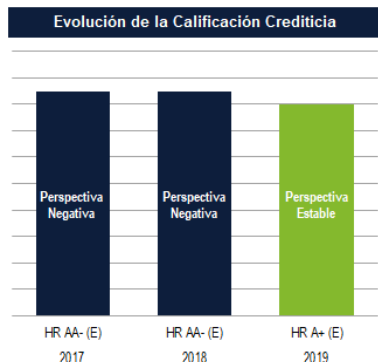


## Calificación

CASCB 11U HR A+ (E)

Perspectiva Estable



Fuente: HR Ratings

## Contactos

**Adriana De la Mora**  
Analista  
adriana.delamora@hrratings.com

**Roberto Soto**  
Director Asociado  
roberto.soto@hrratings.com

**Roberto Ballinez**  
Director Ejecutivo Senior de Finanzas  
Públicas / Infraestructura  
roberto.ballinez@hrratings.com

## HR Ratings revisó a la baja la calificación de HR AA- (E) a HR A+ (E) y modificó la Perspectiva de Negativa a Estable para CASCB 11U

La revisión a la baja de la calificación corresponde al comportamiento observado del Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) y del Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) Real durante 2018, los cuales estuvieron por debajo de las expectativas de HR Ratings en la revisión anterior. El crecimiento observado del TPDA en 2018 fue de 3.6%, inferior al proyectado de 4.4% en el escenario base, mientras que el crecimiento del IPDA Real fue de 2.7%, inferior al 4.5% proyectado en el escenario base. Derivado del comportamiento observado en el último trimestre de 2018 y el primer cuatrimestre de 2019, así como de un incremento tarifario inferior a la inflación, se ajustaron las proyecciones de TPDA e IPDA Real para 2019, estimando un crecimiento en el año de 1.9% y 1.0%, respectivamente. Lo anterior derivó en una disminución de la Tasa de Estrés Anualizada (TEA) de 0.58% a 0.52%.

Los principales supuestos y resultados son los siguientes:

TEA Actual: 0.52% TEA Anterior: 0.58%	2017	2018	Crec. Obs. 2017-2018	Crec. Proy. 2017-2018 <sup>1</sup>	Escenario Base			Escenario de Estrés <sup>2</sup>		
					2019	2035	TMAC <sub>18-35</sub>	2019	2035	TMAC <sub>18-35</sub>
TPDA	29,580	30,650	3.6%	4.4%	31,234	49,007	2.8%	31,042	41,986	1.9%
IPDA Real <sup>3</sup>	1,357	1,393	2.7%	4.5%	1,407	2,230	2.8%	1,398	1,910	1.9%
Liquidación / vencimiento legal					mar-2034 / sep-2037			sep-2035 / sep-2037		

Fuente: HR Ratings con base en información histórica y proyecciones propias.

(1) Crecimiento esperado en el escenario base de la revisión anterior. (2) Bajo crecimiento y alta inflación (estancamiento). (3) Información presentada en miles de pesos a precios de enero de 2019.

## Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **TPDA en 2018.** El TPDA creció 3.6% en 2018, cifra menor al 4.4% proyectado en el escenario base de la revisión anterior. En particular, el TPDA del tramo Arriaga-Ocozocoautla incrementó 4.3% en 2018, inferior al 4.7% proyectado en el escenario base, y el tramo Tuxtla Gutiérrez-San Cristóbal de las Casas incrementó 2.4%, inferior al 3.6% proyectado en el escenario base.
- **IPDA Real en 2018.** El IPDA Real creció 2.7% en 2018, inferior al 4.5% estimado por HR Ratings en el escenario base de la revisión anterior. En particular, el IPDA Real del tramo Arriaga-Ocozocoautla creció 4.1%, inferior al 5.2% proyectado y el tramo Tuxtla Gutiérrez-San Cristóbal de las Casas aumentó 0.7%, por debajo del 3.6% proyectado.
- **Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) del TPDA y del IPDA Real.** La TMAC<sub>14-18</sub> del TPDA es de 3.1%, lo cual corresponde al crecimiento en ambos tramos. La TMAC<sub>14-18</sub> del IPDA Real es de 3.5% compuesta por una de 4.9% del tramo Arriaga-Ocozocoautla y de 1.7% para Tuxtla Gutiérrez-San Cristóbal de las Casas.
- **Amortizaciones Anticipadas en 2018.** En 2018, se llevaron a cabo amortizaciones por un total de P\$156.9 millones (m), superiores a los P\$96.2m estimados por HR Ratings en el escenario base de la revisión anterior. Dicha diferencia se debe a que en junio de 2018 se recibió un pago de P\$59.4m por parte del FONADIN por concepto de las afectaciones económicas derivadas de las tomas de casetas presentadas en el periodo de enero 2015 a septiembre de 2016.

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Crecimiento del TPDA en 2019 y 2020.** En el primer cuatrimestre de 2019, se presentó una disminución del TPD de 0.6% respecto al mismo periodo del año anterior. Para los ocho meses restantes de 2019, HR Ratings estima una mejora en el comportamiento del aforo y una disminución importante de los bloqueos presentados con respecto a años anteriores. Para 2019, se estima que el TPDA aumente 1.9% en el escenario base. Para 2020, se estima un crecimiento del TPDA de 3.1% en el escenario base derivado de una recuperación estimada en el aforo del primer cuatrimestre respecto al de 2019.
- **IPDA Real en 2019.** El crecimiento esperado del IPDA Real en 2019 es de 1.0% en el escenario base, inferior al crecimiento esperado de 1.9% del TPDA debido a que el incremento tarifario aplicable en 2019 es inferior a la inflación estimada. Dicha situación, se debe a que en 2018 la Tarifa Promedio Máxima (TPM) vigente superó la TPM autorizada debido a un crecimiento superior en el tráfico de vehículos pesados. Por lo tanto, las tarifas de 2019 se actualizaron por inflación menos una penalización.
- **Estimaciones de largo plazo.** En el escenario base, la  $TMAC_{18-35}$  del TPDA y del IPDA Real sería de 2.8%, mientras que, en el escenario de estrés, la  $TMAC_{18-35}$  de ambas variables sería de 1.9%.
- **Amortización de la Emisión en el escenario base y de estrés.** En el escenario base, la deuda se liquidaría en su totalidad en marzo de 2034, un año y medio antes de lo establecido bajo el título de concesión. En el escenario de estrés, se esperaría que la deuda sea liquidada en septiembre de 2035.

## Factores adicionales considerados

- **Amortizaciones anticipadas con los flujos remanentes.** La estructura de deuda permite realizar amortizaciones anticipadas por la totalidad de las cantidades existentes en el Fondo de Remanentes en cada fecha de pago de cupón semestral. A marzo de 2019, se han realizado amortizaciones anticipadas correspondientes al 15.0% del monto emitido en UDIs.

## Factores que podrían subir la calificación

- **Un comportamiento en el tráfico y/o los ingresos significativamente superiores a los estimados en el escenario base.** Un crecimiento del TPDA superior a 3.0% en 2019 podría subir la calificación.

## Factores que podrían bajar la calificación

- **Comportamiento del TPDA por debajo de nuestras proyecciones.** Si el TPDA durante 2019 presenta un crecimiento cercano o menor al 0.6%, podría bajar la calificación.
- **Toma de casetas.** Derivado de los bloqueos en las casetas de cobro observados en 2016 y 2017, HR Ratings estima que, si esta situación vuelve a presentarse y afecta los ingresos, la calificación podría disminuir.

## Glosario

**Estrés:** El nivel de estrés aplicado se refiere al nivel máximo de estrés que puede soportar la Emisión sin comprometer el cumplimiento de sus obligaciones.

**TEA:** Tasa de Estrés Anualizada:

$$TEA = \left| \left( \frac{\sum_{t=1}^n \text{Ingreso Real Estrés}_t}{\sum_{t=1}^n \text{Ingreso Real Base}_t} \right)^{\frac{12}{n}} - 1 \right| = \left| \left( \frac{\text{Ingreso Real Acumulado Estrés}^{\frac{12}{n}}}{\text{Ingreso Real Acumulado Base}} \right)^{\frac{12}{n}} - 1 \right|$$

Donde  $n$  es el número de meses utilizados para el análisis.

**TPDA:** Tráfico Promedio Diario Anual (Tráfico Total Anual / Días Operados).

**TPD:** Tráfico Promedio Diario (Tráfico Total en el Periodo / Días Operados del Periodo).

**IPDA:** Ingreso Promedio Diario Anual (Ingresos Total Anual / Días Operados).

**IPD:** Ingreso Promedio Diario (Ingreso Total en el Periodo / Días Operados del Periodo).

**TMAC:** La Tasa Media Anual de Crecimiento.

**TPP:** Tarifa Promedio Ponderada (Ingresos Totales / Tráfico Total).

**VNA:** Valor Nominal Ajustado:

$$VNA_t = \frac{\text{Saldo Insoluto}_t}{\text{Monto Emitido}}$$

## HR Ratings Contactos Dirección

### Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

#### Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130  
alberto.ramos@hrratings.com

#### Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130  
fernando.montesdeoca@hrratings.com

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130  
anibal.habeica@hrratings.com

### Análisis

#### Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133  
felix.boni@hrratings.com

#### Finanzas Públicas / Infraestructura

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139  
ricardo.gallegos@hrratings.com

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143  
roberto.ballinez@hrratings.com

#### Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546  
fernando.sandoval@hrratings.com

#### Dirección General Adjunta de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845  
pedro.latapi@hrratings.com

#### Deuda Corporativa / ABS

Hatsutaro Takahashi +52 55 1500 3146  
hatsutaro.takahashi@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763  
joseluis.cano@hrratings.com

#### Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140  
alfonso.sales@hrratings.com

### Regulación

#### Dirección General de Riesgos

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309  
rogelio.arguelles@hrratings.com

#### Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817  
rafael.colado@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134  
francisco.valle@hrratings.com

México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.  
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadoradora:

**Metodología de Calificación para Deuda Respaldata por Ingresos de la Operación de Carreteras, Túneles y Puentes, noviembre de 2015.**

**Criterios Generales Metodológicos, marzo de 2019.**

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/es/methodology>

**Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.**

Calificación anterior	HR AA- (E) Perspectiva Negativa
Fecha de última acción de calificación	27 de abril de 2018
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	diciembre 2002 – abril 2019
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Concesionaria de Autopistas del Sureste, S.A. de C.V., Banco Monex, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria, Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación vigente de Chubb Seguros México, S.A. de mxAAA en escala local otorgada por Standard and Poor's. Calificación vigente de XL Seguros México S.A. de C.V. de aaa.MX en escala local otorgada por A.M. Best.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	El proceso de calificación de HR Ratings incorpora este factor de riesgo y por lo tanto ya está reflejado en la calificación asignada de HR A+ (E).

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).*

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadoradora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).