MEDIO: PORTAL EL HERALDO DE CHIHUAHUA
FECHA: 25/OCTUBRE/2013

Comunicación Financiera

EL HERALDO de Chihuahua

Alta calidad crediticia de la deuda en Chihuahua

Mínimo riesgo

El Heraldo de Chihuahua
25 de octubre de 2013

De la Redacción

MÉXICO, DF.- HR Ratings ratificó la calificación crediticia de "HR AAA (E)" en escala local, a la emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios (Ceburs), con clave de pizarra CHICB11, del estado de Chihuahua y con fecha de vencimiento en junio de 2023. La perspectiva se mantiene estable.

La emisión con esta calificación se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Mantiene mínimo riesgo crediticio.

La ratificación de la calificación de "HR AAA (E)" es resultado principalmente del análisis de los flujos futuros de la estructura estimados por HR Ratings bajo escenarios de estrés cíclico y estrés crítico. Actualmente, HR Ratings se encuentra en el proceso de revisión anual de la calificación quirografaria, la cual es "HR A", con Perspectiva Estable, y por estar arriba de "HR BBB-" no tiene efecto sobre la calificación final de los Ceburs.

De acuerdo a nuestras proyecciones de flujos, el trimestre de mayor debilidad sería diciembre de 2015 con una razón de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) primaria esperada, considerando ambas fuentes de pago de 3.9x (veces) en el escenario de estrés cíclico. Este escenario incorpora un estrés sobre las variables económicas que afectan ambas fuentes de pago, así como las variables que podrían afectar el costo del servicio de la deuda. El periodo de estrés crítico correspondiente tiene una Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de 86.4%. Esto indica que los recursos afectados podrían disminuir 86.4% adicional respecto a los flujos en un escenario de estrés cíclico y serían suficientes para cumplir con las obligaciones financieras. El cálculo de la TOE supone el uso de las reservas de tal manera que se pueda garantizar su reconstitución posterior al periodo de estrés crítico, con base en los criterios metodológicos de esta agencia calificadora.

El fideicomiso emisor cuenta con dos fuentes de pago: la primaria, equivalente al 54.0865% del total de los recursos, presentes y futuros, del Impuesto Sobre Nóminas (ISN) correspondientes al estado; y la secundaria, equivalente al 7.9327% de los recursos que por Fondo General de Participaciones (FGP) le corresponden al estado. La existencia de dos fuentes de pago, una de recursos estatales y la otra de recursos federales, representa una diversificación en el riesgo debido al comportamiento histórico de ambas fuentes de pago en periodos de estrés, lo que fue incorporado como una Consideración Extraordinaria de Ajuste positiva.

El monto inicial de la emisión, cuya oferta pública se realizó en septiembre de 2011, fue de $3,000.0 millones. El pago de capital se realizará mediante 59 amortizaciones trimestrales, consecutivas y crecientes. El primer pago de capital se efectuó en diciembre de 2011 y el último sería en junio de 2026. El saldo insoluto al mes de septiembre de 2013 equivale a $2,872 millones.

Por otra parte se devengan intereses ordinarios trimestrales a partir de la fecha de colocación. Estos intereses son resultado de sumar la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 91 días (TIIE91) y una sobretasa. La fecha de pago de interés coincide con la fecha de pago de capital.

Adicionalmente, la estructura considera, durante el plazo legal de los Ceburs, la existencia de un fondo de reserva equivalente al pago de capital e intereses en los siguientes dos cupones. El saldo objetivo de dicho fondo al mes de septiembre de 2013 fue de $125.6 millones. La existencia de este fondo representa una mejora crediticia para los acreedores, especialmente en periodos con fluctuaciones económicas y financieras adversas.

Algunos elementos y variables claves considerados para la ratificación de la calificación fueron los siguientes:

En 2012, la cobertura del servicio de la deuda (DSCR) primaria promedio anual, tomando en cuenta los ingresos provenientes del ISN, fue de 2.7x. En un escenario financiero base la DSCR esperada en 2013 con tres cupones liquidados, sería 2.6x y para 2014 se esperaría que se mantenga sin cambios.

En un escenario de estrés, considerando únicamente la fuente primaria de pago, se estima una DSCR primaria promedio anual de 2.3x en 2014, mientras que en 2015 sería de 1.9x. La DSCR primaria promedio esperada en los próximos cinco años, de 2014 a 2018, sería de 2.1x. La DSCR mínima anual esperada sería la pronosticada para 2015.

La disposición de los recursos afectados de la fuente secundaria de pago depende de ciertas condiciones que hasta el momento no han ocurrido. Entre ellas destaca que la razón de cobertura (DSCR) trimestral, considerando únicamente la fuente primaria de pago, sea menor a 1.3x (veces). Cabe mencionar que el modelo de proyección modeló la fuente de pago secundaria bajo un escenario de estrés crítico.

En el contrato de crédito se establecen ciertas obligaciones de hacer y no hacer que, de no cumplirse, podrían activar un evento preventivo y/o de aceleración. La activación de este tipo de eventos no es considerado como un factor negativo desde el punto de vista de HR Ratings.

La contratación de un instrumento de cobertura (CAP) sobre la tasa de interés disminuye el riesgo de mercado asociado a fluctuaciones en la tasa. Dicha cobertura deberá contratarse por periodos de 4 años y renovarse anualmente, a una tasa máxima del 12.0 por ciento.

Dado que la fuente secundaria de pago proviene de ingresos federales, existe certidumbre en la generación del flujo que sirve para pagar la deuda contraída por el estado. Sin embargo, es importante destacar que dicha fuente de pago se encuentra relacionada con la actividad económica en México.

Ni el fideicomiso, ni los términos y condiciones de pago a los tenedores de los Ceburs podrán modificarse sin el previo consentimiento de los fideicomisarios en primer lugar y el fiduciario.

El contrato de fideicomiso y el macrotítulo cumplen con lo indispensable en torno a las obligaciones y disposiciones legales aplicables al proceso de emisión de los Ceburs, incluyendo el mecanismo de afectación de los ingresos estatales y federales que se ofrecen para su pago. De tal forma que brindan seguridad jurídica a los fideicomisarios en primer lugar, aislando de cualquier otro acreedor estos recursos. Por último, como parte del proceso de monitoreo de la calificación crediticia asignada a los Ceburs, con clave de pizarra CHICB11, del Estado de Chihuahua, HR Ratings seguirá llevando a cabo un seguimiento del desempeño operativo del fideicomiso, así como del comportamiento de la fuente de pago. Con base en lo anterior, HR Ratings podrá ratificar o modificar la presente calificación, o su perspectiva, en el futuro.