

Metodología de Calificación para Aeropuertos

Metodología de Sector Específico

Alcance

Esta metodología es utilizada para calificar instrumentos de deuda de aeropuertos, tanto para nuevas emisiones como para monitorear emisiones existentes alrededor del mundo, y es aplicable para aeropuertos independientes y sistemas de aeropuertos múltiples; generalmente, aquellos en pleno funcionamiento, con servicio comercial activo e historial operativo, aunque también es aplicable a nuevos aeropuertos.

La metodología de aeropuertos aplica a emisores e instrumentos específicos de deuda ampliamente garantizados por ingresos provenientes de operaciones aeroportuarias (por ejemplo, ingresos operativos totales generados por el negocio de aeropuerto). La metodología también se aplica en el análisis de la deuda amortizable a partir de fuentes de ingresos más limitadas, como arrendamiento de instalaciones, deuda emitida para proyectos independientes de suministro de combustible, renta de automóviles e instalaciones para el manejo de carga. También se aplica para calificaciones nuevas y para el monitoreo de calificaciones existentes.

Los riesgos y limitaciones de esta metodología, que son comunes en deudas relacionadas con proyectos de infraestructura y financiamiento de proyectos que no se abordan en la presente, se discuten en la Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos (metodología maestra), publicada en su versión en español el 3 de septiembre de 2019. Las tablas de atributos no son prescriptivas, sino que brindan guía cualitativa en la evaluación de los riesgos de un proyecto y constituyen únicamente una parte del proceso de calificación.

Los comentarios de acción de calificación que abordan acciones de calificación específicas describirán los factores relevantes de cada proyecto. La influencia relativa de los factores cualitativos y cuantitativos varía entre entidades.

Factores Clave de Calificación

Como guía general, el análisis de aeropuertos considera los riesgos comunes identificados en todas las deudas relacionadas con proyectos de infraestructura; no obstante, el riesgo de ingreso tiene la influencia más directa en las calificaciones aeroportuarias asignadas, aunque el elemento más débil puede tener un mayor peso analítico, los factores clave de calificación para los aeropuertos son:

Riesgo de Ingreso – Volumen: Este factor considera el papel del aeropuerto, los fundamentos socioeconómicos y demográficos de la región circundante, la exposición, en caso de existir, a alternativas de competencia que impactan el tamaño y la diversidad de la demanda, así como el servicio brindado por las aerolíneas en el aeropuerto.

Riesgo de Ingreso – Precio: El factor considera el ingreso o la generación de flujo de efectivo según lo previsto en el marco legal del aeropuerto, incluyendo los términos del marco contractual o regulatorio que establecen la base para la recuperación de los costos a partir del ingreso generado por las aerolíneas y los pasajeros.

Renovación y Desarrollo de Infraestructura: Dicho factor contempla la calidad, la planeación, la administración y el financiamiento para la renovación y desarrollo de la infraestructura.

Este informe actualiza y sustituye la "Metodología de Calificación para Aeropuertos", publicada el 27 de agosto de 2018. Asimismo, es la traducción de la metodología "Airports Rating Criteria", publicada el 24 de marzo de 2020.

Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Marco	2
Estructura e Información	5
Riesgo de Volumen	7
Rol del Aeropuerto	9
Riesgo de Precio	10
Desarrollo, Renovación/Obsolescencia de Infraestructura y Vida Económica	11
Análisis Financiero	12
Perfil Financiero	13
Análisis de Pares	19
Variaciones Metodológicas	20
Fuentes de Información	20
Limitaciones	20
Apéndice: Aplicación de la Metodología para Proyectos Financiados de Renta de Autos Independientes	21

Metodologías Aplicables

[Infrastructure and Project Finance Rating Criteria \(Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos\) \(Marzo 2020\)](#)

Analistas

Seth Lehman
+1 212 908 0755
seth.lehman@fitchratings.com

Jeffrey Lack
+1 312 368 3171
jeffrey.lack@fitchratings.com

Shyamali Rajivan
+44 20 3530 1733
shyamali.rajivan@fitchratings.com

Bruno Pahl
+55 11 4504 2204
bruno.pahl@fitchratings.com

Estructura de la Deuda: Este factor toma en cuenta la composición de instrumentos financieros, garantías, pruebas de apalancamiento adicional, limitaciones en la distribución y detonantes financieros.

Perfil Financiero: Consiste en la evaluación de las métricas financieras y operativas sobre una base histórica y proyectada que incluye el análisis de sensibilidad y la estructuración de los instrumentos financieros, pruebas de apalancamiento adicionales, restricciones en la distribución y detonantes financieros.

Marco

En la cartera de aeropuertos calificada por Fitch, las calificaciones generalmente oscilan entre los rangos bajos de la categoría AA a la categoría BB. El rango de calificaciones en general es amplio, aunque la gran mayoría cae en las categorías de grado de inversión A o BBB. Los aeropuertos generalmente tienen un nivel mayor de apalancamiento que las entidades corporativas típicas y guardan relación con contrapartes corporativas con calidad crediticia que va desde un grado de inversión bajo a un grado especulativo. Como suele ser el caso con los activos de infraestructura, el negocio tiende a estar geográficamente concentrado y puede estar sujeto a asuntos jurisdiccionales o temas legales que pueden limitar o estimular el crédito subyacente. Debido a estos riesgos, es poco probable que Fitch califique un aeropuerto por encima de la categoría AA.

Existen diversos motivos por los cuales la mayoría de los aeropuertos a nivel global permanecen financieramente sólidos y presentan calificaciones en las categorías A y BBB, a pesar de estos riesgos. Esencialmente, la competencia es más limitada, ya que la naturaleza de inversión de capital intensivo de los aeropuertos, combinada con los obstáculos regulatorios de una industria de servicios públicos, crea fuertes barreras de entrada. Estas barreras incluyen el costo de adquisición del terreno y los requerimientos de espacio aéreo, obstáculos por temas ambientales significativos y la oposición de la población afectada por la adquisición del terreno y el ruido.

Los aeropuertos generalmente operan bajo un modelo de recuperación de costos que puede ayudar a mantener los flujos de efectivo relativamente estables. Mientras la industria de las aerolíneas continúa atravesando ciclos rentables y poco rentables, los aeropuertos presentan un historial sólido de amortización de deuda y Fitch espera que esta tendencia continúe.

Si bien el portafolio global de aeropuertos calificados por Fitch representa una combinación diversa de estructuras administrativas, tipos de mercado, marcos regulatorios y acuerdos contractuales, la tabla a continuación resume de manera general los factores clave para las calificaciones aeroportuarias.

Fundamentos Globales de Calificación para Aeropuertos

	Riesgo de Ingreso: Volumen	Riesgo de Ingreso: Precio	Desarrollo y Renovación de Infraestructura	Estructura de la Deuda
Descripción	<ul style="list-style-type: none"> Capacidad de los volúmenes de operación para afrontar (resistir a) el estrés macroeconómico y otros eventos Afectación por las características del mercado 	<ul style="list-style-type: none"> Acuerdos contractuales/marco regulatorio que otorga autoridad a la administración del aeropuerto para administrar los cargos para recuperar reducciones en los ingresos o incrementos en costos a través de mecanismos en las tarifas (independientemente de los volúmenes) Incentivados a través de contratos subyacentes/marcos regulatorios Habilidad y disposición probadas para revisar las tarifas aeronáuticas y no aeronáuticas 	<ul style="list-style-type: none"> Enfoque en el programa de inversiones de capital, incluyendo planeación, financiamiento, administración y procesos para generar consenso entre las partes involucradas 	<ul style="list-style-type: none"> Perfil de vencimiento de la deuda a tasa fija/variable Perfil de amortización, riesgo de refinanciamiento Flujo de fondos, pruebas de distribución y reservas
Más Fuerte	<ul style="list-style-type: none"> Área de servicio aéreo metropolitana/regional grande y robusta, en una región con una economía madura, con una base de embarques O&D de 5 millones o más Volatilidad de tráfico baja con caída histórica y proyectada de pico a valle de alrededor de 5% Tráfico de conexión o en tránsito de hasta 20% para aeropuertos nacionales y superior para terminales internacionales Concentración en una sola aerolínea con participación de 30% o menos con una oferta amplia de vuelos sin escalas e internacionales Mezcla relativamente igual de tráfico de negocios y de placer Competencia mínima de otros aeropuertos o medios de transporte 	<ul style="list-style-type: none"> Alta flexibilidad para establecer las tarifas Capacidad para cubrir anualmente todos los costos asociados con la deuda del aeropuerto, las inversiones de capital y los costos operativos con los ingresos aeronáuticos (base primaria) u otros ingresos comerciales independientes (o compensadores) del desempeño del tráfico (ej: acuerdos de compra obligatoria/acuerdos take-or-pay) Sin limitaciones o con limitaciones mínimas en tarifas o precios máximos 	<ul style="list-style-type: none"> Aeropuerto moderno y con muy buen mantenimiento Fácil acceso a flujo de caja excedente o a financiamiento externo para inversiones de capital críticas o comprometidas Necesidades de mantenimiento a corto y largo plazo altamente definidas con planes de fondeo sólidos y bien identificados El marco de concesión prevé la recuperación total de los gastos mediante el ajuste de tarifas (si aplica) 	<ul style="list-style-type: none"> Deuda preferente Sin exposición material a riesgos de refinanciamiento (ej. amortización total de la deuda) Sin exposición material a tasas de interés variables Sin desequilibrio proveniente de instrumentos derivados Fuertes características estructurales (ej.: FRSD de 12 meses, requerimientos robustos para limitar las distribuciones) Desapalancamiento escalonado, con barrido de caja en una parte significativa del exceso de efectivo para repagar la deuda
Fortaleza Media	<ul style="list-style-type: none"> Área de servicio aéreo media con bases económicas sólidas y una base de embarque de O&D de 2-5 millones, o un aeropuerto en una región con una economía en etapa de desarrollo Volatilidad de tráfico moderada con disminución histórica y proyectada de pico a valle de alrededor del 10%-15% Tráfico de conexión del 20%-60% o soporte de una operación de conexión 	<ul style="list-style-type: none"> Autoridad adecuada para fijar las tarifas necesarias para cubrir todos los costos asociados con la deuda aeroportuaria, las inversiones de capital y los costos operativos con los ingresos aeronáuticos (base primaria) u otros ingresos comerciales Uso limitado del balance general (ej.: fondos de aeropuerto) para subsidiar la fijación de tarifas Los límites de precios ofrecen cierta capacidad para indexar los cargos por inversiones en 	<ul style="list-style-type: none"> Aeropuerto con buen mantenimiento Acceso moderado al flujo de caja excedente o a financiamiento externo para inversiones de capital críticas o comprometidas Necesidades de mantenimiento a corto y largo plazo generalmente definidos con cierta incertidumbre con respecto a los plazos determinados y al fondeo El marco de la concesión proporciona una recuperación adecuada de los gastos mediante el ajuste de las tarifas (si aplica) 	<ul style="list-style-type: none"> Deuda junior con subordinación limitada Exposición limitada al riesgo de refinanciamiento (ej. uso moderado de vencimientos a pagos únicos, concentración moderada de deuda al final del plazo) Exposición limitada a tasas de interés variable Algun desequilibrio proveniente de instrumentos derivados Características estructurales y reservas adecuadas (ej. FRSD de seis

Fundamentos Globales de Calificación para Aeropuertos

	Riesgo de Ingreso: Volumen	Riesgo de Ingreso: Precio	Desarrollo y Renovación de Infraestructura	Estructura de la Deuda
	<ul style="list-style-type: none"> primaria, o la base de operaciones de una aerolínea principal Concentración en una sola aerolínea con participación de entre 30% y 60% con una oferta de servicios amplia Tráfico turístico supera al de negocios Competencia moderada con aeropuertos más grandes y con servicios más extensos, o con otros medios de transporte. 	activo fijo, aunque se cuente con flexibilidad limitada durante el período de control		<ul style="list-style-type: none"> (meses) • Apalancamiento estable o desapalancamiento moderado
Más Débil	<ul style="list-style-type: none"> Área de servicio aéreo pequeña con una base de embarques de O&D de 2 millones o menos Volatilidad de tráfico elevada con disminución histórica y proyectada de pico a valle de más de 20% Tráfico de conexión de 60% o más. Concentración en una sola aerolínea con más de 60% u ofertas de servicio limitadas Competencia significativa de otros aeropuertos o medios de transporte 	<ul style="list-style-type: none"> Flexibilidad y autoridad limitada para establecer las tarifas (ej. límites de precios no indexados) Dependencia elevada de los ingresos no aeronáuticos o en los fondos del aeropuerto para cubrir todos los costos requeridos Las tarifas no pueden aumentar para compensar las disminuciones del tráfico 	<ul style="list-style-type: none"> Problemas con el mantenimiento del aeropuerto Acceso limitado al flujo de caja excedente o a financiamiento externo para inversiones de capital críticas o comprometidas Necesidades de mantenimiento a corto y largo plazo no bien definidas; los plazos y el fondeo no están claros El marco de la concesión no prevé una recuperación significativa de los gastos mediante el ajuste de las tarifas (si aplica) 	<ul style="list-style-type: none"> Deuda profundamente subordinada expuesta a o negativamente afectada por características que protegen la deuda preferente Existe riesgo material de refinanciamiento (ej. uso significativo de vencimientos de pago único o estructura de vencimiento con mayor concentración de deuda al final de plazo) Exposición significativa a tasas de interés variables Uso de derivados que resulta en una exposición desequilibrada Características estructurales (protección PBA limitada que impide el apalancamiento adicional excesivo) y reservas (ej. menos de seis meses de FRSD) débiles Apalancamiento creciente
Métricas Relevantes	<ul style="list-style-type: none"> Base de embarque Participación de pasajeros O&D Diversidad de aerolíneas Datos económicos del AEM (Área Estadística Metropolitana - MSA por sus siglas en inglés) 	<ul style="list-style-type: none"> BAR CPE (EE. UU.)/cargo aeroportuario por pasajero/tarifa de uso de aeropuerto (fuera de los EE.UU.) Porcentaje de la base de costos cubierta por acuerdos/marco regulatorio GMA/gasto por pasajero para las concesiones 	<ul style="list-style-type: none"> Tamaño del PMC y dependencia del crecimiento en el futuro Acceso a fuentes de financiamiento (FCL, TUA, CCUI, subsidios, bonos) Comentarios de aerolínea/regulador 	<ul style="list-style-type: none"> Porcentaje de deuda a tasa fija/variable Deuda amortizable o con pago único al vencimiento Porcentaje de deuda sujeta a riesgo de refinanciamiento Tarifas incluidas en obligaciones de hacer Limitación en apalancamiento Restricciones en las distribuciones Valor de mercado de la posición de los derivados Nivel de reservas/provisiones Pruebas de distribución
Servicio de la Deuda	Este factor clave de calificación considera las métricas de liquidez, la cobertura del servicio de la deuda y el apalancamiento en el contexto del perfil de riesgo general determinado por la revisión de los otros factores clave de calificación. Un aeropuerto con atributos principalmente de Fortaleza Media y estructura de deuda Más Fuerte podría calificarse en la categoría A con índices de cobertura de servicio de la deuda de entre			

Fundamentos Globales de Calificación para Aeropuertos

	Riesgo de Ingreso: Volumen	Riesgo de Ingreso: Precio	Desarrollo y Renovación de Infraestructura	Estructura de la Deuda
	1.25 veces (x) y 1.50x en el escenario de calificación. Asimismo, la calificación de un aeropuerto puede verse limitada por una evaluación Más Débil en un factor clave de calificación a pesar de que los índices de cobertura podrían sugerir una calificación más alta.			
Riesgo de Construcción	Para los proyectos nuevos, este factor clave de riesgo se evalúa utilizando el marco analítico descrito en la metodología "Completion Risk Rating Criteria". El marco se utiliza para obtener la máxima calificación posible durante la fase de construcción, basado en la escala y la complejidad, los contratistas y el plan de implementación, la capacidad de reemplazar al contratista y los términos contractuales fundamentales, al igual que el nivel de liquidez disponible para apoyar un proyecto en caso de incumplimiento del contratista.			
Importancia Relativa de los Factores Clave de Calificación	<ul style="list-style-type: none"> Los factores clave de calificación de riesgo de ingreso (precio y volumen) por lo general tienen la influencia más directa en las calificaciones de los aeropuertos en operación. El atributo de desarrollo y renovación de infraestructura a menudo tiene una importancia relativamente menor para el análisis de calificación, ya que las inversiones de mantenimiento y expansión del proyecto son por lo general supervisadas y controladas de forma regular. La estructura de deuda tiene la más alta influencia relativa en el análisis de calificación, dado que las obligaciones contractuales, la seguridad y otras características protectoras incluidas en la estructura de deuda otorgan una mejor protección de los acreedores. 			

Nota: Los acrónimos y siglas se describen en el glosario en la página 5. Para definiciones de otros términos clave, véase la sección Métricas Crediticias en la página 15.
Fuente: Fitch Ratings

Estructura e Información

Los atributos más fuertes incluyen la transparencia y predictibilidad de las tarifas, así como la flexibilidad del mecanismo de estas últimas para adaptarse a cambios en el entorno del aeropuerto.

Uso de Estudios de Tráfico del Emisor y de Terceros/Reportes de Expertos

Los estudios de tráfico aéreo y de viabilidad financiera, ya sean de terceros o de la administración del aeropuerto, brindan información sobre volúmenes actuales e históricos de pasajeros, planes de construcción y fuentes de fondeo, así como pronósticos de tráfico e ingresos que respaldan las proyecciones operativas y financieras. La información sobre el aeropuerto puede provenir del emisor, sus asesores o fuentes públicas. Fitch evaluará la prudencia con la que fueron desarrollados los supuestos de un estudio, incluyendo los factores macroeconómicos clave, en el contexto del desempeño histórico, así como las condiciones que podrían afectar los resultados futuros.

La siguiente información se usará en el análisis de Fitch:

- Descripción de las instalaciones del aeropuerto.
- Análisis de la región del servicio aéreo y datos socioeconómicos relacionados
- Análisis del tráfico de pasajeros de las aerolíneas con datos sobre el perfil del tráfico, comportamiento histórico y tendencias del tráfico, y el grado de competencia de aeropuertos alternativos
- Proyecciones y racional del tráfico futuro de las aerolíneas, incluyendo un análisis de los precios de las aerolíneas y las estrategias de las rutas
- Resumen de los acuerdos contractuales/disposiciones del marco regulatorio para las operaciones financieras del aeropuerto, incluidas en los documentos relacionados con los bonos, el uso de las líneas aéreas y los acuerdos de arrendamiento, así como en el marco legal/regulatorio
- Ánalisis sobre los derechos aeroportuarios y de las aerolíneas para el uso de puertas de abordaje y las aprobaciones de inversiones de capital
- Ánalisis sobre las fuentes principales de ingresos no aeronáuticos o comerciales y descripción de los acuerdos relevantes
- Ánalisis de inversiones de capital planeadas y las fuentes de fondeo anticipadas

Glosario

- PBA: Prueba de bonos adicionales.
- FEDSD: Flujo de efectivo disponible para el servicio de la deuda.
- CCUI: Cargos al cliente por uso de instalaciones (renta de automóviles).
- PMC: Programa de mejoras de capital.
- CPE: Costo por embarque.
- RCSD: Razón de cobertura del servicio de la deuda.
- FRSD: Fondo de Reserva para Servicio de la Deuda.
- Epax: Pasajeros embarcados
- BITA: Bono sobre ingresos del aeropuerto general.
- OACI: Organización de Aviación Civil Internacional.
- RCI: Razón de Cobertura de Intereses.
- RCVC: Razón de Cobertura durante la Vida del Crédito.
- SDMA: Servicio de Deuda Máximo Anual.
- GMA: Garantía Mínima Anual.
- O&D: Origen y Destino.
- TUA: Tarifa de Uso de Aeropuerto.
- BAR: Base de Activos Regulados.
- UAFIDA: Utilidad Antes de gastos Financieros, Impuestos, Depreciación y Amortización.

Nota: Ver también las definiciones de los índices o razones en la página 18.

- Proyecciones financieras que incorporen supuestos para los costos futuros de operación y de servicio de la deuda, ingresos operativos aeroportuarios y no aeroportuarios, y otros ingresos no operativos o no otorgados en garantía que puedan utilizarse para compensar los pagos del servicio de la deuda.

Para una evaluación inicial de calificación, Fitch evalúa la mayor parte de los elementos enumerados anteriormente para ayudar a formar una opinión de calificación. Para un análisis de seguimiento, Fitch reconoce que no toda la información incluida en los elementos citados anteriormente será actualizada de manera anual. El peso que le da Fitch a las proyecciones de los emisores y a los informes de terceros varía de acuerdo a la calidad de la información proporcionada, el alcance y la naturaleza del plan de inversiones de capital del aeropuerto y el desempeño histórico. Fitch evaluará los supuestos de un estudio en el contexto del desempeño histórico del aeropuerto y las condiciones que podrían afectar los resultados futuros.

En los casos donde las premisas del emisor se consideren optimistas, Fitch probablemente solicitará escenarios adicionales para ser probados o desarrollará su propio conjunto de supuestos. Por último, la falta de información oportuna o suficiente puede originar que la agencia no asigne una calificación inicial al aeropuerto o que retire una calificación existente.

Para información más detallada sobre el enfoque de Fitch hacia las premisas del modelo y pronósticos, por favor refiérase al apartado de Caso Base, Caso de Calificación y Sensibilidades de la sección Perfil Financiero, descrita más adelante en este reporte.

Calidad de la Información

Tanto para nuevas emisiones como para análisis de seguimiento periódicos, Fitch requiere información histórica adecuada sobre la actividad del tráfico del aeropuerto, así como del desempeño financiero y operativo. La falta de información oportuna o suficiente puede originar que la agencia no asigne una calificación inicial a un aeropuerto o que retire una calificación existente.

Riesgos de la Operación

Operador y Costos

En todo el espectro de créditos para transporte, Fitch considera que los aeropuertos enfrentan riesgos operativos más complejos debido a la participación de entidades gubernamentales y del sector privado en una multitud de actividades aeronáuticas y terrestres para garantizar la seguridad de los pasajeros y el cumplimiento de una gama amplia de regulaciones (ej.: ruido, seguridad, medioambiente y aduanas). Además de las operaciones de transporte de pasajeros, los aeropuertos desempeñan un papel integral en los servicios de carga aérea, concesiones para el comercio al menudeo, operaciones de renta de automóviles, aviación general, cocinas aéreas, abastecimiento de combustible y estacionamiento.

La mayoría de los aeropuertos en la cartera de Fitch son operados por los mismos concesionarios que subcontratan algunos servicios (ej.: abastecimiento de combustible, servicios en tierra, servicio de *catering*, venta al menudeo, renta de automóviles, etc.) o proporcionan la gama completa de servicios por su cuenta (infraestructura central, terminales, servicios). Pocos aeropuertos tienen contratos con terceros que transfieren la mayoría, si no es que todas, las responsabilidades operativas. En la medida en que estos contratos sean materiales para los costos, Fitch evaluará las características del contrato y la fortaleza y reputación del contratista para determinar si habrá algún impacto en la calidad crediticia. Los aeropuertos tienden a mostrar una proporción alta de costos fijos (70%–85%), dependiendo de los servicios incluidos en el alcance de su responsabilidad. [Para obtener más información sobre la evaluación de los contratos de operación a largo plazo, consulte la “Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos”].

Dadas las complejidades operativas señaladas, lo siguiente respalda una evaluación más sólida del riesgo operativo: márgenes operativos sólidos con volatilidad baja, un historial exitoso en programas de inversión de capital con evidencia de entregas de proyectos a tiempo y dentro del presupuesto, y necesidades de mantenimiento bien definidas a corto y largo plazo con planes de financiamiento sólidos. Los proyectos de ampliación que cumplen con las necesidades de capacidad con certidumbre alta, financieramente factibles sin perjudicar la posición fiscal existente del aeropuerto, también respaldan una evaluación más sólida del riesgo operativo.

Fitch podrá considerar sensibilidades al perfil operativo propuesto, especialmente cuando exista un historial de márgenes operativos débiles o inconsistentes, o un historial de sobrecostos y/o entregas tardías en programas de inversión de capital históricos; asimismo, cuando las necesidades de mantenimiento a corto y largo plazo no se encuentren bien definidas. Las sensibilidades de mayor riesgo serán más apropiadas si la agencia considera que los proyectos futuros de capacidad son especulativos y que sus proyecciones de demanda son incorrectas, lo cual probablemente tendrá un efecto mayor en el perfil financiero del aeropuerto.

Riesgo de Ingreso

Dado que una parte sustancial de los ingresos del aeropuerto están impulsada en última instancia por la demanda subyacente de pasajeros, la resiliencia relativa es un factor relevante en las calificaciones de los aeropuertos. Los riesgos relacionados con el desempeño de los ingresos tienden a estar incentivados por la incertidumbre de la demanda, las estrategias de las compañías aéreas y las disposiciones contractuales o regulatorias.

La demanda de pasajeros puede variar significativamente, dependiendo de factores como la naturaleza del tráfico (ej. origen/destino [O&D] frente a conexión o tránsito), la fortaleza subyacente del área de servicio de comercio aéreo, el grado de competencia de las instalaciones aéreas alternativas u otras formas de transporte, y, en menor medida, la capacidad de las instalaciones de tierra o las terminales del aeropuerto.

La capacidad de generar ingresos depende no solo del flujo de los pasajeros, sino también del marco contractual/regulatorio que permite al aeropuerto aumentar los ingresos o limitar la exposición o riesgo a la disminución de los ingresos en respuesta a los cambios de volumen. Por lo tanto, Fitch se enfoca también en el análisis de la capacidad legal o regulatoria, así como en la disposición y flexibilidad económica en la práctica para incrementar las tarifas aeronáuticas y/o comerciales para cubrir todas las obligaciones.

Efecto Combinado de los Riesgos de Volumen y Precio

Fitch ha dividido los atributos de riesgo de ingreso en dos componentes: volumen y precio. Ambos juegan un papel crítico en la determinación del nivel máximo de riesgo de ingreso en un aeropuerto. Para llegar a una evaluación general para el riesgo de ingreso, los analistas de Fitch evalúan los aspectos de volumen y precio, y se realiza un juicio cualitativo sobre si un aspecto debe tener más peso en la evaluación general. Por ejemplo, un aeropuerto puede tener el atributo de Más Fuerte en el volumen y una evaluación de Fortaleza Media en el precio, pero la fortaleza del volumen puede considerarse como el factor decisivo y conducir a un riesgo global de ingreso evaluado en Más Fuerte.

Riesgo de Volumen

El tráfico de pasajeros subyacente en los aeropuertos es dividido en dos categorías centrales: O&D y conexión. El tráfico de O&D está vinculado a la demografía del mercado "local", las tendencias de viaje, las ofertas de servicio de las aerolíneas, así como a los precios y la competencia de otros aeropuertos o transportes alternativos. El tráfico de conexión o de tránsito es en gran medida una función de las decisiones comerciales de las aerolíneas y los beneficios geográficos para dichos servicios. El volumen (o la demanda) se evalúa desde la perspectiva de crecimiento y resiliencia.

Fitch se enfoca principalmente en la resiliencia del tráfico de un aeropuerto, pero con mayor énfasis en la capacidad para resistir condiciones económicas adversas más que en la capacidad para recuperarse rápidamente de la pérdida de tráfico. Estas características se reflejan parcialmente en las caídas históricas de pico a valle (altibajos) del tráfico y en el período de recuperación de estos patrones (pico a valle), medidos por el número de trimestres requeridos para regresar al nivel máximo de tráfico. Por ejemplo, Fitch considera que un aeropuerto que pierde más tráfico es más débil que uno que pierde menos pero tarda más en recuperarse, ya que, en última instancia, una fuerte disminución del tráfico podría provocar un desplazamiento mayor en los ingresos y, por consiguiente, un cambio en el perfil financiero en una recesión.

Fitch evalúa las características demográficas y económicas de las áreas de captación, primarias y secundarias, de un aeropuerto mediante la revisión de indicadores clave tales como población, población económicamente activa y tasas de desempleo, consumo personal, niveles

- Resiliencia: Capacidad para soportar una adversidad y recuperar el nivel de tráfico original.
- Resistencia: Capacidad para soportar pérdidas en el tráfico.
- Recuperación: Capacidad para regresar a la cresta de tráfico original.

de ingresos, construcción y condiciones de vivienda. La variabilidad en la actividad de los pasajeros es analizada para determinar las relaciones con las condiciones económicas locales y nacionales, y las tendencias y cambios generales de la industria. Una base económica que depende en gran medida de industrias específicas (ej. energía o manufactura) o de gastos discrecionales (destinos recreativos y turismo) puede ser más susceptible a una demanda volátil de viajes de negocios o de placer que los mercados que cuentan con economías más diversificadas. No obstante, Fitch analiza el historial de volatilidad real en una recesión y lo toma en consideración mientras realiza la evaluación de los riesgos de demanda durante los ciclos económicos.

Los viajes turísticos o de placer tienden a ser más elásticos, ya que están más influenciados por la economía regional y las condiciones tarifarias que los viajes de negocios. Fitch considera que el tráfico de O&D es intrínseco al área de servicio, pero evaluará si los niveles de tráfico se encuentran influenciados por estrategias de introducción a "corto plazo" de las aerolíneas que pudieran no ser sostenibles a largo plazo. La agencia también evalúa de manera positiva a aquellos aeropuertos con una mayor base de pasajeros de O&D, frente a aquellos con mercados más pequeños. Un mayor tráfico de O&D generalmente estimula la prestación de servicios significativos de diversas aerolíneas, proporciona una indicación clara de la demanda futura y muestra una mayor probabilidad de reemplazo o de expansión de servicios en caso de que una aerolínea presente cambios de programación.

La competencia entre aeropuertos o medios de transporte alternativos (ej. tren de alta velocidad) presenta riesgos limitados para el desvío de pasajeros en viajes de mediana a larga distancia, ya que muchos aeropuertos tienen un estatus de monopolio o de quasi monopolio en su área de servicio. Los aeropuertos con tal estatus usualmente pueden resistir las presiones económicas y los cambios en las tendencias de la industria de aerolíneas, incluyendo la consolidación de aerolíneas y las quiebras. Los aeropuertos regionales que compiten con un aeropuerto más grande y dominante son más vulnerables a los cambios en la demanda si se elimina una ventaja importante en costo ofrecida por alguna aerolínea.

Aunque es poco frecuente, puede existir competencia entre las terminales de un mismo aeropuerto, particularmente cuando una única aerolínea o consorcio de aerolíneas desarrolla y financia instalaciones en la terminal para su uso exclusivo. Para medir el riesgo en este entorno, Fitch evalúa la capacidad y el entorno de demanda del aeropuerto, los términos de arrendamiento de la terminal y qué tan competitivas son las tarifas aeronáuticas proyectadas (también llamados costos de aerolíneas), en relación con otras terminales dentro del aeropuerto. La presencia de competencia directa es un riesgo crediticio difícil de mitigar, lo que se traduce en que el financiamiento para una sola terminal de pasajeros será calificado más bajo que el negocio completo del aeropuerto (sin la presencia de garantías externas).

El nivel de tráfico de conexión puede presentar un perfil de mayor riesgo con el tiempo, ya que es una función de las decisiones de ruta de la aerolínea y de la ubicación del aeropuerto. Generalmente, Fitch considera que un porcentaje alto de tráfico de conexión (ej. 60% o más) es un atributo 'Más Débil'. Sin embargo, los grandes centros de conexión ubicados en áreas metropolitanas principales con una fuerte demanda de O&D, una ubicación favorable a lo largo de los principales corredores aéreos, instalaciones superiores y una estructura de costos favorable tienen más probabilidades de retener servicios en caso de que una aerolínea atreviese por una dificultad financiera o quiebra, en comparación con centros de conexión secundarios o terciarios más pequeños.

Mientras que un aeropuerto de conexión puede gozar de cierto grado de monopolio del tráfico de O&D, podría competir, en cambio, con otros aeropuertos centrales para el tráfico de conexión. El análisis de la competencia por los vuelos de conexión está estrechamente relacionado con las respectivas fortalezas de los mercados de O&D, ya que estos últimos alimentan a los primeros. Fitch también evalúa la dependencia de un aeropuerto de los volúmenes de pasajeros internacionales o de larga distancia. Los viajes internacionales complementan la demanda local. Sin embargo, los aeropuertos con una proporción significativa de tráfico internacional, particularmente de una sola región del mundo, pueden ser más susceptibles a los cambios en los patrones de viaje ocasionados por fuerzas externas en la economía global.

El tráfico de carga también puede desempeñar un papel en la calidad crediticia de un aeropuerto, particularmente si uno o más transportistas aéreos cuenta con presencia operativa importante, ya que las operaciones de carga principales sirven para diluir los costos del aeropuerto entre una base de clientes más amplia, y reducir con esto la carga de costos transmitida a los pasajeros de las aerolíneas. Finalmente, las operaciones nocturnas de los transportistas de carga aumentan el uso y la eficiencia del aeropuerto. Sin embargo, la actividad de carga puede ser más volátil y exacerbar la volatilidad general si el volumen de pasajeros y de carga se mueve en la misma dirección. Durante los años de expansión económica, el tonelaje de carga puede crecer a un ritmo más rápido que el tráfico de pasajeros y viceversa. Por lo tanto, la administración del aeropuerto podría necesitar mantener un respaldo financiero mayor a través de coberturas o reservas con el fin de administrar la volatilidad asociada con el ingreso recibido por el tráfico de carga.

Rol del Aeropuerto

Existen dos fuentes de crecimiento de pasajeros en un aeropuerto: captación terrestre (mercado O&D) y captación por aire (mercado de conexión o de tránsito). Si bien la combinación de estas fuentes moldea el rol del aeropuerto, Fitch otorga más peso al primero, ya que este último puede reducirse o eliminarse mediante la toma de decisiones corporativas. Según esta visión, la agencia generalmente ubica a los aeropuertos en una de las siguientes tres categorías.

Gran Centro de Conexión o Central/Acceso Internacional

Los grandes centros de conexión o aeropuertos centrales combinan las dos fuentes: base fuerte de O&D (bases económicas importantes y fuertes con altos ingresos discretionales) y potencial de centralización establecido (es la base de una aerolínea importante, la buena posición en la red de transporte aéreo que ofrece fuerte conectividad, una infraestructura sólida que permite tener transferencias rápidas y eficientes). La conectividad se mide a través de una serie de criterios, entre los que destacan el acceso a la mayor parte de las rutas dentro de un tiempo razonable de conexión ("ruta más rápida"). La combinación de estas fuentes provoca que las líneas aéreas puedan agregar tráfico de alimentación al tráfico local y mejorar los factores de ocupación, un pre-requisito para tener un sistema de distribución radial exitoso. Muchos de estos aeropuertos también sirven como punto de partida central para el tráfico internacional entrante y saliente. Fitch considera que la captación por aire (tráfico de conexión) es más volátil a lo largo del tiempo y una fuente de riesgo crediticio para ciertos aeropuertos de centros de conexión.

O&D/Regional

Los aeropuertos que no cuentan con tráfico de conexión significativo pueden tener varios perfiles. El poder de mercado se mide a través del tamaño de la zona de captación de pasajeros (exclusivamente terrestre), la resiliencia de su mercado de origen, así como de su atractivo (como destino). Las aerolíneas de bajo costo han favorecido a los aeropuertos más pequeños de O&D dentro de un área comercial aérea importante, con la desventaja de que a menudo dependen de promociones (o subsidios pagados por el aeropuerto) para estimular la oferta de rutas de las líneas aéreas.

Centros de Conexión Secundarios/Mercado Turístico o de Placer

Los centros de conexión secundarios son aquellos aeropuertos que sirven dentro de una red de rutas integral de una aerolínea, pero que representan una base menos crítica de servicio de conexión que podría ser absorbida por otro aeropuerto, en última instancia. Estos aeropuertos típicamente atienden a ciudades capitales de mediano tamaño o a ciudades regionales, que tienen una ubicación adecuada pero no fundamental en el sistema regional de transporte aéreo. Sin embargo, pueden estar expuestos a competencia de capacidad instalada en otros lugares. Fitch también incluye en esta categoría a aeropuertos que respaldan un área de servicio de comercio aéreo dominado por viajes turísticos.

Fitch no define específicamente el área de servicio por el territorio circundante, sino por el tamaño y fortaleza del mercado atendido. Por ejemplo, un aeropuerto en una isla frecuentada por turistas podría tener tintes monopólicos, pero su clientela podría estar compuesta por turistas extranjeros, por lo que podría competir con otros destinos turísticos con características similares. Cuando distintos aeropuertos dan servicio a un área o región, la

competencia se convierte en un factor importante. Fitch evalúa a un aeropuerto alternativo que provee servicios aéreos comparables o mejores y que se encuentra dentro de un tiempo razonable de distancia (ej.: dos horas) como una amenaza de competencia real o potencial. La ubicación cercana a áreas de negocios o poblacionales, el acceso al transporte público y a los sistemas de autopistas regionales y los niveles de servicio/tarifas influyen en la elección del aeropuerto por parte del pasajero. Fitch analiza estos factores para determinar la ventaja competitiva relativa de un aeropuerto.

Análisis de Aerolíneas

Fitch considera la cantidad y calidad de los servicios aéreos prestados en un aeropuerto, incluyendo el número de vuelos diarios, los destinos sin escala atendidos, las tarifas promedio, los factores de ocupación, los rendimientos de las aerolíneas, el tipo y número de aerolíneas (aerolínea tradicional, de bajo costo, afiliado regional suburbano e internacional), así como la participación de mercado (por línea aérea nacional, incluyendo afiliadas) en una base histórica y proyectada. La agencia también revisa la participación de mercado de cada aerolínea como un medio para determinar el nivel de riesgo de concentración financiera que presenta una sola aerolínea.

La calificadora considera que los aeropuertos con variedad de aerolíneas tienen un perfil de riesgo más fuerte que los aeropuertos en los que predomina una aerolínea. Fitch observa que, históricamente, las dificultades financieras y/o las bancarrotes observadas históricamente de manera colectiva en la industria aérea, han tenido un efecto mínimo en las operaciones aeroportuarias, aunque los aeropuertos de central de conexión secundarios, los cuales están más expuestos a las operaciones de conexión (nacional en los EE. UU. e internacional en la mayoría de los lugares), han enfrentado una mayor exposición a cambios operativos o dificultades financieras de la industria de las aerolíneas.

La exposición de un aeropuerto a la salud financiera de sus líneas aéreas inquilinas debe considerarse en el contexto de la función del aeropuerto. Es más probable que un aeropuerto de O&D tenga una base de aerolíneas diversificada y no esté materialmente expuesto, ya que la demanda no es creada por una aerolínea en específico. De hecho, si la demanda está vinculada a la ubicación, la experiencia muestra que los períodos de recuperación, después de la quiebra de una aerolínea, son relativamente breves.

Fitch cree que el riesgo de concentración puede ser en parte mitigado por la importancia estratégica del mercado específico para la aerolínea. El nivel de inversión de capital privado por parte de la aerolínea en el aeropuerto puede mitigar parte de este riesgo. Fitch evalúa los recursos financieros de la aerolínea, los rendimientos alcanzados en el aeropuerto, las ramificaciones financieras potenciales para el aeropuerto si la aerolínea redujera significativamente su servicio o se retirara por completo, y los prospectos que podrían reemplazar el servicio en caso de que las condiciones del mercado cambiaran.

En el caso en que una sola aerolínea tenga una posición dominante del mercado y contribuya con una gran parte de los ingresos operativos totales, Fitch considera el riesgo asociado con la salida o quiebra potencial, así como las mitigantes de estos riesgos, más allá del análisis de reemplazo potencial mencionado. Estas consideraciones incluyen la capacidad de la administración de mantener los costos competitivos de las aerolíneas a través de la administración de gastos proactiva y el desarrollo de ingresos no aeronáuticos que no dependen del tráfico de conexión.

Riesgo de Precio

En conjunto con el análisis de demanda, Fitch se enfoca en evaluar la capacidad contractual/regulatoria, y la flexibilidad práctica del aeropuerto para aumentar sus tarifas aeronáuticas y/o comerciales para cubrir los gastos y las obligaciones de la deuda. Los mecanismos para transferir los costos a las compañías aéreas varían ampliamente, tanto de un país a otro, como entre los aeropuertos de un mismo país. La agencia evaluará la capacidad de un aeropuerto para generar tarifas dentro del contexto de transparencia y flexibilidad.

Los cargos aeronáuticos son, por lo general, una de las fuentes principales de ingresos que garantizan las obligaciones de deuda aeroportuaria y probablemente serán la fuente de retención a la cual se acude en un escenario a la baja. Los ingresos aeronáuticos pueden ser

Fijación de Tarifas por Contrato con Aerolíneas y Términos de Cargos Aeroportuarios

- Saldo residual total: Las aerolíneas están obligadas a cubrir todos los costos del aeropuerto netos de cualquier otro recibo de ingresos.
- Saldo del centro de costo: Las aerolíneas están obligadas a cubrir los costos netos asociados con los centros de costo de las aerolíneas.
- Compensatorio: Las aerolíneas están obligadas a cubrir una asignación proporcional de costos en centros de costo basados en las aerolíneas.
- Híbrido: Contratos con aerolíneas con una mezcla de términos de recuperación de costos residual y compensatorio.
- Single-till: Todas las actividades aeroportuarias (incluyendo comercial) están consideradas en el nivel de los cargos aeroportuarios
- Dual-till: Sólo las actividades aeronáuticas están consideradas en el nivel de los cargos aeroportuarios.

calculados de distintas maneras (pasajeros, peso de la aeronave, flujo de tráfico aéreo, tarifas especiales o una combinación de estos últimos) y no están necesariamente correlacionados con el número de pasajeros. Como tal, Fitch revisa de cerca la relación financiera entre el aeropuerto y las aerolíneas que utilizan las instalaciones.

Varios métodos de fijación de precios son utilizados para recuperar la totalidad o una parte de los gastos de operación y mantenimiento, la rehabilitación, y los requerimientos del servicio de la deuda del aeropuerto. Estos incluyen: legislación (como se aprecia en la mayoría de los países de Europa continental); determinaciones reglamentarias (aeropuertos regulados en Reino Unido, España); el contrato de uso y arrendamiento de la línea aérea (más común en los EE. UU. y Australia); tarifas basadas en el volumen, tales como impuestos por despegues, cargos por uso de instalaciones y cargos por pasajeros aéreos; y mandato local o del consejo. Estos contratos o regulaciones también pueden abordar directamente cómo se tratan los ingresos no aeronáuticos en relación con la estructura de costos generales del aeropuerto (ej. compartida con las aerolíneas para compensar pagos de alquiler y de aterrizaje, o retenidos por el aeropuerto para necesidades futuras de capital).

Dada la competencia en la industria de aerolíneas y el relativamente importante riesgo de contraparte asociado con las aerolíneas individuales, Fitch evalúa los acuerdos contractuales o marcos regulatorios para determinar la recuperación de costos permitida, en los que se observa que el mayor porcentaje de transferencia se traduce en un atributo evaluado en "Más Fuerte".

Ingresos Comerciales

Los ingresos comerciales (como tiendas, estacionamiento, renta de automóviles y transporte terrestre) han evolucionado colectivamente para convertirse en componentes líderes de los ingresos, los cuales cubren los gastos aeroportuarios y el servicio de la deuda. Estos ingresos diversificados pueden mejorar la cobertura del servicio de la deuda o reducir el nivel de apalancamiento dada su capacidad para estabilizar (cargos aeronáuticos) en los buenos tiempos, para proveer efectivo excedente para la preservación de activos, o para aumentar los márgenes operativos del aeropuerto. Fitch evalúa el gasto hecho por cada pasajero como histórico y proyectado, y considera el desarrollo de otros ingresos comerciales. El crecimiento de ingresos comerciales que cumpla o supera el flujo de pasajeros es considerado de manera más positiva. Sin embargo, la agencia hace una distinción entre los efectos de recuperación y los esfuerzos planeados a largo plazo para mejorar el ingreso comercial por pasajero.

Si bien el enfoque de cada aeropuerto hacia sus inquilinos comerciales es único, muchos aeropuertos han desarrollado con éxito cierta protección contra escenarios a la baja mediante la introducción de rentas mínimas. Estos acuerdos generan ingresos que se ven menos afectados por la volatilidad de los abordajes. Los ingresos inmobiliarios, especialmente los que provienen de oficinas y hoteles propiedad de compañías aeroportuarias y administrados por terceros (a menudo no involucrados en actividades aeronáuticas), generalmente están aislados de las fluctuaciones en los niveles de tráfico de la aviación. Dicho esto, los bienes raíces comerciales son volátiles por naturaleza. Fitch, por lo tanto, evalúa los riesgos y recompensas asociados con esta diversificación.

Desarrollo, Renovación/Obsolescencia de Infraestructura y Vida Económica

La reinversión continua garantiza el uso ininterrumpido de las instalaciones aeroportuarias y el atractivo del aeropuerto para las líneas aéreas y los pasajeros. Asimismo, el financiamiento regular de las necesidades de reinversión puede mitigar los aumentos requeridos en los cargos aeronáuticos, así como la cobertura del servicio de la deuda anual y los índices de apalancamiento. Al evaluar un aeropuerto, Fitch revisa el nivel de reinversión incorporado en el plan de inversión de capital del aeropuerto para determinar si existe suficiente fondeo para satisfacer estas necesidades. En caso de aplicar, Fitch también considerará el grado en que el marco de concesión vigente prevé la recuperación requerida de los costos de inversión de capital a través de ajustes en las tarifas.

El riesgo de obsolescencia es limitado para aeropuertos más eficientes, debido a la escasez de ubicaciones alternativas adecuadas y los obstáculos financieros y regulatorios para construir

instalaciones competitivas. Sin embargo, los aeropuertos de primera y segunda generación en grandes áreas urbanas pueden tener el riesgo de ser reemplazados por instalaciones más nuevas y más grandes (usualmente más alejadas de los centros urbanos). En la mayoría de los casos, la competencia de otros medios de transporte puede ser una amenaza importante [ver apartado de Riesgo de la Operación en la página 6], pero puede que no detone el cierre del aeropuerto.

Fase de Construcción durante la Operación

Los emisores que operan grandes activos de infraestructura, como es el caso de los aeropuertos, participan en grandes proyectos de inversión de capital como parte de la renovación y ampliación de la infraestructura existente, incluso mientras continúan las operaciones.

Los operadores de las instalaciones existentes pueden tomar el papel de administrador general de construcción en proyectos de mejora. Fitch considera que un contrato completo de ingeniería, procuración y construcción (contrato EPC) es una forma razonable de mitigar los riesgos de retrasos, desempeño y exceso de costos. El riesgo de construcción se podría mitigar al emplearse un modelo de dueño/constructor a través de un presupuesto de tamaño adecuado, mecanismos de contingencia y un dueño adecuado con experiencia relevante, y puede incluir algún nivel de garantía de construcción por parte de una contraparte solvente.

Los proyectos de mejora en instalaciones operativas requieren de administradores que manejen una infinidad de desafíos. Se dará menos énfasis a la evaluación del contratista y más a la experiencia de la administración en este tipo de proyectos de construcción, así como a su capacidad para manejar los riesgos y cualquier costo resultante dentro del perfil de crédito existente del emisor. La presencia de un equipo de administración con un historial de entrega de proyectos de inversión de capital a tiempo y en presupuesto es un mitigante sustancial al riesgo del contratista, lo que es considerado como un atributo Más Fuerte, al tratarse de un programa de inversión de capital diseñado en fases adecuadas que se pueden modificar para reflejar cambios según sea necesario o sobre demanda.

Los operadores de grandes instalaciones de infraestructura existentes, tales como los aeropuertos, tienden a utilizar contratos llave en mano a precio fijo con menos frecuencia, prefiriendo administrar por sí mismos los riesgos de terminación a tiempo y de sobrecostos. En estos casos, Fitch revisará con la administración el plan de mejoras de inversión de capital y construcción para evaluar el riesgo que los sobrecostos y los retrasos pudieran representar para el perfil crediticio del emisor. La capacidad del emisor de continuar generando ingresos y su capacidad de absorber costos por encima del presupuesto y costos resultantes de retrasos en la construcción se considerarán en el análisis financiero.

Riesgo Macroeconómico

Una serie de problemas macroeconómicos puede afectar el desempeño operativo y financiero de los aeropuertos, así como su atractivo para las aerolíneas. Es poco probable que aquellos problemas con implicaciones a corto plazo afecten inmediatamente las calificaciones, mientras que otros con efectos más duraderos podrían conducir a un entorno cambiante que generaría presiones crediticias a largo plazo. Entre los ejemplos de dichos riesgos se incluyen cambios en las calificaciones soberanas de los países, fusiones o quiebras de aerolíneas, fijación de precios de los combustibles, brotes pandémicos (ej. SARS, H1N1), guerra o terrorismo, entre otros. Luego de enfrentar un evento como los antes descritos, Fitch evaluará la severidad de su efecto en todo el sector de aeropuertos y en los créditos individuales con mayor exposición. El alto potencial para la ocurrencia de tales eventos significará que un aeropuerto con una fuerte posición de liquidez estaría mejor posicionado para enfrentar un entorno como este.

Análisis Financiero

Estructura de la Deuda

Al igual que muchos otros activos de infraestructura, los aeropuertos a menudo presentan un apalancamiento elevado, ya sea medido en términos de capitalización total de activos o en capacidad de generación de ingresos (ej. deuda neta sobre UAFIDA (EBITDA) o deuda sobre flujo de efectivo disponible para el servicio de la deuda [FEDSD]). Dada la diversidad de instrumentos de deuda utilizados por los aeropuertos en los mercados de deuda pública y

privada, Fitch evalúa cada emisión en función de sus características individuales, estructurales y protecciones brindadas a los tenedores de bonos y acreedores a través de obligaciones de hacer y no hacer (*covenants*), requerimientos de reservas y limitaciones de apalancamiento. La agencia también evalúa cómo esto embona en la estructura de capital total del aeropuerto. Las siguientes secciones se centran en el análisis financiero que es único o importante para los créditos aeroportuarios.

Características y Términos de la Deuda

La evaluación de riesgos de Fitch se enfoca en qué tan bien la estructura de capital de un aeropuerto se ajusta con su perfil operativo y financiero. Los factores principales incluyen el vencimiento de la deuda, el perfil de amortización (amortización total contra vencimiento de pagos al final del plazo [*bullet/balloon*]), la prioridad del plan de pago o el flujo de fondos (ingresos colateralizados de forma preferente o subordinada) y el uso de obligaciones de tasa variable y contratos de derivados. La amortización rápida de la deuda y los pagos lineales o decrecientes del servicio de la deuda anual presentan menos riesgo que los vencimientos a largo plazo y/o los pagos crecientes del servicio de la deuda o pagos al vencimiento, especialmente si el riesgo de obsolescencia es elevado.

Los aeropuertos son activos maduros y, como tales, el crecimiento en el volumen es generalmente más lento, por lo que las estructuras con cargas financieras al final de los plazos son potencialmente una característica negativa para la evaluación. Se considera que los aeropuertos que contraen apalancamiento adicional y/o programas de servicio de deuda crecientes y que tienen la expectativa de cumplir con estas obligaciones adicionales con ingresos que provienen de un mayor crecimiento económico, adición de servicios, mayor volumen de pasajeros, o tasas y tarifas nuevas o incrementadas, son percibidos como aeropuertos con atributos más débiles. Las estructuras de capital agresivas que exponen al aeropuerto a riesgos de refinanciamiento o de *remarketing*, o el desempeño financiero de la contraparte, también son percibidas como atributos más débiles. Fitch evalúa la posición de liquidez del aeropuerto para determinar la medida en que estos riesgos pueden mitigarse.

Cuando sea apropiado, se aplicarán estreses a las tasas de interés descritos en el reporte de metodología “Criteria for Interest Rate Stresses in Structured Finance Transactions”.

Perfil Financiero

Fitch evalúa la capacidad de un aeropuerto de servir deuda de acuerdo al caso base, al caso de calificación y a las sensibilidades adicionales que se describen a continuación. Al determinar una calificación, la agencia busca calificar los créditos aeroportuarios a través de la volatilidad del ciclo económico. La agencia evalúa los atributos cualitativos del aeropuerto y el acuerdo contractual/marco regulatorio descrito anteriormente junto con las métricas financieras en los escenarios desarrollados. La agencia también considera los detalles del crédito del aeropuerto por sí solo y en relación con sus pares o comparables al determinar el resultado de la calificación.

Caso Base, Caso de Calificación y Sensibilidades

Fitch evalúa una variedad de escenarios económicos que un aeropuerto típicamente encuentra en un ciclo económico. El punto de partida en este análisis es el desarrollo del caso base de Fitch. El caso base representa la visión de Fitch del entorno económico razonablemente anticipado para el período de pronóstico relevante, y para el desempeño financiero y operativo del aeropuerto alcanzable en ese entorno. Los supuestos de ingresos, volumen y costos del caso base, junto con los gastos de mejoras de inversión de capital y el capital adicional planeados, se desarrollan con base en la revisión de Fitch del desempeño histórico, así como del pronóstico del patrocinador (*sponsor*) o consultor/asesor. Fitch puede incorporar algunos elementos de la proyección del patrocinador de manera aceptable para el cálculo de generación de flujo de efectivo del caso base, o puede optar por desarrollar un conjunto separado de supuestos si el caso se considera optimista.

Los flujos de efectivo desarrollados en el caso base son utilizados como el caso esperado por la agencia para dar seguimiento a la calificación, y como el punto de partida común para el análisis de estrés. Fitch también establece un caso de calificación, el cual es utilizado como punto de referencia para determinar el resultado de la calificación. El caso de calificación

generalmente refleja el volumen de tráfico, los ingresos y los gastos estresados proporcionalmente a lo que un aeropuerto específico podría encontrar a través del ciclo económico, mientras que el caso base representa las expectativas actuales.

Para evaluar el efecto de los cambios macroeconómicos en el tráfico de un aeropuerto, se pueden analizar los cambios de tráfico de pico a valle históricamente vistos en el aeropuerto, o en aeropuertos con ubicación similar. En el desarrollo del caso de calificación y donde la información esté disponible, Fitch puede considerar las correlaciones históricas de los cambios macroeconómicos en relación con los patrones de tráfico para un aeropuerto específico. En última instancia, el caso de calificación se determina para cada aeropuerto según la evaluación de sus características y atributos específicos. El caso de calificación refleja:

- El impacto por menor tráfico de pasajeros, carga o volúmenes no comerciales;
- Costos de operación y mantenimiento (O&M) elevados y/o inversiones de capital;
- Mayor apalancamiento para demostrar el efecto del plan de inversiones de capital completo o para cubrir el riesgo de construcción;
- Mayores tasas de interés, en caso de aplicar para la estructura de deuda.

Además del caso de calificación, Fitch puede analizar el efecto de un estrés aún mayor en algunos factores económicos individuales con el fin de evaluar cualquier vulnerabilidad específica de los activos y considerar si también debería reflejarse en la calificación. Fitch también puede correr escenarios breves (cortos en duración), pero severos para probar los niveles de liquidez frente a adversidades externas.

Supuestos Indicativos de Estrés de Tráfico

Tipo de Tráfico	Cambio de Tráfico contra el Caso Base (%)	Período de Recuperación
Mercado O&D Grande/Acceso Internacional	0–10	Pérdida de tráfico O&D
Mercado O&D Moderado	5–15	Pérdida de tráfico O&D
Mercado O&D Pequeño	10–20	Pérdida de tráfico O&D
Centro de Conexión Primario	25–50	Pérdida de tráfico de conexión
Centro de Conexión Secundario	50–100	Pérdida de tráfico de conexión

Fuente: Fitch Ratings

El caso base, el caso de calificación y las sensibilidades adicionales generalmente cubren un período de proyección de mínimo cinco años. Períodos de proyección más largos podrían ser más adecuados para casos en que el servicio de la deuda anual máximo se erogue en los últimos años del plazo de los bonos propuestos, o cuando se tenga una exposición de refinanciamiento significativa.

Dada la gran variedad de tamaño, características demográficas y composición del tráfico en toda la cartera de aeropuertos calificados por Fitch, puede existir una variación considerable en los supuestos utilizados de aeropuerto a aeropuerto. Algunos casos pueden permitir un tráfico positivo y tasas de crecimiento de los ingresos, mientras que otros pueden reflejar un crecimiento que va de plano a negativo. En cualquier caso, el escenario debería reflejar el crecimiento del tráfico esperado en una recesión económica de magnitud media para la economía dada.

Para aquellos aeropuertos que pronostican infraestructura adicional y ampliaciones para impulsar el crecimiento de los ingresos, también se podría analizar el retraso en la construcción y/o sensibilizar sobre costos potenciales. Además, se presta atención particular a los aeropuertos que poseen una concesión (a diferencia de aquellos con poseedores absolutos de los activos). Mientras que es típicamente adecuado para los aeropuertos con activos propios contar con un apalancamiento estable (en el caso de calificación de Fitch), aquellos que enfrentan un vencimiento en la concesión deberían presentar un patrón de desendeudamiento para liquidar toda la deuda antes de que finalice la concesión.

Fitch prevé que los aeropuertos con calificaciones altas mantendrán márgenes operativos consistentemente positivos; con el tiempo, esto también debería dar como resultado un balance general saludable, si no es que fuerte. Para evaluar el desempeño financiero del aeropuerto en función de los ingresos operativos anuales, se utiliza una combinación de los costos de las aerolíneas (cargos aeronáuticos), las razones de cobertura del servicio de la deuda, los índices de apalancamiento y los márgenes operativos, tomando en cuenta las emisiones futuras planeadas. Fitch analiza un historial multianual de los niveles de ingresos y gastos para determinar la concentración y la flexibilidad de ambos, los ingresos y los gastos.

Los aeropuertos con menos competencia y/o un área de servicio aéreo más grande probablemente estarán sujetos a supuestos de estrés de tráfico en el extremo inferior del rango, mientras que los aeropuertos expuestos a más competencia o con una base de tráfico más volátil, serán estresados con supuestos en el límite superior del rango. En el caso de los aeropuertos internacionales muy grandes, puede haber menos diferenciación entre el tráfico de conexión y el tráfico de O&D si el aeropuerto tiene una posición geográfica estratégica en el sistema de tráfico aéreo.

Los supuestos adicionales para la proyección incluyen lo siguiente:

- Los ingresos aeronáuticos seguirán las metodologías de fijación de tarifas o regulatorias.
- El efecto sobre los ingresos comerciales será proporcional a las tendencias del tráfico, pero también se podrían tomar en cuenta las rentas mínimas, nuevos activos generadores de ingresos (en la medida en que se acuerden contractualmente) o los aumentos tarifarios adoptados.
- El crecimiento de los gastos de operación se fijará a tasas de crecimiento históricas o ligeramente superiores, dada la naturaleza fija de la base de gastos. Se realizarán algunos ajustes a la baja cuando se asuma que el tráfico de conexión disminuirá significativamente.
- La deuda reflejará los planes de emisión para expansiones y rehabilitaciones en los próximos cinco años. Fitch puede ajustar el apalancamiento propuesto hacia arriba si existiese una posibilidad significativa de que se presentaran sobrecostos.
- En la medida en que se pueda aplicar, se asumirá que las estructuras de deuda que requieran refinanciamiento incurrirán en tasas de interés por encima de las condiciones actuales del mercado.

Al analizar la solidez del balance general, Fitch pone singular atención en la liquidez y el nivel de apalancamiento. Una parte importante de su análisis se centra en la liquidez no restringida, ya que el sector aeroportuario es susceptible a condiciones adversas, ya sean derivadas de acciones de las aerolíneas, de eventos macroeconómicos o de ciclos económicos. Las métricas consideradas incluyen la razón de efectivo/caja sobre deuda y los días de efectivo en mano. Con reservas saludables, los aeropuertos pueden utilizar los fondos no comprometidos de varias maneras, incluyendo el soportar la quiebra potencial de una aerolínea, un incidente terrorista o de salud o un desastre natural, así como el financiamiento en efectivo de mejoras de inversión de capital o la reducción de la carga de costos transferida a las aerolíneas o los pasajeros.

Fitch no incluye cuentas legalmente restringidas, tales como ingresos de bonos, fondos de reserva del servicio de la deuda o cuentas para construcción en su medición de liquidez no restringida. Sin embargo, la presencia de una cuenta de reserva de O&M, cuenta de reparación y reemplazo, una reserva de gastos de inversión de capital vinculada al nivel de desembolso de capital anticipado u otra cuenta parcialmente restringida a la que se puede acceder en caso de emergencia, serían consideradas como herramientas para la administración y un indicador de flexibilidad financiera.

Métricas Crediticias

La siguiente es una lista de indicadores financieros relevantes considerados en la calificación de aeropuertos por parte de Fitch. Muchos son universales, independientemente de la geografía. Las métricas que se evaluarán incluirán algunas o todas las siguientes:

- Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (RCSD) para bonos preferentes y/o subordinados;

- Razón de cobertura de la vida del préstamo (RCVP);
- Razón operativa;
- Cargo aeronáutico por persona/tarifa de uso de aeropuerto (fuera de EE. UU.)/costo por embarque (CPE, EE.UU.);
- Deuda por pasajero;
- Deuda por embarque total o deuda por embarque O&D;
- Apalancamiento: Deuda neta sobre UAFIDA (FEDSD);
- Días de efectivo a la mano;
- Efectivo no restringido e inversiones sobre deuda a largo plazo;
- Servicio de deuda como porcentaje de los ingresos operativos;
- Ingresos no aeronáuticos como porcentaje de los ingresos operativos.

Guía de Calificación

La tabla de guía indicativa para calificación resalta los rangos típicos de apalancamiento de acuerdo a las diferenciaciones en los perfiles de riesgo de ingreso para riesgo de volumen y precio. Por ejemplo, los aeropuertos que tienen atributos más fuertes por volumen y/o precio pueden mantener niveles de apalancamiento más altos para una categoría de calificación dada.

Apalancamiento – Tabla de Guía Indicativa para Calificación

Perfil de Riesgo de Ingreso	Riesgo Volumen/Precio	AA	A	BBB	BB
Más Fuerte	F/F	≤ 8.0x	8.0x-12.0x	12.0x-15.0x	≥ 15.0x
Fortaleza Media Alta	F/M, M/F	≤ 4.0x	4.0x-8.0x	8.0x-12.0x	≥ 12.0x
Fortaleza Media	M/M, F/D	—	≤ 4.0x	4.0x-8.0x	≥ 8.0x
Fortaleza Media Baja	M/D, D/M, D/F	—	—	≤ 4.0x	≥ 4.0x
Más Débil	D/D	—	—	—	≤ 4.0x

F – Más Fuerte. M – Fortaleza Media. D – Más Débil.

Fuente: Fitch Ratings

Influencia de la Posición de Liquidez y la Estructura de la Deuda

Otros aspectos relevantes para la calificación son la estructura de la deuda del aeropuerto y el exceso de liquidez. Los ejemplos de una estructura de deuda más sólida incluyen, obligaciones preferentes con deuda totalmente amortizable, obligaciones de hacer y no hacer conservadoras y limitaciones en distribuciones de efectivo. Es posible que los gravámenes subordinados se traten como estructuras de deuda de Fortaleza Media o Más Débiles, dependiendo de sus respectivos perfiles de amortización, obligaciones de hacer y no hacer y limitaciones de apalancamiento adicional. Las estructuras de deuda de Fortaleza Media podrían tener hasta un nivel de calificación menor y las estructuras de deuda más débiles podrían tener dos o más niveles de calificación menor.

La tabla de calificación anterior considera principalmente el apalancamiento del aeropuerto sobre una base consolidada, capturando todas las obligaciones de deuda preferentes y subordinadas. Aunque se espera que el grado de prelación preferente en sí mismo tenga un índice de apalancamiento menor en comparación con el de una base consolidada, considerando además que, en ocasiones, el diferencial puede ser significativo dependiendo de la cantidad de deuda puntual que se tenga en cada nivel de prelación, el puntaje de calificación entre dos deudas con dos grados de prelación distintos puede seguir siendo estrecho. Esto dependerá de los perfiles de vencimiento, así como de los aspectos estructurales de la deuda, como las provisiones de incumplimiento cruzado y las provisiones de aislamiento, o la capacidad de ajustar el perfil de la deuda en los años futuros para nuevos proyectos que requieran de efectivo o para reembolsos. Aun así, Fitch no hace distinción en las calificaciones de los créditos, de acuerdo a su grado de prelación, a menos que exista una base legal para

concluir que los pagos en el tramo preferente continuarían sin importar los incumplimientos en los tramos subordinados y la insolvencia del emisor.

Fitch determina si los emisores tienen suficiente liquidez para soportar algunas caídas durante el ciclo económico esperado. Fitch evalúa la capacidad del emisor para mantener el servicio de la deuda en escenarios a la baja, incluido el caso de calificación y varias sensibilidades y/o análisis de punto de equilibrio. El no sostener el pago del servicio de la deuda en escenarios a la baja tendría un impacto negativo en la calificación, especialmente en los casos en que el emisor no mantenga el servicio de la deuda durante períodos cortos de estrés adicional moderado.

Fitch normalmente no consideraría que el exceso de liquidez tiene influencia sobre la calificación de los aeropuertos que tienen financiamiento de deuda corporativa que presente riesgo de refinanciamiento (típicamente para aeropuertos fuera de EE. UU.), ya que su exceso de liquidez podría variar significativamente de un año a otro. Del mismo modo, los aeropuertos privados que tienen flexibilidad para pagar dividendos a sus accionistas pueden ver que su exceso de liquidez, si es que la hay, está significativamente erosionada después de alguna toma de decisiones de la administración para decretar distribuciones. También podrían influir en la calificación otros factores como el riesgo soberano, problemas de gobierno corporativo o renovaciones de la infraestructura de la tabla de guía indicativa de calificación.

Comparando Aeropuertos en E.E. U.U. y en Otras Regiones

Aunque los criterios de la metodología de aeropuertos están diseñados para proporcionar una guía común para las métricas crediticias clave, existen diferencias particulares cuando se comparan los aeropuertos de EE. UU. con la mayoría de aeropuertos de otras regiones. Estas áreas incluyen:

- **Propiedad:** La propiedad del aeropuerto y el control operativo, total o parcial, bajo la participación del sector privado prevalece actualmente fuera de los EE. UU., mientras que la mayoría de los aeropuertos estadounidenses se operan como fondos empresariales dentro de una organización gubernamental más grande, ya sea una ciudad, un condado o un estado, o como una autoridad pública independiente creada bajo los estatutos específicos del estado. Con un flujo de efectivo optimizado para proveer retorno sobre acciones, la propiedad privada podría generar proyecciones de efectivo potencialmente menos predecibles (ej. dividendos).
- **Tarifas:** La mayoría de los aeropuertos caen en uno de los dos siguientes tipos principales de regulación económica o de marco de recuperación de costos: (i) todas las actividades están reguladas o contractualmente cubiertas (ej. "caja única" [single till] en Europa, metodología residual en EE. UU.), o (ii) solo se regulan los ingresos generados por la aviación o cubiertos por contrato (ej. "caja doble" [dual till] en Europa, metodología compensatoria en EE. UU.).
- Dependiendo de la forma de regulación o de recuperación de costos, la capacidad de generar mayores flujos de efectivo operativos puede estar sujeta al desempeño operacional. La mayoría de los aeropuertos de EE. UU. operan bajo contratos residuales y/o compensatorios y pueden mantener un riesgo financiero reducido relacionado con el tráfico. En contraste, los aeropuertos bajo una concesión o régimen regulatorio, pueden tener riesgos financieros más elevados. Por ejemplo, una concesión podría solo permitir aumentos fijos en las tarifas o un regulador podría solo permitir que un aeropuerto recuperara sus costos aeronáuticos a través de cargos predefinidos basados en el tráfico esperado y el costo aeronáutico sin alcance o con un alcance limitado para compensar un desempeño bajo del tráfico relacionado con determinaciones regulatorias.
- **Estructura de la deuda:** Los aeropuertos de EE. UU. tienen estructuras de deuda bastante homogéneas y utilizan el mercado municipal para emitir deuda amortizable a largo plazo a tasa fija. Por el contrario, fuera de los EE. UU., hay una mayor tendencia a utilizar obligaciones del tipo corporativas, lo que significa bonos no amortizables. Por lo tanto, se considera que los aeropuertos de EE. UU. tienen estructuras de deuda más sólidas, con menos riesgo de refinaciamientos o costos de intereses variables (riesgo de servicio de la deuda).

Teniendo en cuenta estas distinciones, es más probable que los aeropuertos de EE.UU., con perfiles de riesgo de ingresos similares, puedan mantener posiciones de apalancamiento más altas para el mismo nivel de calificación, en comparación con las de otras regiones.

Modelos

Fitch podría usar los siguientes modelos en el análisis de créditos del sector aeroportuario: modelo AST de GIG, Corporate Monitoring and Forecasting Model (modelo COMFORT) y modelos de terceros. La sección de Modelos en la “Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos” (Infrastructure and Project Finance Rating Criteria) provee la descripción de estos modelos.

Razones Financieras

RCSD de la deuda preferente o subordinada: Ingresos operativos totales menos los gastos operativos totales netos de depreciación, divididos entre el servicio de deuda de carácter preferente o subordinado. Los ingresos disponibles pueden incluir ingresos no operativos, tales como cargos al pasajero por uso de instalaciones, fondos disponibles para proporcionar cobertura adicional y ciertas compensaciones al servicio de la deuda permitidas según los documentos de bonos/préstamos. Enfoque de RCSD de anualidad sintética: Normalmente calculado hasta un período de 25 años. FEDSD para los aeropuertos de concesión también incorporará los costos principales de mantenimiento y renovación. El servicio de la deuda se calcula con el saldo insoluto de la deuda para el año específico y el costo promedio de la deuda sobre el mismo tenor.

RCVC: Relación entre el valor presente de los flujos de efectivo netos y el saldo de la deuda insoluta.

Razón de cobertura de intereses (RCI): Flujo de efectivo disponible para el servicio de la deuda dividido entre el costo del interés.

Razón de operación: Ingresos operativos totales menos los gastos operativos totales netos de depreciación, divididos entre los ingresos operativos totales. Las fuentes de ingresos no operativos, tales como los ingresos por cargos de uso de instalaciones para pasajeros o las subvenciones operativas, se excluyen de esta razón.

Costo por Embarque (CPE) de la Aerolínea: Estimación del costo por cada pasajero embarcado en un aeropuerto, derivado de dividir los ingresos de la aerolínea (por lo general, cargos por aterrizaje y alquiler de terminales) entre el total de pasajeros embarcados.

UAFIDA (FEDSD): Utilidad antes de gastos financieros, impuestos, depreciación y amortización o flujo de caja disponible para el servicio de deuda (es decir, ingresos netos colateralizados). En el caso de los aeropuertos de EE.UU., los costos de mantenimiento mayor y las inversiones de capital no se incorporan en el cálculo de FEDSD.

Días de Efectivo en Mano (DEM): Efectivo no restringido e inversiones divididos entre los gastos operativos diarios realizados en efectivo.

Efectivo No Restringido e Inversiones en Relación a la Deuda a Largo Plazo: Efectivo no restringido e inversiones dividido entre la deuda a largo plazo menos los vencimientos a corto plazo.

Servicio de Deuda como Porcentaje de Ingresos de Operación: Indicación del porcentaje de ingresos anuales necesarios para cubrir los intereses anuales del bono y los pagos de principal.

Ingresos No Aeronáutico como Porcentaje del Total de Ingresos Operativos: Ingresos obtenidos de fuentes no aeronáuticas, como estacionamiento, alimentos y bebidas, y concesiones a empresas de renta de automóviles, como porcentaje de los ingresos operativos totales.

Deuda Neta/UAFIDA (o FEDSD): Deuda bruta menos saldos de caja no restringidos y fondos de reserva de deuda divididos entre la UAFIDA. Los arrendamientos financieros a largo plazo se incluirán en el cálculo de la deuda bruta.

Riesgos de Contraparte

La premisa detrás de los aeropuertos es esencial. Cuanto más esencial sea el aeropuerto, es menos probable que una quiebra o liquidación de una aerolínea individual impacte el perfil financiero, ya que sería probable que el servicio fuera reemplazado por una aerolínea más sana. Entre más débil sea la posición del aeropuerto en el mercado o el tráfico (ej. tráfico de conexión), más elevada será la exposición a la contraparte. Se considera que la mayoría de los aeropuertos en la cartera de Fitch pueden verse como aeropuertos con una posición en el mercado moderadamente fuerte, con calificaciones que reflejan evaluaciones que van de moderadamente fuerte a muy fuerte. Como resultado de esto, hay una conexión menos directa entre la calificación de un aeropuerto determinado y la de sus aerolíneas. Sin embargo, si la industria en general se debilita significativamente, el crédito aeroportuario también podría sufrir.

Un aeropuerto puede compensar parte del riesgo asociado con una posible salida o quiebra de sus aerolíneas arrendatarias. Algunas de las prácticas de gestión más efectivas para mitigar el riesgo de tráfico resultante de una aerolínea dominante son mantener un apalancamiento manejable y mantener bajos los costos de las aerolíneas (cargos aeronáuticos). De la misma forma, algunos aeropuertos requieren que las líneas aéreas inquilinas mantengan un depósito de reserva operacional o carta de crédito (LOC, por sus siglas en inglés), típicamente equivalentes a los gastos de operación de una aerolínea dentro de cierto período, el cual puede utilizarse en caso de una salida o cese de pagos por parte de la línea aérea. Aunque este depósito o LOC no compensaría al aeropuerto a largo plazo por la pérdida de una aerolínea, podría servir para mitigar los costos operativos a corto plazo. El monitoreo minucioso de la facturación mensual de las líneas aéreas inquilinas también puede evitar demoras en el flujo de pagos de una aerolínea y podría reducir el monto de cualquier responsabilidad de pago previa que se deba al aeropuerto en caso de quiebra de una aerolínea.

Análisis de Pares

Al revisar un aeropuerto contra sus pares, Fitch primero considera otros aeropuertos con tamaño de tráfico similar, perfil de servicio de las aerolíneas y características económicas. Los aeropuertos con diferentes perfiles también se comparan para fines de consistencia. Las métricas financieras se evaluarán junto con la estructura legal y el marco regulatorio que respalda la deuda. En este análisis, se utiliza generalmente un subconjunto de la lista expuesta en el apartado Métricas Crediticias en la página 15.

Análisis de la Deuda de Instalaciones Relacionadas con el Aeropuerto

El análisis de la deuda financiera sin garantía emitida para construir instalaciones ubicadas dentro de un aeropuerto, como instalaciones para la renta de automóviles, instalaciones de manejo de carga, instalaciones de almacenamiento de combustible y estacionamientos, incluirá una evaluación específica de los riesgos de demanda, construcción y operativos asociados con esa instalación específica. Por definición, no se puede recurrir a los ingresos generales del aeropuerto para hacer frente a estos riesgos. Sin embargo, los factores de demanda que impulsan el uso de estas instalaciones estarán estrechamente vinculados con los del aeropuerto en general y pueden evaluarse en parte con el marco utilizado en esta metodología. La evaluación de los riesgos de construcción, los riesgos operativos y otros elementos de riesgo de un financiamiento de proyecto independiente se evaluarán utilizando el marco y los atributos detallados en la "Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos" (Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance).

Un elemento clave que sustenta el racional económico y financiero de las calificaciones de proyectos aeroportuarios es el paquete de obligaciones financieras y otros aspectos legales de la estructura del financiamiento. La evaluación de Fitch se enfoca en los requisitos de tarifas, mecanismos antidilución y las limitaciones de distribución, el flujo de fondos y la liquidez requerida. El análisis de crédito también incluye los derechos de intervención del acreedor y las obligaciones de hacer y no hacer vinculadas a las obligaciones de la concesión y la ley aplicable. Existe un rango moderado de pruebas/requisitos que pueden usarse para mitigar el riesgo de incumplimiento de pago.

Sensibilidad de Supuestos de Calificación

Las calificaciones aeroportuarias están sujetas a ajustes positivos o negativos basados en la experiencia real del proyecto. La siguiente es una lista no exhaustiva de las sensibilidades principales que pueden influir en las calificaciones de los aeropuertos:

- **Desempeño del volumen:** Los cambios en el desempeño del volumen esperado, ya sea en términos de pasajeros o volumen de carga, u otras actividades relacionadas con la aviación, pueden afectar la capacidad de un proyecto para generar ingresos y reducir potencialmente su capacidad para servir la deuda.
- **Riesgo de precio:** Aumentos de tarifas inferiores a las esperadas, cambios en la regulación o cambios en los términos contractuales a largo plazo podrían reducir la generación esperada del flujo de efectivo, lo que afectaría las métricas de cobertura y apalancamiento, finalmente impactando de manera negativa la calificación del aeropuerto.
- **Costos:** Los gastos de operación y los de inversión de capital que se desvían sustancialmente de las proyecciones pueden indicar una volatilidad de costos mayor a la esperada, mayores necesidades de fondeo a las estimadas, o una falla para estimar o capturar adecuadamente todas las partidas de costos relevantes.
- **Protección de los acreedores:** Un paquete de requisitos financieros más laxo, reservas de liquidez y mantenimiento u otros aspectos legales de la estructura de financiamiento podrían reducir la protección de los acreedores y afectar negativamente la calificación del aeropuerto.

Variaciones Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para utilizarse en conjunto con un juicio analítico experimentado en el transcurso de un proceso de comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción o emisor por emisor, y la divulgación completa mediante un comentario de calificación, fortalecerán el proceso de calificación de Fitch, al mismo tiempo que contribuirán a la compresión por parte de los participantes del mercado del análisis de las calificaciones de la agencia.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estas metodologías para reflejar los riesgos de una transacción o un emisor específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluyendo el impacto sobre la calificación cuando corresponda.

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, aspecto u otro factor relevante para la asignación de una calificación, así como la metodología aplicada para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero que el análisis descrito en la misma requiera modificarse para contemplar factores específicos para la transacción o emisor en particular.

Fuentes de Información

Los supuestos de calificación clave para los criterios se basan en los documentos de la transacción y datos e información recibida de emisores y/o deudores de los proyectos financiados, estructuradores, ingenieros independientes, consultores y otras terceras partes, información pública y el juicio analítico de Fitch.

Limitaciones

Las calificaciones asignadas por Fitch, incluyendo las observaciones de calificación y perspectivas, están sujetas a las limitaciones especificadas en las Definiciones de Calificaciones de Fitch, disponibles en el sitio web <https://www.fitchratings.com/site/definitions>.

Apéndice: Aplicación de la Metodología a Proyectos Independientes de Financiamiento de Renta de Automóviles

Un número creciente de aeropuertos en EE.UU. ha desarrollado o tiene planes para financiar y crear un servicio de renta de automóviles (CONRAC; *consolidated rental car facility*) en el aeropuerto. En muchos casos, los aeropuertos utilizan deuda independiente para financiar estas instalaciones especiales, en lugar de incorporar el financiamiento a los bonos existentes respaldados por ingresos. Este apéndice destaca los factores de riesgo relacionados con el perfil de ingresos, las consideraciones de la estructura de la deuda y la guía indicativa de los niveles de cobertura del servicio de la deuda.

La fuente principal de ingresos para garantizar los costos del proyecto CONRAC son los cargos al cliente por el uso de instalaciones (CCUI). El CCUI se establece por día o por transacción y es incluido en la base de tarifas cobradas por la arrendadora de automóviles. En la actualidad, los CCUI son utilizados en muchos aeropuertos de EE. UU., y la tarifa se establece típicamente bajo los lineamientos de la legislación local que, en muchos casos, no limita los niveles de las tarifas.

La generación de ingresos de CCUI usualmente no es dependiente de la finalización de las instalaciones, por lo que muchos aeropuertos pueden comenzar a cobrar un CCUI antes de la construcción dedicada al CONRAC. Sin embargo, en caso de que un financiamiento vincule el compromiso o disponibilidad de los ingresos de CCUI a la terminación de las instalaciones, se aplicarían los factores de riesgo de construcción descritos en la metodología de infraestructura global maestra, "Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance".

Riesgo de Volumen en Renta de Automóviles

La preocupación principal desde el punto de vista crediticio es el riesgo de volumen, común para todos los financiamientos de renta de automóviles, ya que el nivel de las transacciones de rentas y la generación de ingresos están estrechamente ligados a los volúmenes de abordaje y las expectativas de crecimiento futuro. Las proyecciones de las transacciones de renta de automóviles se basan en datos históricos reales, aunque la naturaleza única de cada mercado puede dar como resultado diferentes supuestos de crecimiento de un aeropuerto a otro. El análisis demográfico y económico del área de servicio aéreo influirá en la demanda potencial de renta de automóviles. Un mercado importante con un fuerte ambiente de negocios, opciones limitadas de transporte público y niveles de ingresos favorables son características relevantes para establecer la necesidad de los clientes potenciales para rentar automóviles. Los destinos turísticos establecidos pueden apoyar también la creciente actividad de pasajeros y renta de automóviles.

Fitch evalúa los factores específicos del mercado que incentivan la demanda de alquiler de automóviles junto con los historiales de transacciones, a corto y largo plazo, del mercado. Los mercados con medios alternativos de transporte terrestre bien desarrollados que operan hacia y desde el aeropuerto (autobuses, trenes y taxis, así como vehículos privados), pueden representar una competencia alta para la renta de automóviles. Incluso cuando las opciones actuales son limitadas, el potencial de nuevos o mejorados medios de transporte puede limitar la demanda de renta de automóviles. Por otro lado, también se evalúan las operaciones de renta de automóviles fuera del aeropuerto, así como las compañías de viajes compartidos que pudieran competir con los proveedores de renta de automóviles dentro del aeropuerto y que podrían impactar con esto el potencial de cobros de CCUI de manera negativa.

El número de empresas de renta de automóviles que atiende un aeropuerto puede variar ampliamente, desde tres a cinco compañías en aeropuertos regionales pequeños hasta más de 10 en los mercados principales. Por esta razón, existe una concentración inherente de operadores. Se considera que la diversidad de los operadores es un atributo más fuerte, ya que es más probable que promueva un entorno competitivo desde la perspectiva de precios, además de respaldar el suministro adecuado de vehículos para satisfacer la demanda de renta subyacente. Los cambios sustanciales en la participación de mercado de un año a otro o la pérdida de marcas que sirven a un mercado podrían ser indicadores de un ambiente de mayor volatilidad en la actividad de rentas.

La base de tráfico de pasajeros del aeropuerto anfitrión, con un énfasis particular en el tráfico de pasajeros visitantes de origen y destino (O&D), así como la volatilidad de dicha demanda en el tiempo, impulsa la demanda de transacciones de renta de automóviles. Durante los ciclos económicos, Fitch ha observado que las transacciones de renta exhiben una mayor volatilidad durante los períodos iniciales de desaceleración como en los períodos de recuperación posteriores, que la observada en el número de abordajes durante los mismos períodos, excluyendo el tráfico de conexión. Como resultado de esto, las transacciones de rentas y los pagos correspondientes de CCUI que respaldan los bonos son intrínsecamente más volátiles que los volúmenes de pasajeros en general.

Evaluación de Riesgo de Precio

Marco de fijación de tarifas: Se consideran también las limitaciones legales y económicas para establecer o restablecer la tarifa de CCUI. La flexibilidad legal puede limitarse por leyes estatales o términos individuales del contrato de arrendamiento entre el aeropuerto y el operador. La capacidad económica para aumentar las tarifas de CCUI puede verse afectada por factores fuera del control del aeropuerto, incluyendo el nivel de la tarifa base para la renta de automóviles y la suma de los impuestos especiales establecidos por las autoridades locales. Un mercado en el que CCUI representa un pequeño porcentaje de la tarifa base y los impuestos especiales locales sobre las transacciones de renta de automóviles son bajos representa un ambiente más favorable para la fijación de tarifas de CCUI. Por el contrario, en la medida en que los precios de la renta de automóviles sean débiles y/o los impuestos especiales sean relativamente altos, las empresas de renta de automóviles podrían resistirse más en caso de que un aeropuerto necesite elevar la tarifa de CCUI. Aunque los aeropuertos no necesariamente compiten entre sí en cuanto a la tarifa de CCUI, podrían existir algunas limitaciones económicas para aumentar las tarifas en los aeropuertos con cargos ya elevados.

Los aeropuertos establecen sus tarifas de CCUI en varias formas. Algunos establecen una tarifa inicial; mientras el desempeño de los ingresos esté en línea con las expectativas, mantendrán una estructura de tarifas plana durante varios años. Otros implementan estratégicamente ajustes de tarifas de manera frecuente. En ausencia de una limitación impuesta por el estado o una restricción asociada con los contratos de arrendamiento firmado con las arrendadoras de automóviles, los aeropuertos generalmente tienen una amplia flexibilidad legal para ajustar las tarifas, ya sea que exista o no un proyecto de arrendamiento de automóviles financiado por bonos.

Algunas leyes estatales o locales imponen limitaciones a la cantidad máxima de días que pueden cobrarse por concepto de CCUI en cualquier transacción de renta (ej. un límite de cinco o siete días); otros imponen una tarifa fija de CCUI por transacción. También pueden darse casos en los que las tarifas de CCUI se ajusten a niveles más altos y más bajos, de acuerdo con los objetivos de la administración o mediante recomendaciones de estudios de factibilidad de terceros, con la intención de mantener una generación estable de ingresos, incluso bajo condiciones de crecimiento en el número de transacciones de renta de automóviles. Fitch examina la competitividad relativa del cargo de CCUI del aeropuerto analizado en comparación con sus pares, así como la totalidad de los impuestos especiales asignados. Aunque la flexibilidad legal puede ser suficiente para realizar ajustes en las tarifas, las condiciones económicas pueden limitar la capacidad del aeropuerto para aumentar las tarifas. Fitch evalúa si el proyecto CONRAC de un aeropuerto depende de los incrementos de las tarifas de CCUI durante la vida del proyecto; tal dependencia podría acarrear un escrutinio adicional durante el proceso analítico.

Desarrollo y Renovación de Infraestructura

El factor de riesgo clave en la tabla que establece los puntajes de los atributos de desarrollo y renovación de infraestructura para aeropuertos es aplicable de manera similar a los financiamientos del CONRAC. Los CONRAC centralizan las operaciones de renta de automóviles en una instalación moderna, lo que reduce la congestión de vialidades, proporciona niveles de servicio más equitativos y optimiza la capacidad de la demanda de automóviles de renta a nivel de aeropuerto y de marca.

La complejidad y escala del proyecto varían significativamente para los CONRAC en aeropuertos. Los proyectos de baja complejidad incluyen estacionamientos con superficies simples adyacentes a la terminal de pasajeros, como es el caso del Aeropuerto Internacional de

Orlando. Los proyectos de mayor complejidad y gran escala incluyen a complejos de estacionamiento localizados fuera del sitio y conectados a la terminal de pasajeros a través de sistemas guiados como monorriel. Los proyectos más complejos requieren un presupuesto y un plan de implementación bien desarrollados, así como medidas de contingencia bien fondeadas para mitigar el riesgo de terminación. Un presupuesto inadecuado podría resultar en un apalancamiento inicial mayor, lo que, en última instancia, requerirá de una mayor tarifa de CCUI para generar ingresos adecuados.

Estructura de la Deuda

La tabla de factor de riesgo clave, la cual establece los puntajes de los atributos de la estructura de deuda para los aeropuertos, aplica de manera similar a los financiamientos del CONRAC. Fitch evalúa las provisiones de prendas y garantías, el perfil de amortización de la deuda y la cascada de pagos, incluyendo los costos operativos y las obligaciones subordinadas. Típicamente un primer derecho de retención sobre los ingresos brutos de CCUI se otorga como la primera garantía que soporta el financiamiento de las instalaciones especiales de CONRAC individuales. Todos los pagos remitidos por las arrendadoras de automóviles al aeropuerto se mantienen en fondos fiduciarios en beneficio de los tenedores de los bonos. Se pueden establecer garantías adicionales que provengan de pagos de alquiler de automóviles o reservas específicas. Una reserva para el servicio de deuda respaldada totalmente con efectivo es una característica estándar (medida contra el servicio de deuda anual máximo [SDAM]), y puede ser complementada con reservas adicionales, incluyendo las cuentas de cobertura dinámicas (estructuradas con hasta 25% del servicio anual de la deuda) y otras reservas suplementarias. Como fuente adicional de colateral para los tenedores de bonos, las agencias de renta de automóviles pueden estar obligadas a proporcionar una garantía solidaria adicional a los ingresos de CCUI a través de una renta contingente. Bajo la perspectiva de Fitch, esta mejora respalda el crédito e indica una alineación de intereses entre los aeropuertos y las arrendadoras de automóviles para mantener la estabilidad financiera de su CONRAC.

El perfil de amortización de los bonos respaldados por ingresos de CONRAC es un factor clave tanto en la evaluación de la estructura de deuda como en la calificación general, ya que un perfil de deuda creciente presenta mayores riesgos para el proyecto, al requerir crecimiento en los ingresos a lo largo del tiempo para satisfacer los crecientes requerimientos de servicio de deuda. Las estructuras de deuda para algunos CONRAC pueden tener una cascada de flujo de efectivo que requiera depósitos de pago adicionales después de servir la deuda con grado de prelación senior. Estos pueden comprender préstamos subordinados, incluyendo los proporcionados por el fondo general del aeropuerto o por acreedores externos. Los términos de amortización y repago de cualquier préstamo subordinado, así como los niveles de cobertura total, incluyendo tales obligaciones, serán considerados en la revisión de la calificación. Algunas estructuras pueden requerir también depósitos adicionales que provengan del flujo generado por el CCUI neto para cubrir los costos operativos y otros pagos (por ejemplo, pagos a la ciudad sede) que se liquidan después del servicio de la deuda. Aunque estos depósitos están integrados en el presupuesto del proyecto y en la metodología de fijación de tarifas y pueden proporcionar una cobertura adicional para la deuda senior, los usos de los flujos netos de CCUI para costos de operación y otros propósitos pueden estar limitados por la generación de reservas a largo plazo para soportar el ciclo de vida del proyecto y los costos de mantenimiento mayores.

Caso Base y Caso de Calificación de Fitch

Al desarrollar los casos base y de calificación para financiamientos de renta de automóviles garantizados con CCUI, así como sensibilidades adicionales, Fitch inicia con la evaluación de los niveles históricos de abordaje y el rendimiento de las transacciones de renta, y compara este desempeño con las previsiones de crecimiento actuales y anteriores. Con base en esta evaluación, Fitch establecerá los perfiles de ingresos de CCUI adecuados para cada escenario. El análisis en los abordajes se centra principalmente en el componente de destino del tráfico de pasajeros y, de manera similar, a la metodología aplicada al desempeño del tráfico del aeropuerto en general. Fitch evalúa una variedad de escenarios económicos con que un aeropuerto típicamente se encuentra a lo largo de un ciclo económico. Dada la mayor volatilidad observada en las transacciones de renta de automóviles en comparación con la observada en el tráfico de pasajeros, es probable que los escenarios de flujo de efectivo de los

casos base y de calificación reflejan una variación más amplia en los niveles de desempeño de las transacciones de renta. El caso base será utilizado como el caso esperado de desempeño y como punto de partida común para el caso de calificación y cualquier sensibilidad adicional. La diversidad de los mercados de los aeropuertos que albergan las instalaciones de CONRAC, incluido el tamaño del aeropuerto, la demografía subyacente y la composición del tráfico (ej.: viajes de placer frente a negocios), hacen que el tráfico del caso base y los supuestos de la transacción puedan variar considerablemente de un aeropuerto a otro.

Rangos de Calificación Indicativos

En la mayoría de los casos, los financiamientos de CCUI independientes probablemente caerán dentro de las categorías A o BBB, reflejando la estructuración del financiamiento basada en la demanda, así como la estrechez del flujo de ingresos retenidos y la imposibilidad de recurrir a los ingresos y reservas generales del aeropuerto. Mientras que otras métricas (como la de deuda neta/FEDSD) también son evaluadas, la métrica principal considerada en la calificación de proyectos CONRAC es la RCSD. La tabla a continuación resalta el rango de calificación típico de RCSD basado en las diferenciaciones de los perfiles de riesgo de ingreso por volumen y por precio. Por ejemplo, los proyectos CONRAC de los aeropuertos que tienen atributos más fuertes por volumen y/o precio pueden tener niveles de cobertura más bajos para una categoría de calificación dada.

Cobertura del Servicio de la Deuda – Guía Indicativa según el Perfil de Riesgo de los Ingresos

Perfil de Riesgo en el Nivel de Ingresos	Riesgo Volumen/Precio	A	BBB	Por debajo del GI
Más Fuerte	F/F, F/M	> 1.50x	1.2x-1.5x	< 1.2x
Fortaleza Media	M/F, M/M, F/D	> 1.80x	1.4x-1.8x	< 1.4x
Más Débil	M/D, D/F, D/M, D/D	> 2.50x	1.6x-2.5x	< 1.6x

GI – Grado de inversión. F – Más fuerte. M – Fortaleza media. D – Más débil. Nota: la razón de cobertura del servicio de la deuda es calculada para las tarifas por uso de instalaciones del año en curso, excluyendo cuentas de cobertura o reservas similares.

Fuente: Fitch Ratings

INFORMACIÓN REGULATORIA COLOMBIA

NOMBRE METODOLOGIA: Metodología de Calificación para Aeropuertos – Metodología de Sector Específico –

LINK DE PUBLICACION: <https://www.fitchratings.com/es/region/colombia/methodologies>

NÚMERO DE ACTA DE COMITÉ: 6079

FECHA DE APROBACION COMITE DE CALIFICACION: 22 de septiembre de 2020

Dado que la traducción de esta metodología aplica a nivel regional en Latinoamérica, los decimales se indican con punto y los millares con coma para efectos de estandarización de separadores nominales. Además, se usa la palabra calificación en lugar de clasificación, cuyo uso depende del país.

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

Derechos de autor © 2020 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleva a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un substituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de impresa.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".