

Calificación

ZONALCB 06-2U
Perspectiva

HR A(E)
Estable

Contactos

Paulina Ducoing

Directora de Infraestructura
paulina.ducoing@hrratings.com

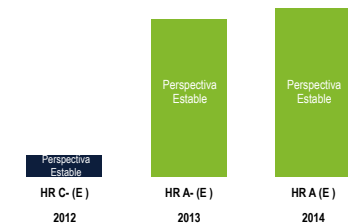
Roberto Ballínez

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 06-2U es HR A (E) con Perspectiva Estable. Esta calificación, en escala local, significa que la emisión ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantiene bajo riesgo crediticio bajo escenarios económicos adversos. El signo “-” representa una debilidad relativa dentro de la misma escala de calificación.

HR Ratings revisó a la alza la calificación a HR A (E) de HR A- (E) con Perspectiva Estable a la Serie de Certificados Bursátiles Fiduciarios (CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra ZONALCB 06-2U (la Serie Subordinada). 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 revisión a la alza de la calificación 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 esperada de 0.76% respecto a los ingresos reales generados en nuestro escenario base (vs. 0.53% en la revisión realizada el 11 de octubre de 2013). Asimismo, HR Ratings consideró que debido a las características particulares de la prelación de pago entre la Serie Preferente, la Serie Subordinada y la Serie Convertible, el flujo disponible esperado para el pago del servicio de la deuda de la Serie Subordinada mostraría una alta sensibilidad al comportamiento de los ingresos.

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

- **Subordinación a la Serie Preferente (ZONALCB 06U).** La Serie ZONALCB 06-2U se encuentra subordinada operativamente a la Serie Preferente, la cual cuenta con una calificación vigente de HR AA (E) con Perspectiva Estable. Asimismo, el hecho de que la Serie Convertible se transforme en Serie Preferente de acuerdo al monto de prepagos realizados a esta última, tiene un impacto en los flujos disponibles para el pago de la serie analizada.
- **Ingresos en términos reales generados en el escenario de estrés son 14.2% menores durante el plazo legal de la Emisión, a los generados en el escenario base.** Esto equivale a una diferencia acumulada anualizada de 0.76%. Lo anterior como resultado de que el tráfico generado en el escenario de estrés sería 14.2% menor que el generado en el escenario base, lo que equivale a una diferencia anualizada de 0.76%.
- **HR Ratings estima en un escenario base una TMAC₁₃₋₃₄ de 1.5% para el TPDA, y de 1.7% para el IPDA Real.** Por otra parte, el escenario de estrés propuesto supone una TMAC₁₃₋₃₄ de -0.1% para el TPDA y de 0.1% para el IPDA Real, mientras que la TMAC₀₇₋₁₃ fue de -1.7%.
- **Curva de amortización objetivo y se permite la capitalización de intereses.** 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%. Sin embargo, los intereses se pueden capitalizar. Por otra parte, paga principal de acuerdo a una tabla objetivo. Dichas características reducen el riesgo de liquidez de esta serie.
- **Prepagos parciales con excedentes.** Una vez liquidada la Serie Preferente, se efectuarán pagos parciales a principal con los recursos excedentes. Dichos prepagos podrían reducir el plazo de la Serie Subordinada.
- **Tráfico e Ingresos 2014.** El TPD observado de enero a agosto de 2014 ha presentado un crecimiento de 0.01% respecto al mismo periodo del año anterior. Por su parte, el IPD Real para el mismo periodo presenta un crecimiento de 2.1%. En nuestra proyección anterior se esperaba en el escenario base un TPD de enero a agosto de 2014 de 3,861.2, cifra menor al observado de 3,684.0, mientras que el IPD en términos nominales proyectado para el mismo periodo fue 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 Secretaría 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 20% (68,240,053.0 UDIs) corresponden a la Serie Subordinada.

La Serie Subordinada paga intereses semestralmente en los meses de junio y diciembre, y permite la capitalización de los mismos. 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. HR Ratings considera que dichas características de la Serie Subordinada reducen el riesgo de liquidez. Los recursos remanentes una vez liquidada la Serie Preferente y de acuerdo a la prelación establecida se utilizarán para llevar a cabo prepagos. Al día de hoy el saldo insoluto de la Serie ZONALCB 06-2U asciende a 68.2m de UDIs y a la fecha no se han efectuado pagos a capital.

De acuerdo a nuestras proyecciones presentadas en el reporte del 11 de octubre de 2013, el saldo insoluto de la serie analizada, bajo un escenario base, ascendía a 68.2m de UDIs. Es decir, no se han realizado pagos de principal en concordancia con la tabla de amortización objetivo y no ha sido necesario capitalizar intereses.

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 2013-2034 (TMAC₁₃₋₃₄) 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 TMAC₁₃₋₃₄ de -0.2% para el TPDA y de 0.0% 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 0.76% (vs. 0.53% en la revisión realizada el 11 de octubre de 2013). En las proyecciones realizadas anteriormente se suponía una TMAC₁₃₋₃₄ de 1.4% para el TPDA en un escenario base y

0.4% en un escenario de estrés. Para el IPDA Real se suponía una $TMAC_{13-34}$ de 1.6% en el escenario base y 0.6% en el de estrés. El incremento en la $TMAC_{13-34}$ del TPDA proyectado impacta favorablemente en el nivel de estrés que presenta la Serie Subordinada. Sin embargo, es importante mencionar que debido a su subordinación con la Serie Preferente el flujo disponible para servir la serie analizada presenta sensibilidad a los supuestos considerados para el tráfico y los ingresos.

Con los supuestos mencionados en el párrafo anterior, en un escenario base se considera que se cumple en todos los cupones con el pago de intereses sin necesidad de recurrir a la capitalización. Asimismo, la deuda se liquida un año antes de su vencimiento legal, al realizarse prepagos una vez liquidada la Serie Preferente.

Por otra parte, en un escenario de estrés la Serie Subordinada se liquida en su plazo legal, y en dos cupones es necesario capitalizar intereses. 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 Subordinada 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 Ballinez +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 A- (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).