

## Calificación

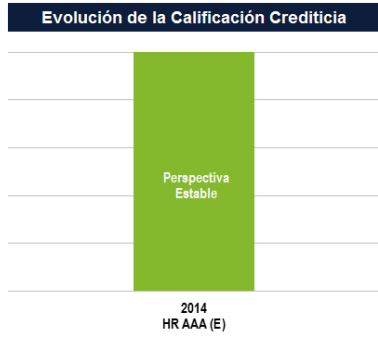
MERCFCB 14      HR AAA (E)  
Perspectiva      Estable

**Contactos**

**Daniel González**  
Asociado  
daniel.gonzalez@hrratings.com

**Fernando Sandoval**  
Asociado  
fernando.sandoval@hrratings.com

**Pedro Latapí, CFA**  
Director Adjunto de Operaciones  
pedro.latapi@hrratings.com



## Definición

La calificación que determina HR Ratings para la Emisión con clave de pizarra MERCFCB 14 es de HR AAA (E) con Perspectiva Estable. La calificación asignada, 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.

Características de los Certificados Bursátiles Fiduciarios	
Clave de Pizarra	MERCFCB 14
Monto	Hasta P\$150.0m
Plazo de la Emisión	48 meses equivalentes a 4.0 años
Aforo Inicial	1.18x
Servicio de Deuda	Mensual
Tasa de Interés	TIE + 28 días + sobretasa
No. De Fideicomiso	CIB/2048
Fideicomitente	Mercader Financial, S.A. de C.V., SOFOM, E.N.R.
Administrador	Mercader Financial, S.A. de C.V., SOFOM, E.N.R.
Administrador Maestro	Tecnología en Cuentas por Cobrar, S.A. de C.V.
Fiduciario Emisor	CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple
Representante Común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero

Fuente: HR Ratings con información de la Documentación Legal de la Emisión

## HR Ratings asignó la calificación crediticia de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para la Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra MERCFCB 14. La Emisión se realizará por un monto total de hasta P\$150.0m, con un plazo legal de 1,456 días, lo que corresponde aproximadamente a 4.0 años contados a partir de la fecha de emisión.

Los Certificados Bursátiles Fiduciarios (CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra MERCFCB 14 (la Emisión) estarán respaldados por contratos de arrendamiento financiero y de crédito originados y administrados por Mercader Financial, S.A. de C.V., SOFOM, E.N.R. (Mercader y/o la Empresa). Los CEBURS Fiduciarios serán emitidos por el fideicomiso emisor CIB/2048 (el Fideicomiso) a ser constituido por Mercader en su carácter de originador, administrador y Fideicomitente de los contratos de arrendamiento y de crédito y CI Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple en su calidad de fiduciario del Fideicomiso Emisor (CI Banco y/o el Fiduciario).

La calificación asignada por HR Ratings se sustenta en el nivel máximo de mora que la Emisión soporta bajo un escenario de estrés de 11.2%, comparado con el vintage ponderado de la cartera originada por parte de la Empresa durante los últimos años de 0.7%. Lo anterior toma en consideración diversas mejoras crediticias como el CAP contratado y el aforo de la Emisión, calculado como el saldo insoluto de la cartera a ceder entre saldo insoluto de la Emisión de 1.193x (No obstante, HR Ratings consideró en su análisis un aforo de 1.035x dado el ajuste por concentración máxima del 4.0%). Adicionalmente, se observa una alta concentración por cliente dentro de la cartera a ser cedida inicialmente al Fideicomiso, con los diez clientes principales representando el 52.5% del Patrimonio del Fideicomiso y el cliente principal representando el 6.8%. Asimismo, la Emisión cuenta con la participación de un administrador maestro, con conocimiento en la materia, mismo que administra otras emisiones con características similares, así como con una opinión legal otorgado por un despacho ajeno a la Emisión, en la cual se establece que la cesión de derechos será válidamente realizada.

**Es importante mencionar que, la calificación se encuentra sujeta a las características de la cartera a ceder inicialmente, así como a los términos y condiciones presentados en los contratos de la Emisión por lo que, cualquier modificación significativa a los mismos podría impactar sobre la calificación asignada.**

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

- Fortaleza de la Emisión a través de la cartera cedida y los recursos disponibles para la originación de nuevos derechos al cobro, con un máximo nivel de incumplimiento en el escenario de estrés de 11.2% comparado con un nivel de incumplimiento promedio ponderado (vintage ponderado) de la cartera originada por la Empresa de 0.7%, lo que equivale a 4.6 clientes de acuerdo al saldo insoluto promedio actual por cliente.
- Alta concentración por cliente dentro de la cartera a ser cedida inicialmente al Fideicomiso, con los diez clientes principales representando el 52.5% del Patrimonio del Fideicomiso y el cliente principal representando el 6.8%. Esta situación expone los flujos de la Emisión en caso de que alguno de estos clientes muestre incumplimiento en sus obligaciones. Por ello, HR Ratings consideró dentro de sus modelos una concentración máxima del 4.0% por cliente, lo que resulta en un aforo de 1.035x (vs. 1.193x del aforo de la Emisión).
- Estructura considera la aplicación de todos los flujos remanentes al pago gastos de mantenimiento, de intereses y para pagar el saldo insoluto de la Emisión desde el primer periodo (formato full turbo).
- Adecuada diversificación geográfica, mostrando una concentración del 66.4% en los principales cinco estados de la República, donde Baja California Norte se ubica como el principal con el 27.9%.
- Emisión contará con un contrato de cobertura ante alzas mayores a 6.0% en la TIE de hasta 29 días, a ser contratada con un proveedor de coberturas cuyo riesgo contraparte sea igual o equivalente a HR AAA en escala local.
- Alto conocimiento del mercado objetivo al cual se enfoca la Empresa, con más de 20 años de experiencia dentro del sector y con una calificación de administrador primario de HR AP3 con Perspectiva Estable.
- Opinión Legal por parte del despacho de abogados externo que establece la transmisión de los Derechos de Cobro será válidamente realizada.
- Presencia de Administrador Maestro con una calificación equivalente a HR AM3.

## Principales Factores Considerados

Mercader se especializa en celebrar contratos de arrendamiento financiero, arrendamiento puro, factoraje y créditos al comercio dentro de la industria del transporte, fundamentalmente a través de camiones de pasajeros y de carga ofrecidos por la marca Dina. Conforme a ello, la Empresa va a ceder 77 contratos, de los cuales, 20 son de arrendamiento financiero y 57 de crédito. Dichos contratos muestran un plazo original promedio ponderado al saldo de 44.7 meses, donde el contrato con mayor plazo es de 57 meses y el contrato de menor plazo corresponde a 12 meses. Además, considerando una concentración máxima del 4.0%, la cartera que será traspasada al Fideicomiso mantiene un saldo insoluto dentro del plazo legal de la Emisión de P\$155.2m y un saldo promedio por contrato de P\$2.0m. Es importante mencionar que, incluyendo intereses, el saldo total a ceder por Mercader asciende a P\$190.9m por lo que, con ello se observa una cobranza mensual esperada promedio de P\$4.0m durante el plazo legal. La Emisión tendrá un plazo legal de 48 meses, en el cual tendrá que liquidar el monto total de la Emisión.

Dicho lo anterior, HR Ratings llevó a cabo un escenario de estrés para determinar la mora máxima que podría soportar la Emisión para hacer frente a sus obligaciones en tiempo y forma suponiendo la utilización de todo el efectivo disponible para la generación de nuevo derechos de cobro. Los supuestos utilizados fueron el monto de la Emisión, los flujos totales de la cartera por P\$190.9m, la tasa promedio de la Emisión equivalente a 8.0%, la cual se calcula como el máximo nivel de la tasa de referencia dado el CAP contratado más una sobre tasa de 200 puntos base, y que todo el flujo remanente se destina a la amortización del principal de los CEBURS Fiduciarios cada periodo.

Tabla 1. Flujo de Efectivo (P\$m)	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Total
<b>Cobranza Esperada*</b>	\$ 59.73	\$ 56.59	\$ 48.70	\$ 25.83	\$ 190.86
Principal	\$ 43.7	\$ 45.5	\$ 42.7	\$ 23.3	\$ 155.2
Intereses	\$ 16.0	\$ 11.1	\$ 6.0	\$ 2.5	\$ 35.6
<b>Cobranza no Realizada</b>	\$ 1.98	\$ 5.32	\$ 7.44	\$ 5.55	\$ 20.29
Principal	\$ 1.5	\$ 4.3	\$ 6.5	\$ 5.0	\$ 17.3
Intereses	\$ 0.5	\$ 1.0	\$ 0.9	\$ 0.5	\$ 3.0
<b>Cobranza Real</b>	\$ 57.75	\$ 51.28	\$ 41.26	\$ 20.29	\$ 170.57
+ Ingreso de Intereses	\$ 0.2	\$ 0.1	\$ 0.1	\$ 0.0	\$ 0.4
+ Uso de Reservas	\$ 0.9	\$ 0.9	\$ 0.8	\$ 0.7	\$ 3.3
- Gastos de Mantenimiento	\$ 1.2	\$ 1.2	\$ 1.2	\$ -	\$ 3.6
- Gastos de Intereses	\$ 10.2	\$ 6.5	\$ 3.1	\$ 0.8	\$ 20.6
- Amortizaciones	\$ 47.4	\$ 44.6	\$ 37.8	\$ 20.2	\$ 150.0
<b>Entradas - Salidas</b>	\$ 0.0	\$ 0.0	\$ 0.0	\$ 0.0	\$ 0.0

Fuente: Análisis de estrés realizado por HR Ratings.

\*HR Ratings consideró una concentración máxima de 4.0% por cliente, situación que disminuyó la cobranza de principal de P\$179.0m a P\$155.2m.

Con respecto a los resultados obtenidos, se puede percibir que la tasa de mora mensual proyectada ascendió a 0.5%, lo que resulta en una mora máxima de 11.2% durante el plazo legal de la Emisión. Cabe destacar que, HR Ratings asume una tasa de recuperación del 0.0% de la cartera vencida ya que se vería limitada la capacidad del Fideicomiso para recuperar los flujos o bienes de los contratos al estar bajo condiciones económicas adversas. La mora máxima equivaldría a 4.6 clientes de acuerdo al saldo insoluto de la cartera a ceder. Respecto al análisis de cosechas, se tomó en consideración la cartera vencida promedio ponderada a más de 90 días por ceder, desde el año 2009 al 2012. Lo anterior se calcula utilizando el nivel de incumplimiento de cada uno de los años por el porcentaje de cartera originada en cada periodo en relación a la cartera total y se utiliza con la finalidad de obtener un nivel de cartera vencida que

refleje el comportamiento histórico desde el año 2009. Dicho cálculo mostró como resultado una cartera vencida promedio ponderada es de 0.7%. Es importante mencionar que, las cosechas de 2013 y 2014 no fueron consideradas dado que aún no muestran madurez de acuerdo con el modelo de negocio de la Empresa.

Uno de los factores considerados en la Emisión es la concentración de los clientes principales. Con base a ello, se observa que la Emisión mantiene una alta concentración de los diez clientes principales al representar el 52.5% del saldo insoluto de la cartera a ceder. Es importante mencionar que, como medida prudencial para el análisis realizado por HR Ratings, solo se consideraron los flujos que no excedían el 4.0% por cliente. HR Ratings considera que estos niveles de concentración se mantienen elevados. No obstante, estos clientes han mostrado un sano historial crediticio con la Empresa.

Otros factores relevantes a considerar fueron el contrato de cobertura ante alzas en la tasa de referencia a un nivel de 6.0%, el cual deberá celebrarse con una contraparte con calificación equivalente a HR AAA y la participación de un administrador maestro el cual cuenta con una calificación con HR Ratings de administrador primario de activos equivalente a HR AM3.

### Opinión Legal

Al respecto y conforme a solicitud de HR Ratings, sujeto a ciertas salvedades, los abogados confirmaron que **(a) con efectos a partir de la fecha en que se cumpla la condición suspensiva señalada en la Cláusula Cuarta de Contrato de Cesión, los Derechos de Cobro derivados de los Contratos con Clientes que hayan sido válidamente celebrados por las partes de los mismos y que sean identificados en el Anexo "A" de dicho contrato, serán válidamente cedidos al Fiduciario en los términos establecidos en el mismo. (b) Los Pagarés suscritos por los Clientes a la orden de Mercader en relación con los Contratos con Clientes, serán válidamente transmitidos al Fiduciario mediante endoso y entrega al fiduciario, en términos de lo previsto en el Contrato de Cesión. (c) La cesión de los Derechos de Cobro conforme al Contrato de Cesión surtirá efectos frente a terceros una vez que dicho Contrato de Cesión quede inscrito en el Registro Único de Garantías Mobiliarias, de conformidad con lo previsto en el Artículo 390 del Código de Comercio.**

### Descripción de la Transacción

La Emisión con clave de pizarra MERFCB 14 consiste en la bursatilización de los derechos de cobro elegibles de cada una de las cantidades correspondientes a las rentas, pagos de principal y de intereses derivados de los Contratos de Arrendamiento Financiero y de Crédito cedidos por Mercader y adquiridos por el Fideicomiso. La Emisión será por un monto de hasta P\$150.0m y se realizará a un plazo de 1,456.0 días, es decir, aproximadamente 4.0 años. De acuerdo con la información proporcionada a HR Ratings, MERFCB 14 contará con un aforo de 1.193x al momento de la emisión (No obstante, HR Ratings consideró en su análisis un aforo de 1.035x dado el ajuste por concentración máxima del 4.0%). Dicho aforo será calculado como saldo insoluto de principal de la cartera cedida entre el saldo insoluto de la Emisión.

El pago de intereses se realizará de manera mensual de acuerdo a la primera fecha de pago de intereses, a una tasa de interés bruta anual calculada como la suma de la Tasa

de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (TIIE 28) + una sobretasa a determinarse el día de la Emisión. Es importante destacar que, la Emisión contará con un contrato de cobertura para alzas en la TIIE 28, un CAP, el cual cubrirá la diferencia entre la TIIE 28 y el nivel pactado de 6.0%, siempre y cuando la primera sea superior a la segunda.

El principal de los CEBURS Fiduciarios será pagado en formato full turbo, es decir, mes con mes, todo el remanente de la cobranza será utilizado para amortizar el principal de la Emisión. Asimismo, el Fideicomiso podrá realizar una amortización voluntaria total anticipada (del saldo insoluto total vigente) en cualquier momento a partir de la fecha de la Emisión sin requerir el consentimiento de los Tenedores, siempre y cuando el Fideicomiso cuente con los recursos disponibles para ello y pague una prima por amortización anticipada. La fuente de pago de los CEBURS Fiduciarios provendrá exclusivamente de los recursos que integren el Patrimonio del Fideicomiso, comprendiendo aquellos bienes, derechos, valores y efectivo que formen parte del mismo.

### **Perfil de la Empresa**

Mercader es una sociedad financiera de objeto múltiple constituida en 1992 bajo el nombre de Arrendadora Financiera Dina, con autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) para operar como arrendadora financiera. En 2001, la Empresa adquirió el nombre de Arrendadora Financiera del Transporte y, posteriormente, modificó su nombre a Mercader Financiera en 2011. La Empresa se especializa en celebrar contratos de arrendamiento financiero, arrendamiento puro, factoraje y créditos al comercio dentro de la industria del transporte, fundamentalmente a través de camiones de pasajeros y de carga ofrecidos por la marca Dina. El promedio de vigencia de los diferentes productos crediticios que ofrece la Empresa es de 48 meses, con excepción del factoraje que mantiene un promedio de 3 meses. Actualmente, Mercader atiende 24 estados de la República Mexicana y el Distrito Federal, donde se centralizan todas las operaciones.

---

## **Glosario**

**Aforo:** (Saldo de Principal de la Cartera Cedida / Saldo Insoluto CEBURS Fiduciarios).

**Mora Total:** (Cobranza de Principal No Realizada / Cobranza de Principal Esperada Total).

## 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 Emisión de Deuda Respaldada por los Flujos Futuros Generados de un Conjunto de Cuentas por Cobrar (México), mayo 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	Inicial
Fecha de última acción de calificación	Inicial
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1 de enero de 2009 al 31 de octubre de 2014.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Agente Estructurador y/o Fideicomitente.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación de Administradora de Tecnología en Cuentas por Cobrar, S.A. de C.V. de AAFC3(mex) otorgada por Fitch Ratings
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)	La calificación ya incorpora dicho factor de riesgo

*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).