

Calificación

LIPSBCB 14U
Perspectiva

HR AA- (E)
Estable

Contactos

Paulina Ducoing

Directora de Infraestructura
paulina.ducoing@hrratings.com

Roberto Soto

Asociado de Finanzas Públicas
roberto.soto@hrratings.com

Roberto Ballínez

Director Ejecutivo de Finanzas Públicas
/ Infraestructura
roberto.ballinez@hrratings.com

Ricardo Gallegos

Director Ejecutivo Senior de Finanzas
Públicas / Infraestructura
ricardo.gallegos@hrratings.com

Definición

La calificación que determina HR Ratings para la emisión con clave de pizarra LIPSBCB 14U es HR AA- (E) con Perspectiva Estable. Esta calificación, en escala local, significa que la emisión se considera con alta calidad crediticia, y ofrece gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantiene muy bajo riesgo crediticio bajo escenarios económicos adversos. El signo “-” representa una debilidad relativa dentro de la misma escala de calificación.

HR Ratings ratificó la calificación de HR AA- (E) con Perspectiva Estable a la Emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios (CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra LIPSBCB 14U (la Emisión). Esto tras conocer las características finales.

Los CEBURS Fiduciarios fueron colocados el 31 de octubre de 2014 a través del Fideicomiso No. CIB/2076 (Fideicomiso Emisor) constituido en CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria (el Fiduciario y/o CIBanco). El monto de la Emisión fue de 335,892,500.0 UDIs (P\$1,746.7 millones (m)) y el plazo de aproximadamente 33.0 años. La ratificación de la calificación y la perspectiva después de conocer las características finales se debe a que éstas no sufrieron cambios mayores en comparación con el análisis realizado el pasado 15 de octubre de 2014. Asimismo, la ratificación se fundamenta, entre otros factores, en el nivel máximo de caída en ingresos, en términos reales y bajo un escenario de estrés, que soporta la fuente de pago para cubrir las obligaciones financieras contractuales. Éste equivale a una diferencia anual acumulada esperada de los ingresos por peaje y vialidad de 0.53% respecto a los ingresos generados en un escenario base y a un nivel de deducciones de 2.64% en los pagos por disponibilidad. Esto en un escenario de estrés macroeconómico de bajo crecimiento y baja inflación. Esta agencia calificadora consideró como una mejora crediticia la diversificación en el origen de la fuente de pago. Por otra parte, la emisión cuenta con un calendario de amortización objetivo y permite la capitalización de intereses a lo largo de su vigencia, características que HR Ratings considera reducen el riesgo de liquidez. Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- **Subordinación operativa a las emisiones de CEBURS Fiduciarios LPSLCB 14U y LPSLCB 14-2U (CEBURS Fiduciarios F/1784)** colocadas el 24 de julio de 2014. La emisión LPSLCB 14-2U retiene remanentes si su cobertura primaria del servicio de la deuda (DSCR por sus siglas en inglés) es menor a 1.15x. Estas emisiones cuentan con una calificación vigente otorgada por HR Ratings el 15 de octubre de 2014 en escala local de HR AAA (E) con Perspectiva Estable y HR AA+ (E) con Perspectiva Estable, respectivamente, que se encuentran fundamentadas en el nivel máximo de caída que soportan los ingresos para cubrir las obligaciones financieras. Dicho nivel equivale a una diferencia anual acumulada de 1.3% respecto a los ingresos reales generados en un escenario base para la emisión LPSLCB 14-2U y a un nivel de deducciones de 20.7% para la emisión LPSLCB 14U.
- **Ingresos en términos reales generados por peaje y vialidad en el escenario de estrés serían 16.2% menores que los generados en el escenario base.** Esto equivale a una diferencia acumulada anualizada de 0.53%. Por otra parte, el tráfico en el escenario de estrés sería 15.5% menor que el generado en el escenario base, lo que equivale a una diferencia anualizada de 0.51%.
- **HR Ratings estima una TMAC₁₄₋₄₇ de 2.8% para el TPDA y de 2.9% para el IPDA Real, en un escenario base.** En el escenario de estrés suponemos una TMAC₁₄₋₄₇ de 2.1% para el TPDA y de 2.1% para el IPDA Real. De acuerdo con el estudio de tráfico del ingeniero independiente el TPDA proyectado en su escenario más probable presenta una TMAC₁₄₋₄₇ de 2.9%.
- **Nivel de deducciones.** Suponemos, en un escenario base, que no hay deducciones en el pago de disponibilidad. En un escenario de estrés, el nivel de deducciones es igual a 2.64% en cada pago.
- **Diversificación de la fuente de pago,** ya que los recursos provienen de dos carreteras independientes y ubicadas en distintas regiones del país. Asimismo, mayor certeza en la generación de ingresos por disponibilidad (contrato de PPS), debido a que son cubiertos por el Gobierno Federal a través de la Secretaría de Comunicaciones y Transportes (SCT).
- **Título establece una curva de amortización objetivo y permite la capitalización de intereses.** La Emisión paga intereses semestrales (marzo y septiembre) calculados sobre saldos insolutos a una tasa fija de 8.519%. El pago de principal es semestral y de acuerdo a una tabla objetivo que inicia en marzo de 2027 (cupón 25). Cuenta con un Fondo de Reserva de seis meses de servicio de deuda. Estas características evitan un posible evento de falta de liquidez en una determinada fecha de pago; por otro lado el fondo de reserva, en caso de necesitarse, reduciría el monto de intereses a capitalizar con la consiguiente reducción en el costo financiero que esto implicaría.
- **Prepagos parciales con excedentes.** En el supuesto que el saldo de principal de los certificados sea mayor al saldo resultante de aplicar el calendario de amortización se efectuarán pagos parciales de principal con los recursos remanentes. Estas condiciones fortalecen a la Emisión, al no permitir la liberación de remanentes en caso de no estar en concordancia con la tabla de amortización objetivo.
- **Vencimiento de Contrato PPS.** El contrato de PPS de la carretera Río Verde-Cd. Valles vence en 2031 (16 años antes que el plazo legal de la Emisión). El título de concesión de Río Verde-Cd. Valles vence en 2047 y el del Libramiento La Piedad en 2054. Pese a lo anterior, los ingresos derivados del Contrato PPS, de 2015 al 2031, representarían alrededor del 59.35% de los ingresos del Fideicomiso No. CIB/2076.
- **Entrada en operación de las vialidades.** Ambas carreteras entraron completamente en operación recientemente, por lo que cuenta con poca historia acerca del comportamiento del tráfico vehicular. Dicha situación, no permite a esta agencia calificadora proyectar el comportamiento de las vialidades bajo el supuesto de crisis económica, inseguridad, entre otros.
- **Opinión Legal.** De acuerdo con la opinión legal emitida por nuestro asesor jurídico independiente, los documentos de la transacción constituyen obligaciones válidas y exigibles de sus respectivas partes conforme a sus términos y condiciones.

Principales Factores Considerados

La Emisión LIPSBCB 14U se encuentra subordinada operativamente a las emisiones LPSLCB 14U y LPSLCB 14-2U (CEBURS Fiduciarios F/1784). La fuente de pago de la emisión LPSLCB 14U son los flujos operacionales netos del fideicomiso operador No. 832 correspondientes a los pagos por servicios de disponibilidad de acuerdo al contrato de Proyectos para Prestación de Servicios (PPS) de la autopista Río Verde – Ciudad Valles. Mientras que la fuente de pago de la emisión LPSLCB 14-2U son los flujos operacionales netos del fideicomiso operador No. 866 correspondientes a los derechos de cobro del Libramiento La Piedad y del fideicomiso operador No. 832 correspondiente a los derechos de cobro y a los pagos por vialidad de la autopista Río Verde – Ciudad Valles. Por su parte, la fuente de pago de la Emisión subordinada son los derechos fideicomisarios de la Concesionaria dentro del fideicomiso emisor de los CEBURS Fiduciarios F/1784, es decir, la totalidad de los remanentes del mismo.

La Emisión paga intereses semestralmente en los meses de marzo y septiembre a una tasa fija de 8.519%, y principal de acuerdo a una tabla de amortización objetivo. Asimismo, cuenta con un fondo de reserva equivalente a seis meses de servicio de deuda.

Es importante mencionar que únicamente será motivo de incumplimiento, la falta de pago de la totalidad de intereses y capital en la última fecha de pago programada de los CEBURS Fiduciarios, es decir, el 20 de septiembre de 2047. Asimismo, la existencia de un calendario de amortización objetivo y la posibilidad de capitalizar intereses durante todo el plazo legal de la Emisión, representan para HR Ratings características que reducen el riesgo de liquidez.

Como parte del análisis de la calificación, HR Ratings llevó a cabo proyecciones en dos escenarios distintos: base y estrés, los cuales consideran supuestos tanto para el crecimiento del tráfico como para las principales variables macroeconómicas que podrían influir en el desempeño de la Emisión. Debido a que la operación de ambas vialidades se completó recientemente, se tomó en consideración para la elaboración de los escenarios de tráfico, los resultados del estudio realizado por el ingeniero independiente.

Respecto a los pagos por disponibilidad, los principales riesgos que observamos serían la rescisión del Contrato PPS y las deducciones. Por lo tanto, los ingresos disponibles para hacer frente a los compromisos adquiridos con los tenedores de los CEBURS Fiduciarios dependerán, principalmente, del crecimiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor y del porcentaje de deducciones que la SCT aplique al pago trimestral por servicios de disponibilidad.

Los escenarios analizados por HR Ratings suponen, en un caso base, una Tasa Media Anual de Crecimiento 2014-2047 (TMAC₁₄₋₄₇) de 2.8% para el Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) y de 2.9% para el Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) Real. Para un escenario de estrés, hemos supuesto una TMAC₁₄₋₄₇ de 2.1% para el TPDA y de 2.1% para el IPDA Real. Con ello, la diferencia anualizada esperada entre los ingresos generados por peaje y vialidad, en términos reales, entre el escenario base y estrés, serían 0.53% y un nivel de deducciones en los pagos por disponibilidad 2.64% bajo el escenario de estrés.

Con los supuestos mencionados en el párrafo anterior, en un escenario base, se proyecta que se utilizará la totalidad del fondo de reserva para el pago de intereses y será necesario capitalizar un monto de 54.8m de UDIs. Sin embargo, se espera que a partir del 2028, el saldo insoluto sea igual o menor al saldo insoluto objetivo.

En un escenario de estrés, se proyecta que el Fideicomiso recibiría recursos por parte de remanentes de la emisión LPSLCB 14U. Sin embargo, en diversos periodos no recibiría recursos por parte de remanentes de la emisión LPSLCB 14-2U debido a los niveles de cobertura esperados de dicha emisión (DSCR menor a 1.15x) bajo este escenario. Derivado de lo anterior se capitalizarían intereses una vez agotado el fondo de reserva. En este escenario, el monto capitalizado sería aproximadamente 231.9m de UDIs. A pesar de los menores ingresos que se generarían bajo este escenario, HR Ratings estima que éstos serían suficientes para cumplir, con las obligaciones adquiridas con los tenedores de los CEBURES Fiduciarios LIPSBCB 14U.

Es importante mencionar que derivado del valor que se estimaba para la UDI en la fecha de emisión, la CNBV autorizó emitir 3,358,925 títulos. Sin embargo, el valor de la UDI fue menor por lo que los Fideicomitentes decidieron colocar los títulos a un precio de 100.186470 UDIs en lugar de un precio de 100.0 UDIs. Lo anterior con el fin de obtener recursos por P\$1,750.0m de conformidad con lo planeado originalmente. Dicha situación fue considerada por los inversionistas en la tasa de interés a la cual se colocó la Emisión.

A continuación se presenta un comparativo entre las características finales y las definidas en los documentos preliminares empleadas por HR Ratings para el análisis publicado el 15 de octubre de 2014:

Tabla 1. Comparativo entre análisis original y características finales

Concepto	Análisis Original	Características Finales
Monto Emisión	P\$1,750.0m	P\$1,746.7m
Tasa de Interés	8.5%	8.519%
Precio de Colocación	100.0 UDIs	100.186470 UDIs
Diferencia Anual Acumulada de los ingresos por peaje y vialidad (Estrés vs Base)	0.53%	0.53%
Nivel de deducciones en Estrés	2.64%	2.64%

Fuente: HR Ratings con información de los documentos legales definitivos de la Emisión.

HR Ratings Alta Dirección

Dirección General

Presidente y Director General

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

Director General Adjunto

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

Dirección General de Operaciones

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3145
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

U.S. Public Finance

Julie García Seebach +52 55 1500 3130
julie.seebach@hrratings.com

Deuda Corporativa/ ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

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

Instituciones Financieras / ABS

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

Regulación

Dirección General de Riesgo

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

Dirección General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Carlos Frías +52 55 1500 3134
carlos.frias@hrratings.com

Dirección de Atención a Inversionistas

Jorge B. González +52 55 1253 6547
jorge.gonzalez@hrratings.com



Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130

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 la Bursatilización de Flujos Futuros, agosto de 2008

ADENDUM – Metodología de Calificación para la Emisión de Deuda de Proyectos de Peaje, marzo de 2009

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/es/metodologia.aspx

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	15 de octubre de 2014
Fecha de última acción de calificación	N/A
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Noviembre de 2010 - Agosto de 2014
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	ICA San Luis, S.A. de C.V. y Libramiento ICA La Piedad, S.A. de C.V.
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)	El proceso de calificación de HR Ratings incorpora este factor de riesgo y por lo tanto ya está reflejado en la calificación de HR AA- (E)

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

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, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

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 o emitidas 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, 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 USD1,000 a USD1,000,000 (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 USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).