

## Calificación

PAMM CB 14U      HR AAA (E)  
Perspectiva      Estable



Fuente: HR Ratings

## Contactos

**Angel Medina**  
Subdirector de Infraestructura  
Analista Responsable  
angel.medina@hrratings.com

**Yamileth Montaña**  
Analista de Infraestructura  
yamileth.montano@hrratings.com

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

## HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable a la Emisión PAMM CB 14U

La ratificación de la calificación de la emisión PAMM CB 14U (la Emisión y/o los CEBURS Fiduciarios) se sustenta en la fortaleza financiera de la Estructura, reflejada en una Tasa de Estrés Anualizada (TEA) de 7.24%, superior a la observada en la revisión anterior de 5.26%, una Razón de Cobertura del Servicio de Deuda (RCS D) Primaria promedio durante el plazo restante de la deuda de 2.82 veces (x), y una RCS D Secundaria (al incorporar el Fondo de Reserva para el Servicio de Deuda) promedio durante los próximos tres años de 2.68x. El nivel de métricas se vio beneficiado por una recuperación del aforo en 2022, el cual resultó 11.1% superior a lo estimado por HR Ratings en su revisión anterior para un escenario base. En particular, en 2022 el TPDA (Tráfico Promedio Diario Anual) y el IPDA Real (Ingreso Promedio Diario Anual) presentaron crecimientos con respecto a 2021, de 23.0% y de 16.0%, respectivamente. En los primeros cinco meses de 2023, el aforo incrementó 18.7%, y los ingresos reales crecieron 16.8%, comparados con el mismo periodo de 2022. En adición al desempeño del aforo superior a nuestras expectativas, un adecuado nivel de gastos permitió realizar amortizaciones anticipadas por P\$595.6 millones (m) en las últimas dos fechas de pago (septiembre de 2022 y marzo de 2023).

### Comparativo Observado vs. Proyecciones

TEA Actual: 7.24% TEA Anterior: 5.26%	2021	2022	Crec. Obs. 2021-2022	Crec. Proy. 2021-2022 <sup>1</sup>	Escenario Base			Escenario de Estrés <sup>2</sup>		
					2023	2024	TMAC <sub>22-24</sub>	2023	2024	TMAC <sub>22-24</sub>
TPDA	33,593	41,334	23.0%	11.9%	46,716	56,951	2.7%	41,159	10,489	-10.8%
IPDA Real <sup>3</sup>	7,690	8,917	16.0%	11.9%	10,346	13,102	3.3%	9,190	2,416	-10.3%
Razón de Cobertura Primaria	promedio	promedio			mínimo	promedio	máximo	mínimo	promedio	máximo
	2.30x	2.35x			2.36x	2.82x	5.38x	0.49x	1.53x	2.31x
Liquidación / Vencimiento Legal					marzo 2029 / marzo 2044			marzo 2034 / marzo 2044		

### Características de la Emisión PAMM CB 14U

Monto Emitido	1,248.7m UDIs (equivalente a P\$6,400.0m)
Saldo Insoluto	818.4m UDIs (equivalente a P\$6,362.9m) al 31 de marzo de 2023
Valor Nominal Ajustado (VNA)	65.54
Tasa de Interés	6.0% anual, pago semestral (marzo y septiembre)
Pago de Principal	Semestral de acuerdo con un Calendario de Amortización Obligatorio
Reserva para el Servicio de Deuda	Próximos seis meses de Principal e Intereses
Amortizaciones Anticipadas	30.0% de los recursos remanentes si la RCS D es mayor o igual a 1.20x

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 2023.

## Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- Comportamiento del TPDA e IPDA Real en 2022 y primeros cinco meses de 2023.** Durante 2022, el TPDA presentó un crecimiento de 23.0% con respecto a 2021, manteniendo un nivel superior al nivel estimado en el escenario base de la revisión anterior de 11.9%. El crecimiento del TPDA en 2022 fue impulsado por crecimientos en el aforo en todos los tipos de vehículos con respecto a 2021 (49.3% autobuses, 29.7% automóviles y 17.0% camiones). De acuerdo con los incrementos en el aforo, el IPDA Real de 2022 fue 16.0% superior al observado en 2021. Durante los primeros cinco meses de 2023 se reporta un aforo acumulado 18.7% superior al reportado en el mismo periodo de 2022 impulsado por el incremento de 22.2% en los cruces de automóviles, así como por una recuperación de 17.0% en los autobuses y de 15.5% en los vehículos de carga. Lo anterior se reflejó en un crecimiento de los ingresos reales de enero a mayo de 2023 de 16.8% con respecto al mismo periodo de 2022.

- **Servicio de Deuda y RCSD.** Durante las últimas dos fechas de pago, se cubrieron intereses devengados por P\$416.7m, así como el principal programado por P\$172.0m. Ambas cantidades fueron cubiertas con el flujo disponible sin necesidad de utilizar el Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda (FRSD). En línea con lo anterior, la RCSD promedio en estas dos fechas de pago resultó de 2.35x, que es superior al nivel estimado en el escenario base de la revisión anterior de 2.16x, debido a que en 2022 los gastos totales resultaron 33.8% inferiores al monto presupuestado para dicho año. Asimismo, de acuerdo con la estructura de deuda, se llevaron a cabo amortizaciones anticipadas obligatorias por un total de P\$595.6m, siendo superiores en P\$52.7m a las estimadas en el escenario base de la revisión anterior.

### Expectativas para Periodos Futuros

- **Comportamiento estimado del TPDA e IPDA Real.** En un escenario base, de acuerdo con el crecimiento del aforo en los primeros cinco meses de 2023, el ajuste tarifario y la composición vehicular, se estima un crecimiento para 2023 de 13.0% en el TPDA y de 16.0% en el IPDA Real. Con esto, los crecimientos en este escenario resultarían en una TMAC<sub>22-34</sub> de 2.7% para el TPDA y de 3.3% para el IPDA Real.
- **Comportamiento de la Emisión en un escenario base.** Debido a las amortizaciones anticipadas obligatorias, la Emisión sería liquidada en marzo de 2029 (15 años antes de su vencimiento legal). La RCSD mínima estimada es 2.36x, mientras que la RCSD promedio es 2.82x. Debido a que la RCSD se mantendría en todo momento superior a 1.20x, el 70.0% de los remanentes serían liberados después de cada fecha de pago.
- **Comportamiento de la Emisión en un escenario de estrés.** Las amortizaciones anticipadas obligatorias estimadas serían inferiores a las proyectadas en el escenario base, con lo que la Emisión sería liquidada en marzo de 2034 (10 años antes de su vencimiento legal). La RCSD mínima estimada es 0.49x, y la RCSD promedio es 1.53x. De acuerdo con los niveles de RCSD proyectados, de 2032 a 2034 se realizarían amortizaciones anticipadas por el 100.0% de los recursos remanentes. Asimismo, de 2032 a 2034 se requeriría el uso del FRSD para el pago del principal programado.

### Factores adicionales considerados

- **Garantía de Pago Oportuno (GPO).** Se consideró la Razón de Cobertura Garantizada de Servicio de Deuda promedio durante el plazo restante de la deuda, que representa la GPO contratada con Banobras, por un monto expuesto equivalente al mínimo entre: (i) el monto nominal fijo de P\$1,285.0m y el 20.1% del saldo insoluto de la Emisión en cualquier fecha de pago. El monto expuesto a mayo de 2023 representa 2.85x el Servicio de Deuda semestral, que es equivalente a 17 meses de intereses y principal.
- **Amortizaciones Anticipadas Obligatorias.** La Emisión contempla amortizaciones anticipadas obligatorias por el 30.0% de los recursos remanentes en cada fecha de pago a partir del quinto cupón y hasta la liquidación de la Emisión. Sin embargo, si la RCSD del cupón anterior es inferior a 1.20x, se consideraría el 100.0% de los remanentes para realizar el pago de amortizaciones anticipadas obligatorias.

### Factores que podrían bajar la calificación

- **Disminuciones en el aforo en los siguientes 24 meses, superiores al 60.0% con respecto al nivel de 2022.** En caso de que el aforo presente un nivel inferior superior al 60.0% con respecto al nivel observado en 2022, durante un periodo de 24 meses, derivando en la necesidad de uso del FRSD, y en un nivel de RCSD consistentemente por debajo de 1.3x, la calificación podría ser revisada a la baja.

## Glosario

**Tráfico Promedio Diario Anual:**

$$TPDA = \frac{\text{Tráfico Anual Total}}{\text{Días operados en el año}}$$

**Ingreso Promedio Diario Anual:**

$$IPDA = \frac{\text{Ingresos Anuales Totales}}{\text{Días operados en el año}}$$

**Valor Nominal Ajustado:**

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

**Tasa Media de Crecimiento Anual:**

$$TMCA = \left( \frac{\text{Valor del año final}}{\text{Valor del año inicial}} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

Donde:  $n$  es el número de años del periodo de Análisis

**Tasa de Estrés Anualizada:**

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

Donde:  $n$  es el número de meses utilizados para el Análisis

**RCSD Primaria promedio durante el plazo restante de la deuda:**

$$RCSD \text{ Primaria promedio} = \frac{\sum_{t=1}^n RCSD_t}{n}$$

Donde:  $n$  es el número de fechas de pago durante el plazo restante de la deuda

$$\text{Y donde: } RCSD \text{ Primaria} = \frac{\text{Flujo disponible para Servicio de Deuda}}{\text{Servicio de Deuda}}$$

**RCSD Secundaria promedio de Corto Plazo (próximos tres años):**

$$RCSD \text{ Secundaria promedio} = \frac{\sum_{t=i}^{i+2} RCSD \text{ Secundaria}_t}{3}$$

Donde:  $i$  es el primer año de proyección

$$\text{Y donde: } RCSD \text{ Secundaria} = \frac{FDS+ \text{Flujo disponible para Servicio de Deuda}}{\text{Servicio de Deuda}}$$

## 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

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

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

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

### Análisis

#### Dirección General de Análisis / Análisis Económico

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

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

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

#### FP Estructuradas / Infraestructura

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

#### FP Quirografarias / Deuda Soberana

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147  
alvaro.rodriguez@hrratings.com

#### Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549  
angel.garcia@hrratings.com

Roberto Soto +52 55 1500 3148  
roberto.soto@hrratings.com

#### Corporativos / ABS

Heinz Cederborg +52 55 8647 3834  
heinz.cederborg@hrratings.com

#### Sustainable Impact / ESG

Luisa Adame +52 55 1253 6545  
luisa.adame@hrratings.com

### Regulación

#### Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761  
alejandra.medina@hrratings.com

José González +52 55 8647 3810  
jose.gonzalez@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección de Desarrollo de Negocios

Verónica Cordero +52 55 1500 0765  
veronica.cordero@hrratings.com

Luis Miranda +52 52 1500 3146  
luis.miranda@hrratings.com

Carmen Oyoque +52 55 5105 6746  
carmen.oyoque@hrratings.com

### Operaciones

#### Dirección de Operaciones

Odette Rivas +52 55 1500 0769  
odette.rivas@hrratings.com



México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. Tel. +52 (55) 15 00 31 30  
Estados Unidos: 2990 Ponce de Leon Boulevard, Suite 401, Coral Gables, FL 33134. Tel. +1 (786) 464 0500

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 calificadora:

**Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos, enero de 2023.**

**Criterios Generales Metodológicos, enero de 2023.**

**Metodología para la incorporación de Garantías Parciales en el proceso de análisis crediticio de las diferentes clases de activos, marzo 2019.**

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/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 AAA (E)   Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	27 de junio de 2022
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 1992 – mayo de 2023
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Red Estatal de Autopistas de Nuevo León (REA) / Nacional Financiera, S.N.C., I.B.D., Dirección 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 BANOBRAS S.N.C. equivalente a HR AAA en escala local otorgada por S&P Ratings. Calificación vigente de Seguros SURA, S.A. de C.V. equivalente a HR AA- en escala local otorgada por Moody's.
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

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora 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 de 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 calificadora 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, al 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 calificadora [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).