

Calificación

SOFAGCB 21

HR C- (E)

Perspectiva

Negativa

Evolución de la Calificación Crediticia



Contactos

Mauricio Gómez

Asociado
Analista Responsable
mauricio.gomez@hrratings.com

José Pablo Morones

Analista
josepablo.morones@hrratings.com

Roberto Soto

Director Ejecutivo Sr. de Instituciones
Financieras / ABS
roberto.soto@hrratings.com

Angel García

Director Ejecutivo Sr. de Instituciones
Financieras / ABS
angel.garcia@hrratings.com

HR Ratings revisó a la baja la calificación de HR BBB (E) a HR C- (E), modificando la Observación Negativa a Perspectiva Negativa, para los CEBURS Fiduciarios Ordinarios con clave de pizarra SOFAGCB 21

La revisión a la baja de la calificación para los Certificados Bursátiles Ordinarios con clave de pizarra SOFAGCB 21¹, puestos en circulación por el Fideicomiso F/5087 con Sofagro² como Fideicomitente, se basa en la elevada probabilidad de incumplimiento de la Emisión, debido al deterioro en la calidad del colateral, donde el índice de morosidad de los Derechos de Cobro cedidos se ubicó en 45.2% al cierre de agosto de 2023 (vs. 12.2% al cierre de diciembre de 2022 y de marzo de 2023). En línea con lo anterior, se observa un deterioro en la razón de cartera vigente a deuda neta (considerando sólo el CEBURS Ordinario) de la Emisión, la cual se situó en 0.91x al cierre de agosto de 2023 (vs. 1.03x al cierre de diciembre de 2023 y de marzo de 2023). Por su parte, el Aforo se colocó en 1.06x al cierre de agosto de 2023 (vs. 1.09x al cierre de diciembre de 2022 y Aforo Mínimo de 1.16x), donde este disminuyó en una menor proporción al incremento en la morosidad, ya que incluye un mayor saldo proporcional de intereses devengados, los cuales computan para el cálculo del indicador, y que representan el 9.2% del saldo del principal de la Emisión al cierre de agosto de 2023 (vs. 7.5% al cierre de diciembre de 2022); el 55.3% de dichos intereses devengados corresponden a intereses vencidos (vs. 16.3% al cierre de diciembre de 2022).

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Disminución en la razón de cartera vigente a deuda neta, la cual se situó en 0.91x (vs. vs. 1.03x al cierre de diciembre de 2023 y de marzo de 2023).** La disminución en la razón es resultado del incremento en la morosidad del colateral, la cual indica que los activos vigentes no son suficientes para cubrir el principal de la obligación.
- **Deterioro en el índice de morosidad, el cual se ubicó en 45.2% al cierre de agosto de 2023 (vs. 12.2% al cierre de diciembre de 2022).** El deterioro en la morosidad del colateral es consecuencia del incumplimiento de acreditados en el sector de la caña de azúcar, piña y plátano.
- **Aforo inferior al Aforo Mínimo, el cual se colocó en 1.06x al cierre de junio de 2023 (vs. 1.09x al cierre de diciembre de 2022 y Aforo Mínimo de 1.16x).** La disminución en el Aforo de la Emisión es consecuencia del incremento en la morosidad del colateral, lo cual fue parcialmente mitigado por el computo de intereses devengados en el cálculo del Aforo, los cuales se componen por intereses vencidos por el 55.3% del saldo al cierre de agosto de 2023 (vs. 16.3% al cierre de diciembre de 2022).
- **Riesgos operativos asociados a la separación de flujos del Fideicomitente y el Fideicomiso Emisor.** Al cierre de agosto de 2023, los flujos transferidos por el Fideicomitente al Fideicomiso Emisor son equivalentes al 99.4% de la cobranza total del Fideicomiso.
- **Cobranza 12 meses (12m) en línea con la cobranza proyectada por HR Ratings.** La cobranza observada en los últimos 12m acumular un monto de P\$130.5m al cierre de agosto de 2023, la cual se encuentra en línea con la cobranza proyectada por HR Ratings (vs. P\$124.3m en el escenario base y P\$121.5m en el escenario de estrés).

¹ Los Certificados Bursátiles Ordinarios (los CEBURS Ordinarios, los CEBURS Preferentes y/o la Serie I).

² Sociedad Financiera Agropecuaria, S.A. de C.V., SOFOM, E.N.R. (Sofagro y/o el Fideicomitente).

Factores Adicionales Considerados

- **Diferencias en el registro de información financiera.** Al cierre de junio y agosto de 2023, se observan diferencias en el reporte del Fideicomitente y del Administrador Maestro con relación al registro de la cartera vencida. No obstante, el Fideicomitente reporta que la información entre ambas partes se encuentra identificada y conciliada.
- **Administrador Maestro con calificación de HR AM1 con Perspectiva Estable otorgada por HR Ratings el 13 de junio de 2023.** HiTO³ actúa como Administrador Maestro de la Emisión, quien elabora los reportes financieros y monitorea el portafolio de derechos de cobro cedidos.
- **Calificación de Contraparte de Fideicomitente de HR BBB con Observación Negativa otorgada por HR Ratings el 7 de marzo de 2023.** Sofagro actúa como Administrador Primario de la Emisión.
- **Instrumento de cobertura (CAP) con Banorte⁴, quien cuenta con una calificación de riesgo contraparte de HR AAA otorgada por HR Ratings en septiembre de 2022.** El instrumento de cobertura tiene un nocional de P\$52.0m, con un *strike* de 7.5% y un vencimiento en junio de 2024.

Factores que Podrían Subir la Calificación

- **Incremento en la razón de cartera vigente a deuda neta superior a 1.0x.** Un incremento en la razón de cartera vigente a deuda neta superior a 1.0x podría ocasionar una revisión al alza en la calificación de la Emisión, lo cual indicaría que existe un saldo de activo suficiente para cubrir el saldo de principal de la Emisión.

Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **Incumplimiento en el pago de intereses de los CEBURS Ordinarios o en la liquidación del saldo de principal en la Fecha de Vencimiento.** En caso de que el Fidecomiso Emisor incumpla en el pago de intereses en las Fechas Cupón o con el pago de principal en la Fecha de Vencimiento, la calificación podría ser revisada a la baja.

³ HiTO, S.A.P.I. de C.V. (HiTO y/o el Administrador Maestro).

⁴ Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte (Banorte y/o la Contraparte del Derivado).

Características de la Emisión

La Emisión fue realizada el 2 de agosto de 2021 por el Fideicomiso F/5087 constituido por Sofagro como Fideicomitente, la cual tenía en la fecha de colocación un plazo de vencimiento legal de 60.0 meses y un periodo de revolvencia de 30.0 meses, con Fechas de Pago trimestrales. Por otro lado, la Emisión cuenta con dos Series de CEBURS: Ordinarios (Serie I) y Subordinados (Serie II), donde la Serie I fue colocada bajo la clave de pizarra SOFAGCB 21 por un monto de principal de P\$258.9m, los cuales son pagaderos en el vencimiento legal de la Emisión. Por otro lado, la Emisión cuenta con un aforo mínimo de 1.16x y un aforo objetivo de 1.38x, así como una reserva de pago de intereses, una reserva de gastos de mantenimiento y un Fondo de Estabilización de Flujos (FEF) para proveer de liquidez al Fideicomiso para el pago de las obligaciones conforme a la prelación. Por otro lado, Sofagro actúa como Fideicomitente y Fideicomisario en Segundo Lugar, FEFA⁵ como Fideicomisario en Primer Lugar, Banco Actinver⁶ como Fiduciario e HiTO como Administrador Maestro.

Perfil del Fideicomitente

Sociedad Financiera Agropecuaria S.A. de C.V. es una Sociedad Financiera de Objeto Múltiple (SOFOM) que ofrece créditos refaccionarios y de avío para el sector agroalimentario. La empresa fue constituida el 9 de mayo de 2006 y ofrece créditos a más de 35 cadenas productivas a lo largo de 21 estados de la República Mexicana, siendo la caña de azúcar su principal cadena productiva, centrada en el estado de Veracruz.

Situación Financiera

Los Certificados Bursátiles Fiduciarios fueron puestos en circulación el 2 de agosto de 2021 por el Fideicomiso F/5087, donde a partir de la Fecha de Colocación han transcurrido 25 meses al cierre de agosto de 2023. Al respecto, la Emisión tiene 35 Fechas de Pago remanentes hasta su vencimiento legal. Por otro lado, a partir de la Fecha de Pago de marzo de 2023, la Emisión se encuentra en su Periodo de Amortización *Full Turbo*, donde en dicha fecha de pago se activó un evento de Amortización Acelerada derivado de la disminución del Aforo por debajo del aforo mínimo desde el cierre de noviembre de 2022. Al cierre de agosto de 2023, los Certificados Ordinarios (Preferentes) tienen un saldo insoluto de principal de P\$130.9m y los Certificados Subordinados de P\$47.1m (vs. P\$258.9m y P\$47.1m en la Fecha de Colocación).

⁵ Fondo Especial para Financiamientos Agropecuarios (FEFA y/o el Fideicomisario en Primer Lugar).

⁶ Banco Actinver, S.A. institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Actinver (Banco Actinver y/o el Fiduciario).

Figura 1. Flujos Observados (P\$m)

Trimestres**	Sep-21	Dic-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22	Dic-22	Mar-23	Jun-23	Jul-23	Ago-23	Total
Ingresos Observados	54.2	11.0	73.6	96.1	34.4	13.0	25.8	50.4	4.5	30.8	393.7
Capital Cobrado	42.8	9.3	64.0	85.7	24.7	10.7	20.5	40.5	3.3	25.0	326.5
Intereses Cobrados	10.8	1.6	9.2	10.2	9.0	2.3	5.1	9.6	1.1	5.6	64.5
Otros Ingresos	0.7	0.0	0.4	0.2	0.6	0.0	0.1	0.3	0.0	0.2	2.6
Egresos	8.0	8.0	49.5	8.2	113.7	9.4	101.9	41.3	0.0	0.0	339.9
Honorarios y Gastos Pagados	1.3	1.3	1.3	1.0	1.1	0.9	0.9	0.7	0.0	0.0	8.4
Intereses Ordinarios	2.0	3.3	4.0	4.7	5.6	6.2	7.2	4.8	0.0	0.0	37.6
Intereses Subordinados	0.4	0.7	0.9	1.0	1.1	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	5.4
Transferencia a Cuentas de Reserva	4.3	2.7	1.5	1.5	2.0	1.1	1.7	5.1	0.0	0.0	19.8
Amortización de los CEBURS Ordinarios	0.0	0.0	0.0	0.0	5.2	0.0	92.1	30.7	0.0	0.0	128.0
Adquisición Estimada de Derechos de Cobro Adicionales	0.0	0.0	41.9	0.0	98.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	140.7
Saldo Insoluto de la Cartera Cedida	244.5	235.2	209.2	123.5	190.9	180.3	159.7	119.3	115.9	90.9	90.9
Saldo Insoluto de Cartera Vigente	244.5	235.2	209.2	123.5	190.9	158.3	140.2	80.9	79.0	49.8	49.8
Saldo Insoluto de Cartera Vencida	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	22.0	19.5	38.4	37.0	41.2	41.2
Efectivo	52.5	58.2	84.2	168.0	97.6	102.6	28.6	48.2	52.4	83.4	83.4
Patrimonio del Fideicomiso	297.0	293.4	293.4	291.5	288.5	282.8	188.3	167.5	168.4	174.3	174.3
Saldo Insoluto de CEBURS Ordinarios	258.9	258.9	258.9	258.9	253.7	253.7	161.6	130.9	130.9	130.9	130.9
Saldo Insoluto de CEBURS Subordinados	47.1	47.1	47.1	47.1	47.1	47.1	47.1	47.1	47.1	47.1	47.1
Intereses Pagados de CEBURS Fiduciarios	2.0	3.3	4.0	4.7	5.6	6.2	7.2	4.8	0.0	0.0	0.0
Índice de Morosidad	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.2%	12.2%	32.2%	31.9%	45.2%	45.2%
Aforo	1.19	1.20	1.21	1.18	1.19	1.09	1.15	1.11	1.09	1.06	1.06

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Administrador Maestro

*Cifras en millones de pesos.

** Flujos trimestrales y saldos al corte.

Patrimonio del Fideicomiso y Evolución del Principal

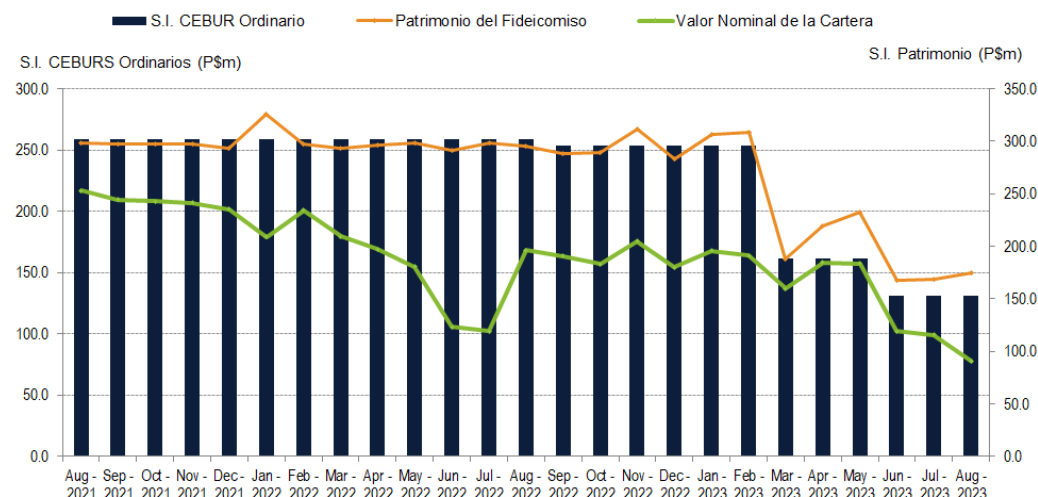
El Patrimonio del Fideicomiso se compone por un portafolio de Derechos de Cobro sobre créditos otorgados a acreditados en la agroindustria originados por el Fideicomitente, así como Efectivo Fideicomitado en las cuentas del Fideicomiso. Al cierre de agosto de 2023, el Patrimonio del Fideicomiso acumula un saldo de P\$174.3m, donde P\$90.9m corresponde al saldo de capital de los Derechos de Cobro cedidos y P\$83.4m a Efectivo Fideicomitado (vs. P\$282.8m, P\$180.3m y P\$102.6m al cierre de diciembre de 2022).

En cuanto al portafolio de Derechos de Cobro, este se compone por P\$49.8m en Derechos de Cobro clasificados como vigentes y P\$41.2m en Derechos de Cobro clasificados como vencidos al cierre de agosto de 2023, donde los Derechos de Cobro vencidos no se consideran para el cálculo del Aforo de la Emisión (vs. P\$180.3m y P\$22.0m al cierre de diciembre de 2022). Con lo anterior, el índice de morosidad de los derechos de Cobro se ubicó en 45.2% al cierre de agosto de 2023 (vs. 12.2% al cierre de diciembre de 2022). Asimismo, la disminución en el saldo de los Derechos de Cobro con respecto a la revisión anterior se debe a la amortización natural del portafolio, donde la última cesión de Derechos de Cobro se realizó en agosto de 2022. Sobre lo anterior, es importante mencionar que, a partir de la Fecha de Pago de marzo de 2023, el Fideicomiso no puede adquirir Derechos de Cobro adicionales derivado de la activación del *trigger* de amortización acelerada por un nivel de Aforo inferior al Aforo mínimo, con lo que el Fideicomiso se encuentra en su Periodo de Amortización *Full Turbo*.

Por su parte, el Efectivo Fideicomitado se integra por P\$65.5m en la Cuenta General (Concentradora), P\$15.1m en la Reserva de Pago de Intereses, P\$2.3m en el Fondo de Estabilización de Flujos (FEF) y P\$0.5m en la Reserva para Gastos al cierre de agosto de 2023.

Finalmente, el saldo insoluto de principal de los CEBURS Ordinarios asciende a P\$130.9m al cierre de agosto de 2023 (vs. P\$258.9m en la Fecha de Colocación). Al respecto, el Fideicomiso ha amortizado un saldo total de P\$128.0m desde la Fecha de Colocación hasta el cierre de agosto de 2023, con lo que el saldo insoluto de principal de los CEBURS Ordinarios representa el 50.6% del monto de colocación.

Figura 2. Patrimonio del Fideicomiso



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Administrador Maestro.

Morosidad del Colateral

Los *buckets* de morosidad muestran un deterioro del colateral de la Emisión, donde el 46.5% de la cartera se encuentra en cero días de atraso al cierre de agosto de 2023 (vs. 87.8% al cierre de diciembre de 2022). Asimismo, la cartera con una morosidad mayor a 90 días acumula el 45.2% del saldo insoluto del colateral al cierre de agosto de 2023 (vs. 12.2% al cierre de diciembre de 2022). Al respecto, el índice de morosidad del Fideicomiso se situó en 45.2% al cierre de agosto de 2023 (vs. 12.2% al cierre de diciembre de 2022). El aumento en los Derechos de Cobro vencidos se explica por el incumplimiento de acreditados productores de caña de azúcar, piña y plátano. HR Ratings considera que se ha deteriorado significativamente la calidad del colateral de la Emisión en los últimos 12 meses.

Figura 3. Buckets de Morosidad (P\$m)

	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23
Créditos Elegibles (Vigentes)	244.5	235.2	209.2	123.5	168.4	158.3	117.6	74.6	69.3	42.3
Créditos Morosos 15 - 30 días	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.5	0.0	0.0
Créditos Morosos 30 - 60 días	0.0	0.0	0.0	0.0	22.4	0.0	10.7	4.2	5.5	2.0
Créditos Morosos 61 - 90 días	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	11.9	4.2	4.2	5.5
Créditos Vencidos Acumulados (Mayor a 90 días)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	22.0	19.5	32.8	37.0	41.2
Cartera Total	244.5	235.2	209.2	123.5	190.9	180.3	159.7	119.3	116.9	90.9
Créditos Elegibles (Vigentes)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	88.2%	87.8%	73.6%	62.6%	59.8%	46.5%
Créditos Morosos 15 - 30 días	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	0.0%	0.0%
Créditos Morosos 30 - 60 días	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	0.0%	6.7%	3.5%	4.7%	2.2%
Créditos Morosos 61 - 90 días	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%	3.5%	3.6%	6.0%
Créditos Vencidos Acumulados (mayor a 90 días)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.2%	12.2%	27.5%	31.9%	45.2%
Cartera Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Cartera Vencida	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	22.0	19.5	32.8	37.0	41.2
Índice de Morosidad	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.2%	12.2%	27.5%	31.9%	45.2%

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Administrador Maestro

*Cifras en millones de pesos.

Por otro lado, HR Ratings realizó un análisis de la morosidad del colateral ajustado por la totalidad del saldo de los Derechos de Cobro transmitidos para eliminar el efecto de la amortización del portafolio sobre el indicador. Al respecto, el índice de morosidad ajustado por la totalidad de los Derechos de Cobro transmitidos se ubicó 9.9% al cierre de agosto de 2023.

Figura 4. Índice de Morosidad Ajustado

	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23
Cartera Vencida	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	22.0	19.5	32.8	37.0	41.2
Cartera Total	244.5	235.2	209.2	123.5	190.9	180.3	159.7	119.3	115.9	90.9
Índice de Morosidad	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.2%	12.2%	27.5%	31.9%	45.2%
Cartera Vencida	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	22.0	19.5	32.8	37.0	41.2
Cartera Total Transmitida	417.5	417.5	417.5	417.5	417.5	417.5	417.5	417.5	417.5	417.5
Índice de Morosidad Ajustado	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	4.7%	7.8%	8.9%	9.9%

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Administrador Maestro

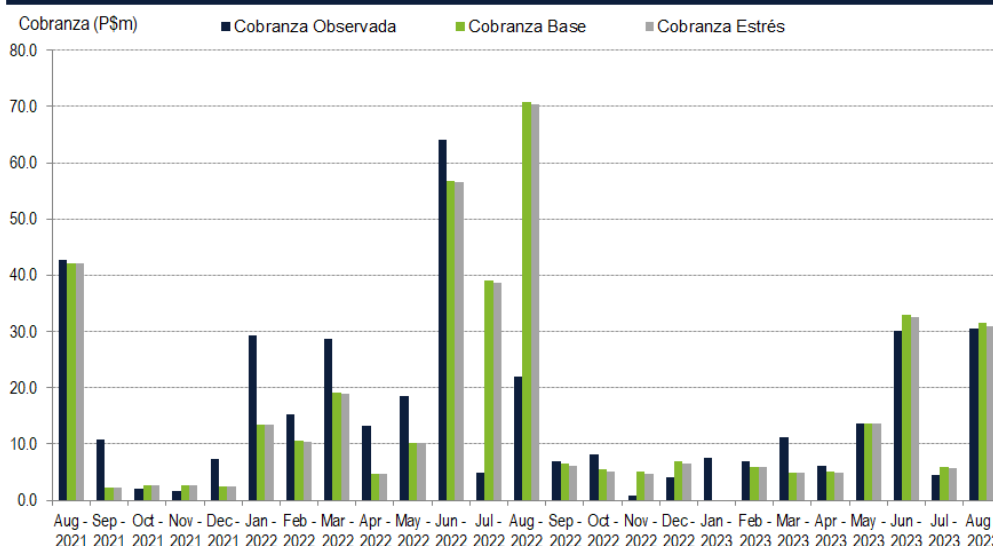
*Cifras en millones de pesos.

Por otro lado, el Fideicomitente reporta un saldo de cartera vencida cedida al Fideicomiso de P\$49.4m, así como una cartera total de P\$100.1m, con lo que el índice de morosidad obtenida con la información del Fideicomitente asciende a 49.4% del portafolio. HR Ratings considera que existen áreas de oportunidad en el reporte de la información financiera derivado de las diferencias en el registro de cartera entre el Fideicomitente y el Administrador Maestro. No obstante, el Fideicomitente reporta que la información entre ambas partes se encuentra identificada y conciliada. Adicionalmente, los deudores con cartera vencida cuentan con un saldo de P\$2.8m en pagarés vigentes. HR Ratings considera que existe un deterioro significativo del colateral de la Emisión.

Cobranza

La cobranza total del Fideicomiso desde la Fecha de Colocación hasta el cierre de agosto de 2023 acumula un monto de P\$391.0m, la cual se encuentra ligeramente por debajo de la cobranza proyectada por HR Ratings (vs. P\$401.1m en el escenario base y P\$397.0m en el escenario de estrés). Asimismo, la cobranza en los últimos 12m se encuentra en línea con las expectativas de HR Ratings, la cual acumula un monto de P\$130.5m al cierre de agosto de 2023 (vs. P\$124.3m en el escenario base y P\$121.5m en el escenario de estrés). Por su parte, el comportamiento irregular de la cobranza mensual recibida por el Fideicomiso es consecuencia del esquema de pago de los Derechos de Cobro, los cuales tienen distintas frecuencias de pago.

Figura 5. Cobranza Observada vs. Proyectada



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Administrador Maestro.

* Proyecciones realizadas en un escenario base y estrés del reporte de características finales del 1 de noviembre de 2021 y en el reporte de revisión anual del 7 de marzo de 2023.

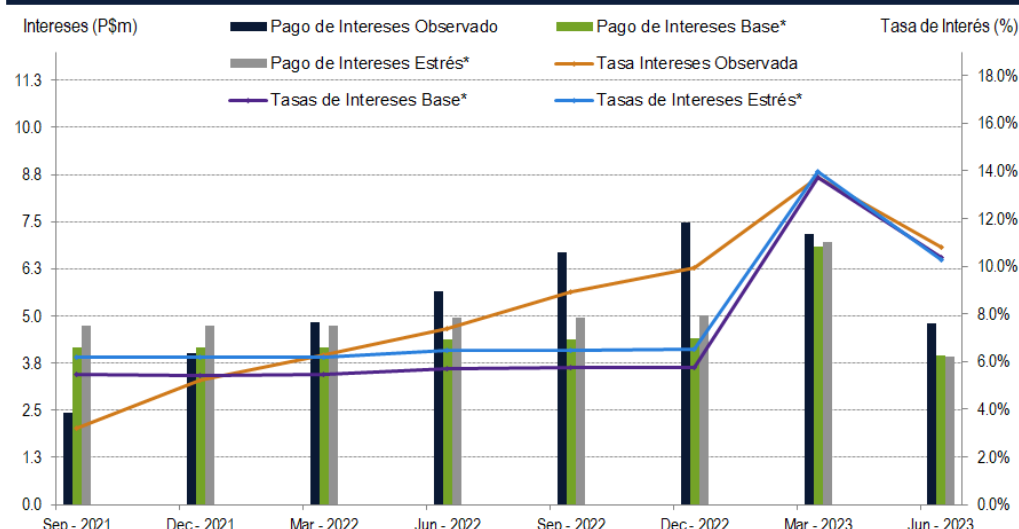
Falta de Separación de Flujos entre el Fideicomitente y el Fideicomiso

Al cierre de agosto de 2023, el 99.4% de la cobranza fue recibida por el Fideicomitente en sus cuentas, y posteriormente transferida al Fideicomiso Emisor. Considerando lo anterior, HR Ratings considera que existen riesgos asociados a la dependencia de los flujos de cobranza de la Emisión al Fideicomitente.

Pago de Intereses

La Emisión acumula gastos por intereses de ambas series por un monto de P\$43.0m desde la Fecha de Colocación hasta el cierre de junio de 2023 (vs. P\$36.4m en el escenario base y P\$40.0m en el escenario de estrés). Al respecto, el aumento en los intereses pagados por la Emisión es consecuencia del aumento en la tasa de referencia en los últimos 12m, donde la TIIE Promedio (91 días) 12m se ubicó en 10.47% al cierre de junio de 2023 (vs. 5.89% al cierre de junio de 2022). Es importante mencionar que la Emisión tiene una periodicidad de pago de intereses trimestral, donde esta devenga intereses a una tasa variable de TIIE de 91 días más una sobretasa de 0.2% para el CEBUR Ordinario y 1.3% para el CEBUR Subordinado.

Figura 6. Pago de Intereses Observado vs. Pago de Intereses Escenario Base y Estrés



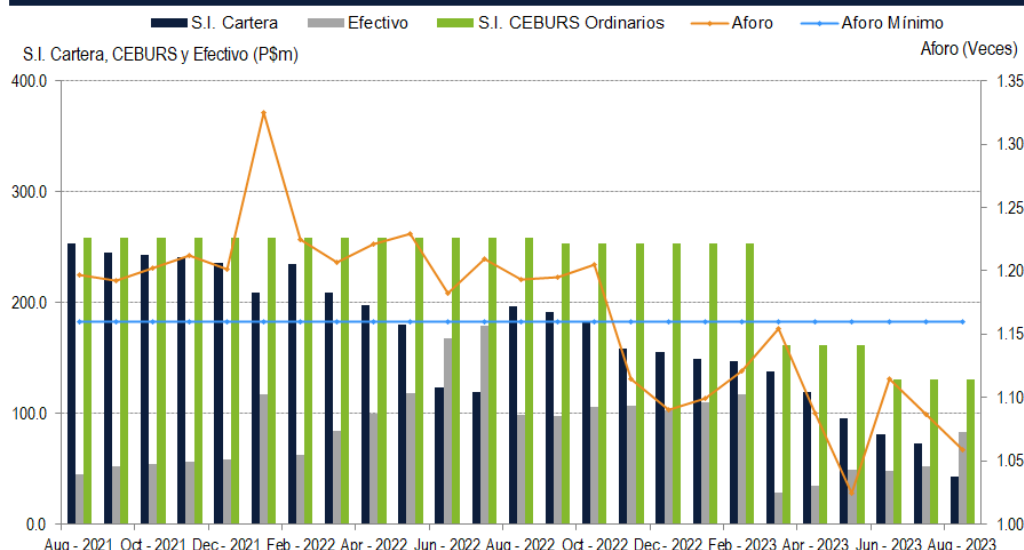
Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Administrador Maestro.

* Proyecciones realizadas en un escenario base y estrés del reporte de características finales del 1 de noviembre de 2021 y en el reporte de revisión anual del 7 de marzo de 2023.

Evolución del Aforo

Al cierre de agosto de 2023, el Aforo de la Emisión se ubicó en 1.06x, el cual se encuentra por debajo del Aforo Mínimo de 1.16x establecido en la documentación legal de la Emisión (vs. 1.09x al cierre de diciembre de 2022). Al respecto, a partir de octubre de 2022, el Aforo se encuentra por debajo del Aforo Mínimo como resultado del incremento en la morosidad del colateral. Lo anterior ocasionó que, en la Fecha de Pago de marzo de 2023, la Estructura comenzara con un Periodo de Amortización *Full Turbo* por un Evento de Amortización Acelerada. Por otro lado, la disminución en el Aforo con respecto a diciembre de 2022 se explica por el incremento en la morosidad del colateral. Por su parte, se observa un saldo de intereses devengados relativamente estable, los cuales acumulan un monto de P\$12.0m y representan el 27.9% del saldo insoluto de capital de los Derechos de Cobro vigentes al cierre de julio de 2023 (vs. P\$18.9m y 12.2% al cierre de diciembre de 2022). En este sentido, es importante mencionar que el saldo de intereses devengados incluye intereses vencidos, así como intereses por devengar de créditos vencidos. HR Ratings considera de forma negativa la disminución del Aforo de la Emisión con respecto al Aforo Mínimo, lo cual implica una menor protección crediticia para la amortización del CEBUR Ordinario.

Figura 7. Evolución del Aforo



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Administrador Maestro.

En cuanto al cálculo del Aforo, este se obtiene como la suma del saldo insoluto de capital de los Derechos de Cobro (saldo de capital e intereses devengados) y el Efectivo Fideicomitado sobre el saldo insoluto de los CEBURS Ordinarios. Por su parte, HR Ratings calculó un Aforo Ajustado, donde no se considera el saldo de intereses devengados en el cálculo del Aforo, el cual se situó en 0.97x al cierre de agosto de 2023 (vs. 1.02x al cierre de diciembre de 2022 y 1.13x al cierre de junio de 2022). Finalmente, la cartera vigente a deuda neta se ubicó en 0.91x, lo cual denota que no existen activos vigentes en el Patrimonio del Fideicomiso para hacer frente al saldo insoluto de los CEBURS Ordinarios.

Figura 8. Cálculo del Aforo

Concepto	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23
Activo*	308.7	311.0	312.3	306.0	303.1	276.7	186.5	145.9	142.3	138.5
Saldo Insoluto de Capital de los Derechos de Cobro Vigente*	244.5	235.2	209.2	123.5	190.9	155.2	137.4	80.9	73.1	43.2
Efectivo Fideicomitado Elegible*	52.5	58.2	84.2	168.0	97.6	102.6	28.6	48.2	52.4	83.4
Saldo Insoluto Intereses Devengados*	11.7	17.6	18.9	14.5	14.6	18.9	20.6	16.7	16.7	12.0
Pasivo*	258.9	258.9	258.9	258.9	253.7	253.7	161.6	130.9	130.9	130.9
Saldo Insoluto de Principal CEBURS Ordinarios*	258.9	258.9	258.9	258.9	253.7	253.7	161.6	130.9	130.9	130.9
Indicador										
Aforo ¹	1.19x	1.20x	1.21x	1.18x	1.19x	1.09x	1.15x	1.11x	1.09x	1.06x
Aforo Ajustado ²	1.15x	1.13x	1.13x	1.13x	1.14x	1.02x	1.03x	0.99x	0.96x	0.97x
Cartera Vigente a Deuda Neta ³	1.18x	1.17x	1.20x	1.36x	1.22x	1.03x	1.03x	0.98x	0.93x	0.91x

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Administrador Maestro

*Cifras en millones de pesos.

¹ Aforo: (Saldo Insoluto de Capital de los Derechos de Cobro Vigente + Efectivo Fideicomitado Elegible + Saldo Insoluto Intereses Devengados) / Saldo Insoluto de Principal CEBURS Ordinarios

² Aforo Ajustado calculado por HR Ratings: (Saldo Insoluto de Capital de los Derechos de Cobro Vigente + Efectivo Fideicomitado Elegible) / Saldo Insoluto de Principal de los CEBURS Ordinarios

³ Cartera Vigente a Deuda Neta: (Saldo Insoluto de Capital de los Derechos de Cobro Vigentes) / (Saldo Insoluto de Principal CEBURS Ordinarios - Efectivo Fideicomitado)

Análisis de Cosechas

HR Ratings realizó el cálculo de la Tasa de Incumplimiento Histórica (TIH) considerando la cosecha 2021 derivado de que esta muestra un incumplimiento significativamente mayor a las anteriores. En este sentido, la TIH se colocó en 3.9% al cierre de junio de 2023 (vs. 2.2% en la revisión anterior). Al respecto, el aumento en la Tasa de Incumplimiento Histórica es consecuencia de que, en la revisión anterior, se

consideraron las últimas tres cosechas maduras a dicho corte (2019, 2020 y 2021), mientras que en la revisión actual se considera únicamente la cosecha 2021 derivado de su tendencia y monto de incumplimiento. Al respecto, la cosecha 2021 presenta un deterioro con respecto al resto de las cosechas derivado del incumplimiento de acreditados en los sectores de caña de azúcar, piña y plátano, los cuales están cedidos al Fideicomiso Emisor.

Figura 9. Tasa de Incumplimiento Histórica			
Año	Originación*	Monto Incumplido*	Mora Acumulada (%)
2016	928.0	10.7	1.2%
2017	1,064.2	36.8	3.5%
2018	1,332.4	15.5	1.2%
2019	1,825.1	49.1	2.7%
2020	1,591.4	29.0	1.8%
2021	2,091.3	81.5	3.9%
2022	2,831.4	41.5	1.5%
Total	2,091.3	81.5	3.9%

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

* Millones de Pesos

Análisis de Escenarios

Para determinar el comportamiento esperado de la Emisión, HR Ratings realizó un análisis de flujo de efectivo bajo un escenario de alto estrés económico, a partir del cual se determina la Mora Máxima que soportan la Estructura, manteniendo su capacidad de pago en tiempo y forma.

Escenario de Estrés

El escenario de estrés planteado por HR Ratings toma en cuenta diversos supuestos y variables financieras que impactarían el desempeño de la Emisión y que reflejan la sensibilidad de esta ante distintos factores. Lo anterior se realiza para poder determinar el mayor nivel de incumplimiento del portafolio que soportarían la Estructura bajo condiciones desfavorables, y aun así poder hacer frente a sus obligaciones de pago en tiempo y forma. Los supuestos utilizados en el análisis realizado fueron los siguientes:

- Saldo de principal de los CEBURS Ordinarios de P\$130.9m y saldo de principal de los CEBURS Subordinados por P\$47.1m al cierre de agosto de 2023 (vs. P\$253.7m y P\$47.1m en la revisión anterior).
- Plazo de 35 meses hasta el vencimiento legal de la Emisión, donde se consideran Fechas de Pago trimestrales (vs. 44 meses en la revisión anterior).
- Tasa de Interés promedio pagada por los CEBURS Ordinarios de 11.3%, la cual se obtiene con una TIIE 91 Promedio proyectada por HR Ratings en el escenario de estanflación de 11.1% y un margen aplicable de 0.2% (vs. 11.2%, 11.0% y 0.2% en la revisión anterior).

- La Emisión considera un *cap* de tasas de interés con un nocional de P\$52.0m y un strike de 7.5% (vs. P\$52.0m y 7.5% en la revisión anterior). Al respecto, el *cap* tiene vencimiento en junio de 2024.
- Flujos esperados de cobranza para la cartera vigente de P\$46.1m proporcionados por el Fideicomitente, así como un Efectivo Fideicomitado de P\$83.3m reportado por el Administrador Maestro (vs. P\$179.6m y P\$102.6m).
- Esquema de amortización *Full Turbo* derivado de un Evento de Amortización Acelerada, el cual inició en marzo de 2023.
- Subordinación del pago de intereses y principal de los CEBURS Subordinados al pago de los CEBURS Ordinarios, con lo que no se esperan pagos de intereses o principal del CEBUR Subordinado en el escenario.
- Gastos de administración anuales máximos de P\$0.3m (vs. P\$0.3m en la revisión anterior).
- Reserva de intereses preferentes en la subcuenta de reserva de intereses con recursos para pagar dos veces el saldo inicial de los certificados bursátiles ordinarios por la tasa ordinaria de interés a partir de la primera fecha de pago y una vez el saldo inicial de los certificados bursátiles ordinarios por la tasa ordinaria de interés en la primera y última fecha de pago.
- Reserva de gastos en la subcuenta de gastos con recursos equivalente al monto trimestral de los Gastos Ordinarios de Mantenimiento.
- Uso de todas las reservas para el pago de principal de los CEBURS Ordinarios.

Considerando los supuestos anteriores, se espera el siguiente comportamiento de la Emisión:

Figura 10. Escenario Proyectado para la Emisión.

Supuestos	
Monto Conjunto CEBURS (P\$m)	178.0
CEBURS Preferente u Ordinarios (P\$m)	130.9
CEBURS Subordinados (P\$m)	47.1
Saldo Insoluto de los Derechos de Cobro (P\$m)	37.5
Tasa Promedio de la Serie Ordinaria	11.3%
Efectivo Fideicomitado (P\$m)	83.4
Resultados	
Evento de Amortización Anticipada	Sí
Morosidad Mensual Durante el Periodo de Revolvencia	0.0%
Morosidad Mensual Durante el Periodo de Amortización	0.0%
Mora Máxima de la Emisión (MM) CEBURS Ordinarios	0.0%
TIH	3.9%
VTI CEBURS Ordinarios	0.0x

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un Escenario de Estrés.

En el escenario proyectado, se espera que la cobranza total ascienda a P\$46.1m conforme a lo esperado por el Fideicomitente, la cual se compone por P\$37.5m de cobranza de capital y P\$8.5m de cobranza de intereses. Por su parte, los ingresos totales ascienden a P\$47.7m, los cuales comprenden la cobranza y los rendimientos de fondos líquidos. Finalmente, el Fideicomiso Emisor tiene un saldo de Efectivo Fideicomitado de P\$83.3m. En cuanto a los egresos de la Emisión, estos ascienden a P\$131.0m, los cuales se integran por P\$0.9m en gastos de mantenimiento, P\$11.4m en gastos por intereses de los CEBURS Ordinarios, así como P\$118.8m en amortización de principal de los CEBURS Ordinarios.

En cuanto a los Activos Fideicomitados y el flujo esperado de Derechos de Cobro, estos acumularían un monto de P\$131.0m, mientras que el principal insoluto de la Emisión se situó en P\$130.9m al cierre de agosto de 2023. Al respecto, se espera que el Fideicomiso Emisor no cuente con los recursos suficientes para amortizar los CEBURS Preferentes en tiempo y forma en ningún nivel de morosidad aplicado a los Derechos de Cobro con los recursos vigentes en el Patrimonio del Fideicomiso.

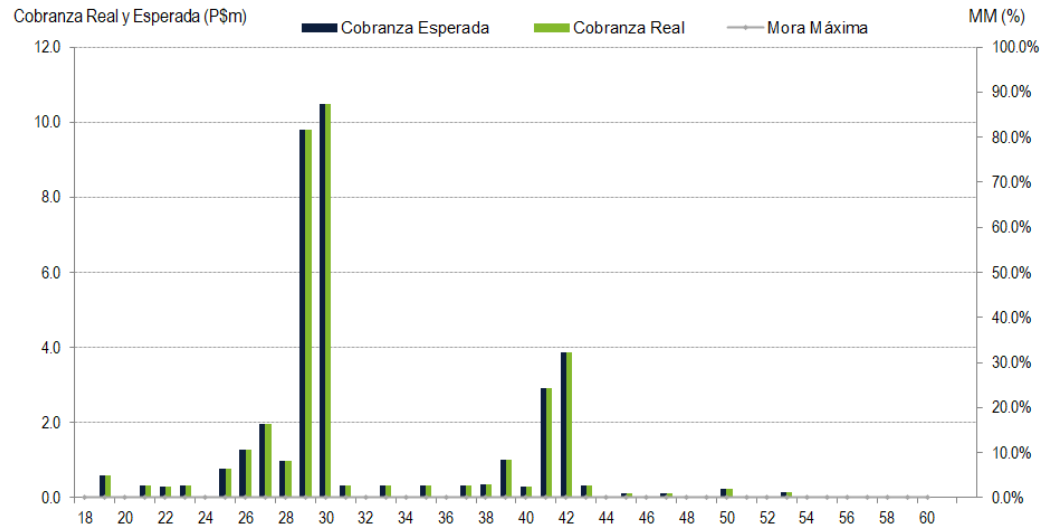
Figura 11. Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo Full Turbo	Total
Cobranza Esperada	46.1	46.1
Principal	37.5	37.5
Intereses	8.5	8.5
Cobranza No Realizada Principal por Mora	0.0	0.0
Capital	0.0	0.0
Intereses	0.0	0.0
Cobranza Real	46.1	46.1
+ Capital	37.5	37.5
+ Intereses	8.5	8.5
+ Ingresos por fondos líquidos	1.7	1.7
+ Constitución Inicial de Subcuenta de Reserva de Intereses	15.1	15.1
+ Constitución Inicial de Subcuenta de Gastos	0.5	0.5
+ Constitución Inicial de Subcuenta FEF	2.2	2.2
+ Constitución Inicial de Fondo General	65.5	65.5
- Saldo Final de Subcuenta de Reserva de Intereses	0.0	0.0
- Saldo Final de Subcuenta de gastos	0.0	0.0
- Saldo Final de Subcuenta FEF	0.0	0.0
- Saldo Final de Fondo General	0.0	0.0
- Gastos Generales y de Mantenimiento	0.9	0.9
- Intereses a Tenedores de CEBURS Ordinarios	11.4	11.4
- Intereses Subordinados	0.0	0.0
- Adquisición de Cartera	0.0	0.0
- Liberación de Remanentes	0.0	0.0
- Amortización de Principal CEBURS Ordinarios	118.8	118.8
- Amortización de Principal CEBURS Subordinados	0.0	0.0
Entradas - Salidas	0.0	0.0

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un Escenario de Estrés.

Debido a que en el escenario de estrés se estima que el Fideicomiso Emisor no contaría con los recursos suficientes para amortizar los CEBURS Ordinarios en tiempo y forma, incluso sin morosidad en la cartera vigente, la Mora Máxima soportada en el escenario proyectado ascendería a 0.0% (vs. 5.4% en la revisión anterior). La disminución en la Mora Máxima se explica por el deterioro del colateral de la Emisión,

donde el índice de morosidad se colocó en 45.2% al cierre de agosto de 2023 con datos del Fideicomitente (vs. 12.2% al cierre de diciembre de 2022). Como consecuencia de lo anterior, la razón de Veces Tasa de Incumplimiento se ubicó en 0.0x (vs. 1.3x en la revisión anterior).

Figura 12. Cobranza Estrés vs. Cobranza Esperada (P\$m) y Mora Máxima



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un Escenario de Estrés.

Glosario

Aforo. (Saldo Insoluto de los Derechos de Cobro Vigentes + Efectivo) / (Saldo Insoluto de Principal de los CEBURS Ordinarios).

Aforo Ajustado. (Saldo Insoluto de Capital de los Derechos de Cobro Vigente + Efectivo) / Saldo Insoluto de Principal de los CEBURS Ordinarios.

Cartera Vigente a Deuda Neta. (Saldo Insoluto de Capital de los Derechos de Cobro Vigentes) / (Saldo Insoluto de Principal CEBURS Ordinarios - Efectivo Fideicomitado).

Tasa de Incumplimiento Histórica (TIH). Suma Promedio Ponderada de la Máxima Mora Anual y la Originación del Periodo.

Mora Máxima. (Cobranza de Capital no Realizada por Mora en el Periodo de Amortización *Full Turbo*) / (Cobranza de Capital Esperada en el Periodo de Amortización *Full Turbo*).

Veces Tasa de Incumplimiento (VTI). Mora Máxima / Tasa de Incumplimiento Histórica.

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:

Criterios Generales Metodológicos (México), Enero 2023

Metodología para la Evaluación de Emisiones de Deuda Respaldadas por el Flujo de Efectivo Generado por un Conjunto de Activos Financieros (México), Enero 2023

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 BBB (E) / Observación Negativa
Fecha de última acción de calificación	7 de marzo de 2023
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero de 2016 – agosto de 2023
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Fideicomitente y el Administrador Maestro.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N/A
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)	La calificación ya incluye dicho factor de riesgo.

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)(6)(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 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, 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).