

### Calificación

PAMMSCB 14U  
Perspectiva

HR AA- (E)  
Estable

### Contactos

#### María de Urquijo

Analista  
maria.deurquijo@hrratings.com

#### Mauricio Azoños

Analista  
mauricio.azonos@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

### Características de la Emisión PAMMSCB 14U

Monto a Emitir	Hasta P\$1,600.0m en UDIs
Denominación	Unidades de Inversión (UDIs)
Plazo	Hasta 49 años y 8 meses
Pago de Intereses	Semestral, con opción de capitalizar
Pago de Principal	Curva objetivo de 46 pagos semestrales
Fondo de Reserva	Equivalente a la siguiente fecha de pago de intereses y principal
Fuente de Pago	Los recursos remanentes del Fideicomiso 80698, el cual tiene en su Patrimonio los derechos de cobro de cuotas de peaje en el PAMM
Fideicomitente	Red Estatal de Autopistas de Nuevo León (REA)
Fiduciario	Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero
Representante Común	Value, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Value Grupo Financiero

Fuente: HR Ratings con los documentos legales preliminares

### Definición

La calificación de largo plazo que determinó HR Ratings para la emisión con clave de pizarra PAMMSCB 14U es de 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 “-” otorga una posición de debilidad relativa dentro de la misma escala de calificación.

HR Ratings asignó la calificación de largo plazo de HR AA- (E) con Perspectiva Estable a la emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios (la Emisión o los CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra PAMMSCB 14U que la Red Estatal de Autopistas de Nuevo León (REA) en su carácter de Fideicomitente pretende realizar por un monto de hasta P\$1,600.0 millones (m) o su equivalente en Unidades de Inversión (UDIs) a un plazo máximo de 48.9 años.

La calificación se fundamenta en el nivel de estrés que la fuente de pago es capaz de soportar, con una diferencia acumulada anualizada esperada de 0.64% entre los ingresos reales generados en el escenario de estrés y el escenario base. Asimismo, se considera la subordinación estructural que mantiene la Emisión con la Emisión Preferente PAMMSCB 14U colocada en el mercado de valores el 16 de junio del año en curso, la cual fue ratificada el mismo día en que se emite el presente documento en HR AAA (E) con Perspectiva Estable. La fuente de pago de la emisión analizada estará constituida por los Remanentes del Fideicomiso 80698 (el Fideicomiso Preferente). En caso de que éstos no sean liberados, la Emisión considera la posibilidad de capitalizar intereses, además de contar con un Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda equivalente a los próximos seis meses de servicio de la deuda. La amortización del principal se realizará conforme a una curva objetivo, de manera que la falta de pago en una fecha determinada no constituirá un evento de incumplimiento, salvo en la última fecha de pago programada.

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

- **Subordinación estructural al pago de la Emisión PAMMSCB 14U.** Esta Emisión Preferente fue colocada el 16 de junio de 2014, con fecha de vencimiento en marzo de 2044. El monto total emitido fue de 1,248.7m UDIs, equivalentes a aproximadamente P\$6,400.0m.
- **Ingresos en términos reales generados en el escenario de estrés 27.1% menores a los del escenario base, equivalentes a una diferencia acumulada anualizada de 0.64%.** Esto derivado de una diferencia acumulada anualizada en el tráfico del escenario de estrés vs el escenario base de 0.63%.
- **Política de reducción de tarifas aplicada en octubre de 2013.** Derivado de lo anterior, el tráfico ha incrementado 11.7% en el periodo octubre 2013 – septiembre 2014, comparado con el mismo periodo un año antes. A partir de julio del año en curso entraron en operación las casetas auxiliares, en las cuales se había cancelado el registro de aforo e ingresos desde principios de 2013. Entre julio y septiembre de este año el tráfico ha mostrado un incremento de 26.4% contra julio – septiembre en 2013. Para el cierre de 2014 se espera que el tráfico muestre un crecimiento anual de 19.3%, de acuerdo con el estudio de tráfico realizado por un experto en el tema.
- **Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) 2013-2063 del Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) de 2.2% en el escenario base, y de 1.8% para el Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) Real.** Bajo nuestro escenario de estrés el TPDA tendría una TMAC<sub>13-63</sub> de 1.3%, y el IPDA Real de 0.9%.
- **Deuda sería liquidada en 2046 en el escenario base.** Esto debido a que los flujos remanentes recibidos del Fideicomiso Preferente serían suficientes para cubrir en todo momento el monto de intereses capitalizados, además de lograrse cubrir la curva de amortización anticipada obligatoria. En este escenario no se utilizaría en ningún periodo el Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda.
- **Deuda sería liquidada al vencimiento en el escenario de estrés.** Los menores flujos que se recibirían en este escenario como remanentes del Fideicomiso Preferente, harían necesario capitalizar intereses en algunos periodos, incrementando el valor nominal ajustado de los certificados. Sin embargo, a partir de 2041, los mayores flujos recibidos serían suficientes para cubrir el monto total de la deuda, sin generar un evento de incumplimiento.

## Principales Factores Considerados

La emisión PAMMSCB 14U se pretende colocar en el mercado de valores hasta por un monto equivalente en Unidades de Inversión (UDIs) a P\$1,600.0 millones (m), a un plazo de hasta 48.9 años a través del Fideicomiso Irrevocable de Emisión, Administración y Pago No. 2227 (el Fideicomiso Subordinado) establecido para tal efecto en Banco Invex, S.A. Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero. Los certificados devengarán intereses a una tasa real fija aún por definir, mismos que serán pagaderos semestralmente en los meses de abril y octubre. La porción de los intereses que no sean pagados serán capitalizados y serán pagaderos, a más tardar, en la fecha de vencimiento de los certificados. El principal más los intereses capitalizados se amortizarán mediante 46 pagos semestrales de acuerdo con los porcentajes establecidos en los documentos legales. Lo anterior en el entendido que la falta de pago de principal o intereses en una fecha de pago no constituirá un Evento de Incumplimiento. Los montos pagaderos de principal que no hubieren sido amortizados en la fecha de pago correspondiente serán pagaderos, a más tardar, en la última fecha de pago programado.

La fuente de pago de los certificados estará constituida por los recursos Remanentes del Fideicomiso Preferente, el cual tiene afecto en su patrimonio los derechos de cobro de las cuotas de peaje del Periférico del Área Metropolitana de Monterrey (PAMM). De acuerdo con lo establecido en los documentos de la Emisión Preferente, si la Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR por sus siglas en inglés) es mayor a 1.20x (veces), se liberarán i) el 85% de los recursos remanentes durante el primer año de vida de la Emisión Preferente, ii) el 75% de los remanentes durante el segundo año, y iii) el 70% a partir del tercer año y hasta su vencimiento, en marzo de 2044. Además de lo anterior, para que los remanentes del Fideicomiso puedan ser liberados, es necesario que i) no exista ni continúe un evento de incumplimiento en el Fideicomiso 80698, y ii) que las cuentas del Fideicomiso 80698 estén adecuadamente fondeadas.

La Emisión contará con un Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda, el cual deberá mantener en todo momento un saldo equivalente a los próximos seis meses del pago programado de principal e intereses. Asimismo, se mantendrá un saldo equivalente a los próximos ocho años de gastos de mantenimiento de la emisión en el Fondo de Gastos de Mantenimiento de la Emisión. El propósito de estos dos fondos es proveer de liquidez a la estructura en caso de que en un periodo determinado el Fideicomiso Preferente no libere remanentes debido a que la cobertura establecida para ello no haya sido cumplida.

Es importante mencionar que la Emisión Preferente fue colocada al amparo de un programa cuyo monto total autorizado es de hasta P\$10,000.0m o su equivalente en Unidades de Inversión, con carácter no revolvente, y con una vigencia de 5 años a partir de su autorización el 6 de junio de 2014 (el Programa Preferente). El análisis presentado en este documento considera solamente el monto emitido para la Emisión Preferente, de 1,248.7m de UDIs, equivalentes a P\$6,400.0m en la fecha de emisión, por lo que en caso de que el Fideicomitente decidiera realizar emisiones adicionales por el monto restante del Programa Preferente (P\$3,600.0m), esta Agencia Calificadora deberá analizar el impacto de dichas emisiones adicionales sobre las calificaciones asignadas tanto a la Emisión Preferente como a la presente Emisión.

El Periférico del Área Metropolitana de Monterrey tiene más de 20 años en operación, facilitando la conexión de varias zonas industriales con diferentes cruces fronterizos, entre ellos Nuevo Laredo y Reynosa, y representa un ahorro sustancial en el tiempo de recorrido frente a las principales vías de competencia. En de octubre de 2013 la Red Estatal de Autopistas de Nuevo León (REA) decidió aplicar una reducción en las tarifas del PAMM con la finalidad de incentivar el uso del mismo, sobre todo por los usuarios residentes. Para obtener la combinación de tarifas que incrementara el tráfico y tuviera un efecto positivo en los ingresos, la REA contrató a un despacho experto en estudios y proyecciones de tráfico para realizar el análisis de sensibilidad tarifaria para el PAMM.

A partir de la reducción de tarifas, entre octubre de 2013 y septiembre de 2014 el tráfico ha mostrado un crecimiento de 11.7% comparado con el mismo periodo un año antes. A partir de julio del año en curso entraron en operación las casetas auxiliares, en las cuales se había cancelado el registro de aforo e ingresos desde mediados de 2013. Entre julio y septiembre de este año el tráfico ha mostrado un incremento de 26.4% contra julio – septiembre en 2013. Con todo lo anterior, se hizo una actualización al estudio de tráfico en octubre del año en curso, en el cual para el cierre de 2014 se espera que el tráfico muestre un crecimiento anual de 19.3%.

Partiendo de la información histórica sobre tráfico e ingresos del PAMM, y considerando el estudio de tráfico mencionado, hemos actualizado nuestras proyecciones para nuestros dos escenarios de tráfico: base y estrés. El escenario base incluye también el comportamiento que esta Agencia Calificadora considera como el más probable para las principales variables macroeconómicas, mientras que el escenario de estrés incorpora un escenario macroeconómico de bajo crecimiento y baja inflación.

En nuestro escenario base se esperaría una  $TMAC_{13-63}$  de 2.2% para el TPDA y 1.8% para el IPDA Real, mientras que nuestro escenario de estrés considera una  $TMAC_{13-63}$  de 1.3% para el TPDA y de 0.9% para el IPDA Real. Lo anterior se traduce en una diferencia de 26.7% entre el tráfico del escenario base y el de estrés, equivalente a una diferencia acumulada anualizada esperada de 0.63%. Esto se reflejaría en ingresos reales en el escenario de estrés 27.1% menores que los del escenario base, equivalentes a una diferencia acumulada anualizada esperada de 0.64%.

Derivado de lo anterior, en nuestro escenario base la deuda se liquidaría en 2046. Bajo este escenario en todos los periodos se liberarían remanentes del Fideicomiso 80698, lo cual permitiría que la deuda no rebasara el monto inicial emitido además de lograrse cubrir la curva de amortización anticipada obligatoria. En este escenario no se utilizaría en ningún periodo el Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda.

Bajo el escenario de estrés propuesto, por su parte, durante los primeros años de vida de la Emisión existirían años donde el Fideicomiso 80698 no liberaría remanentes, por lo que sería necesario capitalizar intereses en algunos periodos, incrementando el valor nominal ajustado de los certificados. Sin embargo, bajo este escenario la Emisión Preferente se liquidaría en marzo de 2040 (4 años antes de su vencimiento legal), por lo que a partir de 2041 los mayores flujos recibidos por el Fideicomiso Subordinado serían suficientes para cubrir el monto total de la deuda, sin generar un evento de incumplimiento.

Toda la documentación relacionada con la Emisión fue revisada por un despacho jurídico independiente, quienes manifestaron a HR Ratings que a su leal saber y entender los documentos constituirán obligaciones válidas y jurídicamente exigibles conforme a sus términos.



Credit  
Rating  
Agency

# Certificados Bursátiles Fiduciarios HR AA- (E) PAMMSCB 14U

Infraestructura  
21 de noviembre de 2014

---

Conforme a todo lo anterior, HR Ratings asignó la calificación de largo plazo de HR AA-(E) con Perspectiva Estable a la emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra PAMMSCB 14U.

En cumplimiento con la obligación contenida en el tercer párrafo de la Quinta de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores, y según nos fue informado por la propia emisora, esta emisión obtuvo dentro del periodo de dos meses previos a la notificación de la calificación asignada por el Comité de Análisis, la calificación de “mxA-” en escala nacional por parte de Standard & Poor’s, otorgada con fecha del 18 de noviembre de 2014.

## 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 (Carreteras), marzo de 2009**

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar [www.hrratings.com/es/metodologia.aspx](http://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	N/A
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.	enero 1992 – septiembre 2014
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Red Estatal de Autopistas de Nuevo León
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](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, 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](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base.

Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde 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).