

Calificación

ZONALCB 06U
Perspectiva

HR AA(E)
Estable

Contactos

Paulina Ducoing

Directora de Infraestructura
paulina.ducoing@hrratings.com

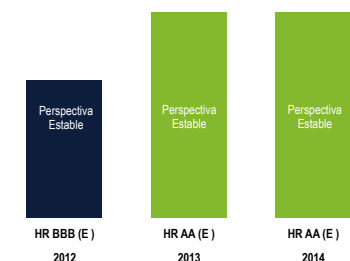
Roberto Ballínez

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

Ricardo Gallegos

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

Evolución de la Calificación Crediticia, 2012-2014



Fuente: HR Ratings

Definición

La calificación que determina HR Ratings para la Serie de Certificados Bursátiles Fiduciarios con clave de pizarra ZONALCB 06U 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.

HR Ratings ratificó la calificación de HR AA (E) con Perspectiva Estable a la Serie de Certificados Bursátiles Fiduciarios (CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra ZONALCB 06U (la Serie Preferente). Dicha serie es una de las tres series que resultaron de una reestructura de la Emisión ZONALCB06U, la cual contemplaba originalmente una sola serie y fue colocada el 14 de diciembre de 2006 a través del Fideicomiso Emisor No. 1486 constituido en Banco Inbursa, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Inbursa, División Fiduciaria (Inbursa) por un monto total de 423,532,900.0 UDIs (P\$1,600.0 millones (m)) a un plazo original de aproximadamente 25.0 años.

La ratificación de la calificación y la perspectiva se fundamenta en el nivel máximo de caída en términos de ingresos en un escenario de estrés que soporta la fuente de pago para cubrir las obligaciones financieras contractuales, el cual equivale a una diferencia anual acumulada de 0.90% respecto a los ingresos reales generados en nuestro escenario base (vs. 0.95% en la revisión realizada el 11 de octubre de 2013). Asimismo, la emisión cuenta con un calendario de amortización objetivo y un fondo de reserva de seis meses de intereses, por lo cual HR Ratings considera que dichas características proveen a la Serie Preferente de un nivel de liquidez adecuado.

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- **Ingresos en términos reales generados en el escenario de estrés son 16.0% menores durante el plazo legal de la Emisión, a los generados en el escenario base.** Esto equivale a una diferencia acumulada anualizada de 0.90%. Lo anterior como resultado de que el tráfico generado en el escenario de estrés sería 15.9% menor que el generado en el escenario base, lo que equivale a una diferencia anualizada de 0.90%.
- **HR Ratings estima en un escenario base una TMAC₁₃₋₃₃ de 1.5% para el TPDA, y de 1.7% para el IPDA Real.** Por otra parte, el escenario de estrés propuesto supone una TMAC₁₃₋₃₃ de -0.3% para el TPDA y de -0.1% para el IPDA Real mientras que la TMAC₀₇₋₁₃ fue de -1.7%.
- **Curva de amortización objetivo.** La Emisión paga intereses semestralmente (junio y diciembre) calculados sobre saldos insolutos a una tasa fija de 5.4% y a partir de 2032 de 5.6%. Por otra parte, paga principal de acuerdo a una tabla objetivo y cuenta con un Fondo de Reserva de 6 meses de intereses. Dichas características proveen a la Serie Preferente de un nivel de liquidez adecuado.
- **Prepagos parciales con excedentes y convertibilidad de Serie Convertible a Serie Preferente.** Se efectuarán pagos parciales a principal con los recursos excedentes. Sin embargo, cada vez que los prepagos acumulados de principal de la Serie Preferente ascienden a 5% del saldo inicial de los CEBURS Fiduciarios Serie Preferente, el 8% del saldo inicial de los CEBURS Fiduciarios Serie Convertible se convierten en la próxima fecha de pago en CEBURS Fiduciarios Serie Preferente. Dicha característica puede incrementar el saldo insoluto de la Serie Preferente, incrementándose por consiguiente el servicio de deuda de la misma al impactar el posible beneficio de los prepagos realizados.
- **Tráfico e Ingresos 2014.** El TPD observado de enero a septiembre de 2014 ha presentado un crecimiento de 0.01% respecto al mismo periodo del año anterior. Por su parte, el IPD Real en dicho periodo presenta un crecimiento de 2.1%. En nuestra proyección anterior se esperaba en un escenario base un TPD de 3,684.0, cifra menor al observado de 3,861.2, mientras que el IPD en términos nominales para el mismo periodo resultó 6.3% mayor que el pronosticado.
- **Mantenimiento Mayor y Tarifas Residentes.** En 2014 se terminó de llevar a cabo el plan de inversiones en mantenimiento mayor acordado entre la Concesionaria y la Secretaria de Comunicaciones y Transportes. Para 2015 se espera ejercer un monto de P\$13.7m. La Concesionaria cobra tarifas menores a los residentes. Sin embargo, esto tiene un ligero impacto sobre los ingresos totales de la carretera, debido a que de acuerdo a la información proporcionada por la Concesionaria el porcentaje de usuarios que paga tarifa de residentes no es significativo.

Principales Factores Considerados

El 14 de diciembre de 2006, Concesionaria Zonalta, S.A. de C.V. llevó a cabo a través del Fideicomiso No. 1486 constituido en Banco Inbursa, una emisión de 423,532,900.0 Unidades de Inversión (UDIs), con clave de pizarra ZONALCB 06U y cuya fuente de pago son los derechos de cobro de la carretera Santa Ana-Altar en Sonora. Debido a la errática evolución del tráfico y de los ingresos de la carretera, y con el objeto de fortalecer la estructura, el 20 de junio de 2012 los CEBURS Fiduciarios ZONALCB 06U se actualizaron y se realizó el canje de los mismos con el fin de dividir la deuda original en tres series con características diferentes entre sí (ZONALCB 06U, ZONALCB 06-2U y ZONALCB 06-3U). En esa misma fecha también se realizó un pago anticipado de 53,900.0 UDIs. El 27 de junio del 2012 se llevó a cabo un prepago voluntario con recursos aportados por el Fideicomitente de 82,278,734.8 UDIs, quedando un saldo insoluto total de 341,200,265.2, de los cuales el 50% (170,600,132.6 UDIs) corresponden a la Serie Preferente.

La Serie Preferente paga intereses semestralmente en los meses de junio y diciembre. Por otro lado, el pago de principal se lleva a cabo de manera semestral de acuerdo a un calendario de amortización objetivo que empieza en junio de 2015. Asimismo, cuenta con un fondo de reserva de seis meses de intereses. Dichas características proveen a la Serie Preferente de un nivel de liquidez que HR Ratings considera adecuado. Los recursos remanentes de acuerdo a la prelación establecida se utilizarán para llevar a cabo prepagos. Sin embargo, la posibilidad de la conversión de la Serie Convertible puede incrementar el saldo insoluto de la Serie Preferente, incrementándose por consiguiente el servicio de deuda de la misma al impactar el posible beneficio de los prepagos realizados. Al día de hoy el saldo insoluto de la Serie ZONALCB 06U asciende a 163.2m de UDIs y se han llevado a cabo prepagos por 7.4m de UDIs.

De acuerdo a nuestras proyecciones presentadas en el reporte del 11 de octubre de 2013, el monto estimado de prepagos a la fecha, bajo un escenario base, ascendía a 8.7m de UDIs, monto mayor al observado. Sin embargo, dicha diferencia se explica por el plan de inversiones en mantenimiento mayor acordado entre la Concesionaria y la SCT para el mejoramiento de la carretera. Se tenía contemplado realizar dichas inversiones durante el periodo comprendido entre 2012 y 2014, durante 2013 se adelantó parte de las inversiones presupuestadas para 2014. Para 2015 la Concesionaria tiene contemplado ejercer un presupuesto de mantenimiento mayor de P\$13.7m.

Es importante mencionar que existe una diferenciación de las tarifas entre usuarios residentes y no residentes. Sin embargo, esta situación no tiene un efecto significativo en la generación de ingresos ya que los residentes representan, de acuerdo a la información de abril a septiembre de 2014 proporcionada por la Concesionaria, únicamente el 4.6% del aforo y el 1.1% de los ingresos. En nuestras proyecciones suponemos que la participación de residentes dentro del aforo de la carretera se mantendrá constante en el futuro.

Como parte del seguimiento de calificación HR Ratings actualizó sus 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.

Los escenarios analizados por HR Ratings suponen, en un caso base una Tasa Media Anual de Crecimiento 2013-2033 (TMAC₁₃₋₃₃) de 1.5% para el Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) y de 1.7% para el Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) Real. En un escenario de estrés hemos supuesto una TMAC₁₃₋₃₃ de -0.3% para el TPDA y de -0.1% para el IPDA Real. Con ello, la diferencia anualizada entre los ingresos en términos reales en el escenario base y el escenario de estrés es de 0.90% (vs. 0.95% en la revisión realizada el 11 de octubre de 2013). En las proyecciones realizadas anteriormente se suponía una TMAC₁₃₋₃₃ de 1.4% para el TPDA en un escenario base y -0.2% en un escenario de estrés. Para el IPDA Real se suponía una TMAC₁₃₋₃₃ de 1.6% en el escenario base y 0.0% en el de estrés. Sin embargo, tanto en 2013, como en el periodo de enero a septiembre de 2014 el comportamiento del tráfico y los ingresos ha sido mayor al esperado. Bajo los supuestos utilizados en nuestro análisis se realizan prepagos por un monto mayor a los considerados en el análisis anterior con la consiguiente conversión de la Serie Convertible. Lo anterior tiene un impacto en nuestros escenarios de estrés.

Con los supuestos mencionados en el párrafo anterior, en un escenario base se considera que se cumple con el pago de intereses sin necesidad de utilizar recursos de la Cuenta de Reserva. Asimismo, se llevan a cabo prepagos de principal por un monto de 150.7m de UDIs. Lo anterior lleva a que se convierta Serie Convertible en Serie Preferente, incorporándose al saldo de la misma. El monto convertido bajo este escenario asciende a 139.2 m de UDIs.

Por otra parte, en un escenario de estrés también se cumpliría con el pago de intereses sin necesidad de utilizar recursos de la Cuenta de Reserva. Sin embargo, se llevan a cabo prepagos por un menor monto, por lo que el monto de Serie Convertible que se convierte en Serie Preferente asciende a 57.3m 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 la Serie Preferente de los CEBURES Fiduciarios.

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	HR AA (E) / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	11 de octubre de 2013
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Febrero 2007-Septiembre 2014
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Concesionaria Zonalta, 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 las calificaciones asignadas.

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).