

Calificación

PAMMCB 14U
Perspectiva

HR AAA (E)
Estable

Contactos

María de Urquijo

Analista
maria.deurquijo@hrratings.com

Mauricio Azoños

Analista
mauricio.azoños@hrratings.com

Roberto Ballínez

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

Ricardo Gallegos

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

Calificación Crediticia Inicial



HR AAA(E)
2014

Fuente: HR Ratings

Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para la emisión con clave de pizarra PAMMCB 14U es de HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Esta calificación, en escala local, significa que la emisión se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Mantiene mínimo riesgo crediticio.

HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de HR AAA (E) con Perspectiva Estable a la emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios (la Emisión o los CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra PAMMCB 14U por un monto total de 1,248.7 millones (m) de Unidades de Inversión (UDIs) equivalentes a P\$6,400.0m, colocados en el mercado de valores el 16 de junio de 2014 a un plazo de 30 años.

La ratificación de la calificación se fundamenta en el nivel de estrés que la fuente de pago de la Emisión es capaz de soportar, con una caída acumulada anualizada de 1.45% (vs 1.2% en nuestra última revisión el 17 de junio de 2014) en los ingresos reales en el escenario de estrés comparados con el escenario base. Por otro lado, a partir de 2010 la participación de los camiones de carga en la mezcla vehicular ha incrementado significativamente, favoreciendo la generación de ingresos. Asimismo, recientemente se aplicó un esquema diferenciado de reducción de tarifas que de acuerdo con la última actualización del estudio de tráfico realizado al respecto se estima generará un incremento total en el tráfico de 33.9% entre 2014 y 2015. La emisión cuenta con una garantía parcial de pago oportuno incondicional, irrevocable y no revolvente la cual está incorporada cuantitativamente en la calificación.

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

- **Ingresos generados en el escenario de estrés son 35.4% menores que los generados en el escenario base.** Esto equivale a una diferencia anualizada de 1.45%. Lo anterior derivado de que el tráfico generado en el escenario de estrés es 34.9% menor que el del escenario base, equivalente a una reducción de 1.43% anual.
- **Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) para el periodo 2013-2044 del Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) de 2.8% y de 1.9% para el Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) Real en nuestro escenario base.** El escenario de estrés supone una TMAC₁₃₋₄₄ de 0.9% para el TPDA y 0.1% para el IPDA Real.
- **Incremento en la participación de camiones durante los últimos años, favoreciendo la generación de ingresos.** De 2008 a 2013 éstos han pasado de 14.4% del total de vehículos a 31.3%.
- **Curva de amortización obligatoria para el pago de principal de la Emisión.** Asimismo la emisión cuenta con una Reserva para el Servicio de la Deuda de 6 meses de principal e intereses. El pago de principal e intereses es semestral.
- **Garantía Parcial de Pago Oportuno contratada con Banobras, S.N.C.** La garantía cubre el mínimo entre P\$1,285.0m y el 20.1% del saldo insoluto de los certificados. Esta garantía es incondicional, irrevocable y no revolvente.
- **Deuda sería liquidada 6 años antes del vencimiento legal en el escenario base.** Esto derivado de las amortizaciones anticipadas que se realizarían. En cada periodo se cumpliría con el monto de amortización obligatoria, con una cobertura primaria mínima de 1.4x (veces), mientras que la cobertura secundaria mínima sería de 2.4x.
- **Deuda sería liquidada en la fecha de vencimiento legal en el escenario de estrés.** Bajo este escenario se observarían coberturas primaria y secundaria mínimas de 0.9x.
- **Política de reducción de tarifas aplicada a partir de 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 mediados 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.

Principales Factores Considerados

La Emisión con clave de pizarra PAMMCB 14U corresponde a la bursatilización de los derechos de cobro de cuotas de peaje del Periférico del Área Metropolitana de Monterrey (PAMM), el cual está a cargo de la Red Estatal de Autopistas de Nuevo León (REA). La Emisión se realizó por un monto total de 1,248.7m UDIs, equivalentes a P\$6,400.0m considerando el valor de la UDI en la fecha de emisión. El plazo de los certificados es de 30 años, y fue colocada al amparo de un Programa de CEBURS Fiduciarios cuyo monto autorizado es por hasta P\$10,000.0m. Los certificados devengan intereses semestralmente a una tasa fija de 6.0%, y el principal se amortiza conforme a la curva de amortización obligatoria establecida en los documentos de la Emisión.

Además de la curva de amortización obligatoria establecida para los certificados, existen tres casos en los que se podría presentar un evento de amortización o prepago obligatorio (amortización anticipada obligatoria). Estos son (i) si la Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR por sus siglas en inglés) es mayor o igual a 1.20x (veces), se utilizará entre el 15% y el 30% de los flujos residuales para realizar el prepago obligatorio de los certificados; (ii) si el DSCR es menor a 1.20x se utilizará el 100% de los flujos residuales para prepagar la Emisión; y (iii) si se presenta un evento de incumplimiento (como se definen más adelante) que no haya sido subsanado en el periodo de cura correspondiente, y mientras éste se encuentre vigente, se utilizará el 100% de los flujos excedentes disponibles en el Fideicomiso para prepagar la Emisión.

Los CEBURS Fiduciarios cuentan con un Fondo de Reserva de Servicio de Deuda con fondos suficientes para cubrir seis meses de principal e intereses, y con una garantía parcial de pago oportuno incondicional, irrevocable y no revolvente (GPO o Garantía). Dicha garantía fue contratada con Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., I.B.D. (Banobras), el cual tiene una calificación equivalente a HR AAA en escala local otorgada por otra agencia calificadora, hasta por un monto equivalente al mínimo entre: (i) el monto nominal fijo correspondiente a P\$1,285.0m, y (ii) el 20.1% del saldo insoluto de la Emisión en cualquier fecha de pago.

El PAMM 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 representando un ahorro sustancial en el tiempo de recorrido frente a las principales vías de competencia.

A partir de octubre de 2013 la 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%.

Considerando la actualización realizada por el experto para el estudio de tráfico del PAMM, y el comportamiento del tráfico observado hasta septiembre del año en curso, hemos actualizado nuestras proyecciones en dos escenarios de crecimiento de tráfico distintos: base y estrés. Además, el escenario base incorpora el comportamiento que HR Ratings considera como el más probable para las principales variables macroeconómicas, mientras que para el escenario de estrés supondremos un entorno macroeconómico de bajo crecimiento y baja inflación.

Tomando en cuenta las proyecciones realizadas por el experto, en el escenario base se observa una $TMAC_{13-44}$ de 2.8% para el TPDA y de 1.9% para el IPDA Real. En nuestro escenario de estrés la $TMAC_{13-44}$ del TPDA es de 0.9%, y la del IPDA Real es de 0.1%. Por otro lado, los ingresos en términos reales generados en nuestro escenario de estrés son 35.4% menores que los generados en el escenario base, lo cual es equivalente a una diferencia anualizada de 1.45% entre ambos escenarios (vs 1.2% en nuestra última revisión el 17 de junio de 2014). El tráfico por su parte es 34.9% menor en el escenario de estrés vs el escenario base, equivalente a una diferencia anualizada de 1.43%.

En el escenario base la deuda se liquidaría 6 años antes del vencimiento legal debido a las amortizaciones anticipadas realizadas, siendo el flujo disponible para el servicio de la deuda en cada periodo suficiente para cubrir el monto de principal e intereses devengados conforme a lo establecido en los documentos de la Emisión. Por lo tanto, ni la Reserva para el Servicio de la Deuda ni la Garantía serían necesarias para cumplir con las obligaciones adquiridas con el público inversionista. La cobertura primaria mínima en este escenario sería de 1.4x, mientras que la máxima sería de 2.4x, con un promedio de 1.8x.

En el escenario de estrés, por su parte, la deuda se liquidaría en la fecha de vencimiento de los certificados. Bajo este escenario existirían periodos durante los cuales el flujo disponible para el servicio de la deuda no sería suficiente para cubrir la totalidad de intereses y principal devengados, por lo cual se recurriría, conforme a lo establecido en los documentos de la Emisión, al Fondo de Remanentes, a la Reserva para el Servicio de la Deuda y a la Garantía, en ese orden, para cumplir en tiempo y forma con las obligaciones de los certificados. La cobertura primaria mínima en este escenario sería de 0.9x y la máxima de 1.4x. En promedio la cobertura primaria sería de 1.0x.

Conforme a todo lo anterior, HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de HR AAA (E) para la emisión de CEBURS Fiduciarios PAMMCB 14U. Lo anterior derivado principalmente del nivel de estrés que la fuente de pago es capaz de soportar, considerando la reciente actualización realizada al estudio de tráfico.

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

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 AAA (E) / Estable
Fecha de última acción de calificación	17 de junio de 2014
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).	Calificación vigente de Banobras equivalente a HR AAA en escala local otorgada por otra agencia calificadora.
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 AAA (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 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 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).