural mínima de 1.25x y promedio de 1.38x, y LLCR de 1.43x.
- CHIHCB 13-2 resulta en una cobertura natural mínima de 1.46x y promedio de 1.56x, y LLCR de 1.55x.
- CHIHCB 13U resulta en una cobertura natural mínima de 1.29x y promedio de 1.57x, y LLCR de 1.55x.

El escenario de estrés asume una TMAC de 1.1% para el tráfico en conjunto de los nueve tramos carreteros durante el período 2014–2038. La proyección de tráfico incluye dos caídas de 4.0% en 2020 y 2030. Se utilizó la TIIE91 del escenario base más 0.5% anual, es decir 5.5% en 2014 para llegar hasta 8.3% en 2028. Los gastos de operación y de mantenimiento mayor se incrementaron 7.5% real respecto al monto anual presupuestado, durante todos los años. Las tarifas se incrementaron a razón de inflación, con un rezago de 10.0% en los años con declive en tráfico y 5.0% en el resto. La inflación se proyectó en 4.0% anual fijo.

El resultado de este escenario fue un pago completo y oportuno de la deuda en las emisiones.

- CHIHCB 13 resulta en una cobertura natural mínima de 1.16x y promedio de 1.29x, y LLCR de 1.34x.
- CHIHCB 13-2 resulta en una cobertura natural mínima de 1.29x y promedio de 1.41x, y LLCR de 1.46x.
- CHIHCB 13U resulta en una cobertura natural mínima de 1.22x y promedio de 1.38x, y LLCR de 1.40x.

Tanto en el escenario base como en el de estrés, las coberturas de CHIHCB 13 y CHIHCB 13-2 se ven robustecidas fuertemente por la garantía de Banobras, alcanzando niveles superiores a 2.0x, en promedio, en cada período.

Se corrieron escenarios diversos de estrés adicionales, en los que se observa que la transacción provee un margen considerable para estresar los niveles de tráfico. La estructura soporta una caída de casi 1% en tráfico durante cada año hasta el vencimiento de la deuda y, aun así, esta es liquidada en tiempo y forma.

La cobertura natural se calcula dividiendo el flujo disponible para servir deuda, es decir ingresos menos impuestos y gastos, entre el servicio de la deuda de cada período. 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 más el saldo disponible del fondo de reserva, entre el saldo vigente de la deuda. Las coberturas se calcularon con información de la concesionaria y del fiduciario.

Los nueve tramos carreteros de peaje ubicados en el estado de Chihuahua son los siguientes: Jiménez - Savalza, Chihuahua - Sacramento, Santa Isabel - Cuauhtémoc, Ojo Laguna - Flores Magón, Flores Magón - Galeana, Delicias - Conchos, Conchos - Camargo, El Sueco - Villa Ahumada, y Camargo - Jiménez. Los cinco primeros tramos son propiedad de dicha entidad federativa, mientras que los últimos cuatro son operados mediante dos concesiones federales otorgadas en 1988 y 1989, con vencimiento en octubre de 2048 y agosto de 2049. En total, los tramos suman una longitud 509.5 kilómetros, en la mayoría de los cuales se cuenta con dos cuerpos de asfalto; es decir con dos carriles por sentido para cada uno.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

- Positiva: Para la emisión CHIHCB 13U, aunque se considera poco probable en el corto plazo, una acción positiva de calificación podría ocurrir si, además de mantener las demás variables estables, el desempeño del ingreso superara las proyecciones hechas por Fitch durante un período de tiempo considerable, con el impacto positivo consecuente en los niveles de cobertura de deuda.

- Negativa: Independientemente de la causa que lo origine, debilitamiento sostenido del flujo de efectivo para el servicio de la deuda, resultando en un LLCR, en caso base de Fitch, menor que 1.30x para las deudas denominadas en pesos y 1.40x para la deuda denominada en Udis.

- Negativa: Tasas de interés reales significativamente más altas que las proyectadas actualmente.

- Negativa: Una caída prolongada y sostenida de tráfico.

- Negativa: Crecimiento prolongado y de dos dígitos por encima de la inflación de los gastos de operación y de mantenimiento mayor.

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

Glauca 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.

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas 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 abril de 2015. 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 las calificaciones fue llevada a cabo en junio 30, 2014.

La información utilizada en el análisis de estas calificaciones, 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 la Secretaría de Finanzas del Gobierno del Estado de Chihuahua y/o sus representantes, Nacional Financiera, S.N.C. División Fiduciaria, y/o 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 las calificaciones otorgadas, 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.

Las calificaciones mencionadas, constituyen 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 las calificaciones, 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. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.MX. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO 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 ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.