

## Fitch Ratifica la Deuda de Concesionaria Mexiquense; la Perspectiva se Revisa a Positiva

---

**Fitch Ratings - Monterrey, N.L. - (Marzo 27, 2018):** Fitch Ratings ratificó las calificaciones 'BBB' y 'AAA(mex)' asignadas a las siguientes deudas de Concesionaria Mexiquense, S.A. de C.V. (Conmex):

- Notas con vencimiento en 2035 por 1,600 millones de unidades de inversión (Udis)/MXN8,250 millones;
- Notas cupón cero con vencimiento en 2046 por un monto nominal de 600 millones de Udis;
- Crédito bancario Goldman Sachs con vencimiento en 2027 por MXN6,500 millones;

La Perspectiva se revisó a Positiva desde Estable.

Fitch también ratificó en 'AAA(mex)' la calificación de las notas con clave CONMEX 14U con vencimiento en 2046 por 1,400 millones de Udis que fueron colocadas en el mercado local en agosto de 2014. La Perspectiva de la calificación es Estable.

La Perspectiva Positiva refleja el desempeño satisfactorio de los ingresos hasta ahora, a pesar de la aplicación de incrementos reales a las tarifas. Las métricas financieras en el Caso de Calificación de Fitch son fuertes para las calificaciones asignadas, Sin embargo, incorporan incrementos reales a las tarifas hasta 2021 de acuerdo al contrato de concesión. La implementación continua y exitosa de dichos incrementos sin generar un impacto relevante en el volumen de tráfico podría llevar a una futura acción positiva de calificación.

### FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

Las calificaciones reflejan un activo ubicado en el área metropolitana más grande de México, y que ofrece eficiencias de viaje a una base de tráfico primordialmente compuesta por vehículos ligeros. Las calificaciones también están sustentadas por la habilidad contractual de conservar el valor real de las tarifas a lo largo de la concesión por medio de incrementos anuales inflacionarios. De acuerdo con el caso de Calificación de Fitch, las métricas financieras son fuertes con una RCVC de 2.6x, y una Razón de Cobertura para el Servicio de la Deuda (RCSD) mínima de 1.8x y promedio de 3.3x, así como un nivel de endeudamiento adecuado reflejado por un ratio de Deuda Neta entre Flujo de Efectivo Disponible para el Servicio de la Deuda (FEDSD) de 5.2x. El análisis de punto de equilibrio muestra una tolerancia fuerte ante posibles incrementos de gastos, así como una dependencia baja de crecimiento futuro de tráfico.

#### **Activo Urbano Ubicado Estratégicamente (Riesgo de Ingreso: Volumen - Fortaleza Media):**

La autopista se localiza en el área metropolitana de la Ciudad de México e interconecta tanto algunas de las áreas con mayor densidad de población como a varios centros comerciales e industriales importantes; lo que ofrece una alternativa de viaje más corta para los usuarios locales. Además, conecta a cinco de las siete salidas principales de la ciudad. Alrededor de 80% del tráfico proviene de usuarios que recorren esta vía para viajes frecuentes de escuela-trabajo y han demostrado ser una base de tráfico resistente y poco volátil.

#### **Aprobación de Aumentos Tarifarios Extraordinarios (Riesgo de Ingreso: Precio - Fortaleza Media):**

La concesión permite incrementar las cuotas de peaje anualmente a razón de inflación, o en caso de que el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) alcance 5% en los últimos 12 meses. En 2012 se realizaron algunas modificaciones al título de concesión entre ellas está la posibilidad de que el concesionario aplique, durante cada año entre 2013 y 2021, aumentos adicionales reales de entre 4% y 6% a las tarifas. De acuerdo al consultor independiente, la elasticidad de la autopista es moderada.

#### **Activo Relativamente Nuevo en Buenas Condiciones (Riesgo de Desarrollo y Renovación de la Infraestructura: Fortaleza Media):**

La autopista opera casi completamente desde octubre de 2010. 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.

## **Estructura Sólida de Deuda**

### **(Riesgo de Estructura de Deuda - Fortaleza Media):**

La deuda está diversificada en tres tramos distintos. La condición para distribución de flujo es robusta al requerirse una RCSD mínima de 2.00x. Si la RCSD 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, este está bastante mitigado por los incrementos tarifarios anuales a razón del INPC.

### **Métricas:**

Las coberturas son fuertes y el nivel de endeudamiento moderado. El Caso de Calificación cuenta con una RCVC de 2.6x, una RCSD mínima y promedio de 1.8x y 3.3x, respectivamente, y una razón de Deuda Neta a FEDSD de 5.2x. La RCVC sin considerar incrementos reales adicionales en las tarifas entre 2018 y 2021 disminuiría a 2.0x; es decir se mantiene en línea con las calificaciones actuales.

### **Transacciones Comparables:**

La calificación de Conmex es comparable con la deuda de Red de Carreteras de Occidente (RCO), también calificada en 'AAA(mex)' con Perspectiva Estable. RCO tiene un historial operativo más largo y mayor diversificación de tráfico, pero esto se compensa por las métricas más fuertes de Conmex en el Caso de Calificación de Fitch, con una RCVC de 2.6x vs. 1.8x, una RCSD mínima de 1.8x vs. 1.4x, y una RCSD promedio de 3.3x vs. 1.6x.

## **SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES**

El factor principal que podría derivar en una acción negativa de calificación incluye:

- decrementos recurrentes de tráfico que resulten en un deterioro de las métricas financieras por debajo del Caso de Calificación de Fitch por un período prolongado.

El factor principal que podría derivar de una acción positiva de calificación incluye:

- una implementación continua de incrementos reales en las tarifas mientras se mantiene un desempeño fuerte en el tráfico y métricas financieras.

### **Actualización del Crédito:**

En 2017, IFM Global Infrastructure Fund (IFM) completó la adquisición de 49% de participación indirecta en el capital de Conmex a través de su tenedora, Organización de Proyectos de Infraestructura, S.A.P.I. de C.V. (OPI), mientras que OHL México, S.A.B. de C.V. (OHLMEX) retuvo 51% restante de la participación.

También durante el año pasado, IFM entró en un proceso para adquirir 100% de OHL Concesiones, S.A. (OHLC), quien maneja 20 proyectos de infraestructura en España, Colombia, Chile, Perú y México, en este último a través de OHLMEX. Se espera que la transacción concluya durante el primer cuarto de 2018, sujeto a la aprobación de las autoridades mexicanas correspondientes y a la satisfactoria finalización del proceso de adquisición.

En febrero de 2018, IFM anunció que 49% de su participación indirecta en Conmex será adquirida por Caisse de Dépôt et Placement du Québec (CDPQ), un fondo de inversión canadiense. Esta transacción está sujeta a la aprobación de la adquisición de OHLC por parte de IFM. De acuerdo a los documentos de la transacción, esta no representa un cambio de control que provocaría un evento de incumplimiento.

Fitch no espera que, en caso de ser aprobadas, las adquisiciones de OHLC por IFM y la participación indirecta de 49% de Conmex por CDPQ tengan un impacto importante en las operaciones de la carretera o Conmex.

En 2017 el tráfico creció 1.9%, alcanzó un Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) de 299,587 vehículos. El aumento se derivó de las secciones Fase I y Fase II, que tuvieron incrementos de 2.9% y 2.6%, respectivamente, los cuales fueron parcialmente contrarrestados por el crecimiento de 0.1% en Fase III.

El crecimiento menor que en años anteriores fue en gran medida debido a los dos terremotos que ocurrieron el 7 y 19 de septiembre de 2017. La Concesionaria no aplicó tarifas durante 10 días después del segundo terremoto, por lo que los vehículos que cruzaron durante ese período no fueron registrados para el cálculo del tráfico. En un menor grado, el tráfico también fue afectado negativamente al inicio del año por el aumento generalizado en el precio del combustible y el gas en México (aproximadamente 20% de incremento), lo que causó que grupos de civiles protestaran en diversas secciones de la carretera y

derivó en el cierre de las casetas de cobro en ciertas horas durante diferentes días. Adicional a estos eventos, una reducción en el poder adquisitivo causado por una inflación elevada y el crecimiento menor del PIB en México tuvieron un impacto negativo en el tráfico.

De manera positiva, la mezcla de tráfico se ha inclinado hacia vehículos pesados durante los últimos años, alcanzando una contribución de 20.5% en 2017, mientras que los vehículos ligeros contribuyeron 77.9%. De acuerdo a la Concesionaria, el cambio hacia vehículos pesados en los últimos años se explica por un incremento en el tráfico del Puerto de Veracruz a las zonas industriales en la Ciudad de México, derivado también por el inicio de operaciones del nuevo puerto de Tuxpan, así como la construcción del nuevo aeropuerto de la Ciudad de México.

El desempeño del tráfico estuvo en línea con las expectativas del Caso Base y el Caso de Calificación de Fitch, los cuales esperaban un TPDA de 300,400 y 297,302. El crecimiento en tráfico de 1.9% también estuvo en línea con el crecimiento esperado en el Caso Base de 2.2% y en el Caso de Calificación de 1.1%.

En 2017, las tarifas fueron incrementadas por inflación en febrero y el incremento real adicional permitido de acuerdo al contrato de concesión fue aplicado hasta agosto, de acuerdo a lo permitido en el Contrato de Concesión. A marzo de 2018, las tarifas han sido ajustadas por la inflación del año previo y de acuerdo al Concesionario, el incremento real adicional para 2018 se planea se realice en la segunda mitad del año.

Los ingresos por peaje crecieron 9.5% en términos nominales y 2.6% en términos reales; el crecimiento en ingresos reales se explica por un crecimiento en tráfico de 1.9%, aunado al aumento real de las tarifas aplicado en agosto. Los ingresos por peaje superaron las proyecciones del Caso Base y de Caso de Calificación de Fitch por 5.5% y 6.6%, respectivamente, dada la mayor contribución de vehículos pesados (aproximadamente +2% de 2016 a 2017) y las tarifas parcialmente ajustadas por el incremento real asumidas en 2017.

Los ingresos totales incrementaron 10.7%, mientras que el FEDSD incrementó 14.3%, debido a un gasto ligeramente menor por mantenimiento mayor con respecto al año anterior. El DSCR actual permanece fuerte con un promedio de 2.4x entre 2014 y 2017. Los dos pagos de cupón, que consistieron de solo interés, realizados en 2017 resultaron en una RCSD de 2.7x, la cual fue mayor al Caso de Calificación de Fitch de 2.3x, principalmente por las tarifas ajustadas parcialmente por el incremento real asumidas en 2017, mayor contribución de ingresos de los vehículos pesados, y un costo ligeramente mayor de la deuda debido al gasto de intereses neto de los instrumentos derivados (swaps) contratados.

## **Casos de Fitch:**

El Caso Base de Fitch asume niveles de inflación de 4.0% para 2018 y 3.5% posteriormente. Los gastos operativos y de mantenimiento mayor se incrementaron 5% por encima del presupuesto proporcionado por el emisor. Se asume que las tarifas serán aumentadas en términos reales a su máximo nivel permitido. El crecimiento de tráfico contempla una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de 2.4%. Bajo este escenario, la RCSD mínima y promedio es de 2.0x y 3.8x, respectivamente, y la RCVC es de 2.9x. El nivel de endeudamiento, medido por la razón de Deuda Neta a FEDSD es de 5.0x.

El Caso de Calificación de Fitch asume los mismos niveles de inflación e incrementos tarifarios que el Caso Base. Los gastos operativos y de mantenimiento mayor se incrementaron 10% por encima del presupuesto proporcionado por el emisor. El crecimiento de tráfico contempla una TMAC de 1.9%. Bajo este escenario, la RCSD mínima y promedio es de 1.8x y 3.3x, respectivamente, y la RCVC es de 2.6x. El nivel de endeudamiento, medido por la razón de Deuda Neta a FEDSD es de 5.2x. Con el fin de medir la solidez del proyecto, Fitch realizó un escenario adicional sin dar crédito a los aumentos reales en tarifas entre 2018 y 2021, manteniendo los demás supuestos en el Caso de Calificación. Bajo este escenario alternativo, la RCSD mínima y promedio es de 1.4x y 2.6x, RCVC es de 2.1x, y la Deuda Neta a FEDSD se ubica en 5.5x.

El análisis de punto de equilibrio muestra que la estructura puede soportar incrementos fuertes de gastos operativos y de mantenimiento mayor, con una tolerancia máxima de un incremento de 345% y 1,280%, respectivamente, sobre el presupuesto del emisor de cada año. La dependencia en crecimiento futuro de tráfico es baja, pues se estima que la estructura soporte crecimientos negativos de -0.5% cada año

durante el término de las deudas. Es importante mencionar que el análisis de punto de equilibrio no contempla el uso de las reservas.

**Descripción del Activo:**

La autopista forma parte de un anillo que rodea el área metropolitana de la Ciudad de México. Conecta 18 municipalidades que son áreas de alta densidad poblacional y seis autopistas importantes. La concesión se le otorgó a Conmex, actualmente una subsidiaria indirecta del conglomerado de construcción y concesiones español, Grupo OHL, por el Estado de México en febrero de 2003. El paquete de garantías incluye los derechos de cobro de tarifas, el patrimonio inicial del fideicomiso y los flujos de las emisiones.

**Contactos Fitch Ratings:**

Octavio Gutiérrez, CFA (Analista Líder)

Director Asociado

+52 (81) 8399 9100 ext. 1148

Fitch México S.A. de C.V.

Prol. Alfonso Reyes 2612,

Monterrey, N.L. México

Astra Castillo (Analista Secundario)

Directora Sénior

+52 (81) 8399 9100 ext 1146

Gláucia Calp (Presidenta del Comité de Calificación)

Directora Ejecutiva

+ 571 484 6778

Relación con medios: Sofía Garza, Monterrey, N.L. Tel: +52 (81) 8399 9100.

E-mail: sofia.garza@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.

Este comunicado es una traducción del original emitido en inglés por Fitch en su sitio internacional el 27 de marzo de 2018 y puede consultarse en la liga [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com). Todas las opiniones expresadas pertenecen a Fitch Ratings, Inc.

La última revisión de Conmex fue en abril 6, 2017.

La información financiera de Conmex considerada para la calificación incluye hasta diciembre 31, 2017.

La información utilizada en el análisis de esta calificación fue proporcionada por Concesionaria Mexiquense, S.A. de C.V. u obtenida de fuentes de información pública, incluyendo los estados financieros auditados, presentaciones del emisor, objetivos estratégicos, entre otros. El proceso de calificación también puede incorporar información de otras fuentes de información externas, tales como análisis sectoriales y regulatorios para el emisor o la industria. Para mayor información sobre Conmex, 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 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 empresa, con base al análisis de su trayectoria y de su estructura económica y financiera, 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 determinar esta calificación, de ninguna manera son auditadas por Fitch México, S.A. de C.V. por lo que su veracidad y autenticidad son responsabilidad del emisor o de la fuente que las emite.

Metodologías aplicadas:

- Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (Diciembre 1, 2017);
- Metodología de Calificación para Autopistas de Cuota, Puentes y Túneles (Mayo 19, 2017).

---

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/DEFINITIONS](http://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/DEFINITIONS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.MX](http://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.