
Fitch Ratings confirma la calificación de la deuda de dos Proyectos de Infraestructura Social de ICA

Monterrey, N.L. (Septiembre 15, 2011) Fitch Ratings confirmó la calificación en escala nacional de AAA(mex) con Perspectiva Estable a la emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios que pretende ser emitida al gran público inversionista por un monto de hasta \$8,300,000,000.00 (ocho mil trescientos millones de pesos 00/100), a través del Fideicomiso F/1496 constituido en Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria.

La fuente de pago de la emisión está representada por los derechos de cobro de dos Contratos de Prestación de Servicios (CPS) que fueron celebrados en diciembre de 2010 entre una de las Secretarías del Gobierno Federal, y las empresas Sarre Infraestructura y Servicios, S.A. de C.V. (Sarre) y Pápagos Servicios para la Infraestructura, S.A. de C.V. (Pápagos), quienes son subsidiarias indirectas de Empresas ICA, S.A.B. de C.V. (ICA).

Los CPS tienen como objeto el desarrollo de dos proyectos de infraestructura social y fueron pactados a un plazo máximo de veintidós años. Este plazo se divide en una Etapa de Construcción que podrá durar hasta dos años, en la que Sarre y Pápagos deberán construir y equipar completamente los dos proyectos; y en una Etapa de Operación con duración aproximada de veinte años, en la que éstos deberán ser operados mediante la prestación de una serie de servicios que se encuentran claramente definidos en los respectivos CPS.

Las obligaciones de pago del Gobierno Federal inician en la Etapa de Operación, siempre y cuando Sarre y Pápagos hayan concluido la construcción de los proyectos, y lleven a cabo los servicios a cambio de los cuales tendrán derecho a ser remunerados. Estos servicios podrán ser ejecutados por las empresas contratantes, o bien, por una o más compañías subcontratistas. Con independencia de quién lleve a cabo la prestación de dichos servicios, Sarre y Pápagos serán responsables ante el Gobierno Federal por la calidad y oportunidad de los mismos.

Los servicios prestados estarán sujetos a una continua evaluación, de tal forma que las fallas reiteradas o no solucionadas oportunamente podrán causar deducciones que se calcularán dependiendo de la gravedad del problema, la duración de éste, el área del proyecto en que haya surgido y la actividad específica que haya sido afectada. Estas deducciones serán aplicadas al ingreso fijo actualizable mensualmente por inflación que se estableció de inicio en los CPS, y no podrán ser mayores al 12% durante los primeros dieciséis años de la Etapa de Operación, ni al 30% durante los últimos cuatro años de ésta.

La ejecución de los proyectos representa una inversión total cercana a los diez mil millones de pesos, a financiarse mediante aportaciones de capital y la presente emisión de deuda. De acuerdo a lo requerido bajo los CPS, el monto del capital será igual al 20% del monto del financiamiento el día de la emisión, resultando en una proporción aproximada de 17% capital y 83% deuda.

La emisión será colocada en dos series denominadas en pesos y en Unidades de Inversión (UDIs), ambas a tasa fija y plazo aproximado de veinte años y siete meses. Las dos serán preferentes y se amortizarán en pari passu con vencimiento en abril de 2032, esto es, alrededor de tres meses antes del vencimiento de los CPS. Los intereses y el principal serán liquidados trimestralmente de acuerdo a un calendario predefinido que incluye algunos períodos de gracia al inicio, mientras que la Etapa de Construcción tiene lugar. Durante estos períodos de gracia, los intereses devengados por ambas series serán capitalizados.

La estructura cuenta con diversos fondos de reserva, entre los que destacan los siguientes, a ser creados de inicio con parte de los recursos provenientes de la colocación de la emisión: i) Para Gastos de Mantenimiento de la Emisión, con los recursos suficientes para cubrir los gastos del Fideicomiso Emisor durante la Etapa de Construcción, cuando se espera que éste no reciba aún ningún ingreso; ii) Para Gastos de Operación y Mantenimiento con los siguientes seis meses del gasto esperado; y iii) Para el Servicio de la Deuda, con el equivalente a los siguientes seis meses de este concepto.

Cabe señalar que, en caso de que en cualquier período el gasto operativo exceda del monto presupuestado al inicio de la emisión, la cantidad excedente deberá ser liquidada después de llevar a cabo el servicio de la deuda. Lo anterior, con la finalidad de que las razones de cobertura se mantengan con la mayor estabilidad posible.

De existirlos, la estructura permitirá la liberación de flujos remanentes hasta por el monto total de éstos, siempre y cuando la cobertura de servicio de deuda sea mayor que 1.0x, las cuentas de reserva cuenten con los saldos mínimos requeridos, y no exista evento de incumplimiento alguno. El endeudamiento adicional será posible únicamente si los nuevos pasivos que se contraten están subordinados a las dos series calificadas.

La emisión deberá ser amortizada anticipadamente en forma obligatoria ya sea por el monto total de ésta o por un monto parcial, en el evento de que uno o más de los CPS sean terminados antes de su vencimiento legal, con independencia de la causa que lo suscite. De darse el caso, las amortizaciones anticipadas obligatorias se harán con los pagos que se reciban por parte del Gobierno Federal.

Fundamentos de la calificación

Las principales fortalezas observadas, son:

- Los proyectos serán llevados a cabo por ICA, una de las principales constructoras de México, con más de sesenta años de experiencia en la industria.
- Los CPS constituyen obligaciones de pago del Gobierno Federal. Además, al tratarse de contratos plurianuales, representan obligaciones a largo plazo que tienen preferencia en la asignación de recursos presupuestarios.
- La diversificación que ofrece el hecho de que los dos proyectos se localicen en zonas geográficas distintas y cuya operación es independiente entre sí.
- La ejecución de los proyectos se ha formalizado mediante dos contratos a suma alzada que abarca la construcción de la infraestructura y el equipamiento de la misma. El constructor será otra subsidiaria de ICA, quien absorberá el riesgo de sobrecostos y otras contingencias. Así mismo, se contará con una Carta de Crédito Stand By hasta por el 5% del valor total de ambos contratos.
- Los ingresos proyectados son relativamente estables y predecibles. Las deducciones a los ingresos tienen un nivel máximo predefinido, lo que brinda cierta certidumbre respecto al ingreso mínimo que podría esperarse.
- Independientemente de la causa que pudiera detonar la terminación anticipada de alguno de los CPS (incluyendo incumplimientos por parte de Sarre y Pápagos), el pago por este concepto será al menos, igual al saldo vigente de la deuda. Adicionalmente, en tanto que dicho pago es efectuado en su totalidad, el Gobierno Federal deberá hacer pagos mensuales provisionales (parcialidades), que de acuerdo a nuestro análisis, son suficientes para liquidar en forma oportuna y completa el servicio de la deuda programado para cada período.
- De acuerdo con nuestras proyecciones financieras, las coberturas de deuda esperadas se consideran adecuadas para la calificación asignada a proyectos de este tipo, cuyos ingresos no están sujetos a riesgo de mercado sino que dependen del nivel de calidad y oportunidad con que se preste un servicio determinado.
- Nuestro escenario base asumió que los ingresos presenten deducciones de entre el 30% y el 25% del máximo posible para cada ejercicio (que es de 12% en los años 1 a 16 y de 30% en los años 17 a 20), así como un incremento del 5% real para los gastos operativos durante todos los períodos. La cobertura de deuda obtenida promedió 1.49x, con un mínimo de 1.21x.

El escenario de estrés asumió deducciones a los ingresos de entre el 50% y el 35% del total posible, con aumento del 10% real a los gastos operativos durante toda la vida de los proyectos. Se obtuvo una cobertura promedio de 1.34x, con un mínimo de 1.08x.

Cabe señalar que las deducciones más elevadas se aplicaron durante los primeros años de la Etapa de Operación, asumiendo la existencia de una curva de aprendizaje que podría mejorar en cierta medida el desempeño hacia el final del plazo de los CPS. Por otra parte, nuestras proyecciones no consideraron el beneficio que representa la posibilidad de que Sarre y Pápagos celebren contratos de operación con subcontratistas que pudieran absorber eventuales deducciones o aumentos de costos.

Las principales limitaciones que se perciben, son:

- ICA no tiene experiencia previa en la operación de este tipo de proyectos. Sin embargo, este riesgo se ve mitigado por el hecho de que los servicios a prestar son relativamente sencillos, lo cual eleva la probabilidad de que puedan ser ejecutados satisfactoriamente por subcontratistas con experiencia en cada uno de ellos.
- Por encontrarse ambos proyectos en una fase temprana de la Etapa de Construcción, aún no se han firmado contratos operativos con los subcontratistas que en un momento dado podrían llevar a cabo la prestación de los servicios establecidos en los CPS. Por ende, hasta este momento no se conocen los términos de dichos contratos en cuanto a precio, plazo, penalizaciones, riesgo contraparte, etcétera.

La calificación asignada se define de la siguiente manera:

AAA(mex)

La más alta calidad crediticia. Representa la máxima calificación asignada por Fitch México en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a aquellas empresas con la mejor calidad crediticia para el cumplimiento oportuno de sus compromisos financieros respecto de otras del país.

Contactos Fitch Ratings:

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

Isis Martínez (Analista Secundario)
Director Asociado

Alberto Santos (Presidente del Comité de Calificación)
Director Senior

Relación con medios: Edna Gómez, edna.gomez@fitchratings.com, Monterrey, N.L,

La información utilizada en el análisis de esta calificación fue proporcionada por Empresas ICA, S.A.B. de C.V. y/o obtenida de fuentes de información públicas. Para mayor información visite nuestras páginas sitios www.fitchmexico.com y www.fitchratings.com.

Las metodologías utilizadas por Fitch Ratings para asignar esta calificación son:

- 'Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance', Agosto 16, 2010.
- 'Rating Criteria for Availability-Based Infrastructure Projects', Marzo 29, 2010.