

Calificación

FREZAC 05
Perspectiva

HR AAA (E)
Estable

Contactos

María de Urquijo
Analista
maria.deurquijo@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 de largo plazo que determinó HR Ratings para la emisión con clave de pizarra FREZAC 05 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 para la emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios (la Emisión o los CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra FREZAC 05, colocada en el mercado de valores por un monto total de P\$1,350.0 millones (m) a un plazo aproximado de 15 años.

La ratificación de 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 7.1% en los ingresos en términos reales del escenario de estrés comparados con los ingresos del escenario base (vs. 8.6% en la última revisión). En términos del comportamiento de la carretera, a pesar del bajo crecimiento observado tanto en el tráfico como en los ingresos en 2013 (1.0% y 0.6% respectivamente), al cierre de septiembre se ha observado un crecimiento de 4.6% en el tráfico y 5.0% en ingresos reales, ambos comparados con los primeros nueve meses de 2013. Por otra parte, de acuerdo a nuestro modelo de sensibilidad, el incremento en los gastos de mantenimiento mayor observado durante 2014, y el esperado en 2015 no constituirán un riesgo en términos de la capacidad de la Emisión de soportar estrés. Asimismo, en la última asamblea del Comité Técnico, celebrada en noviembre de 2014, se aprobó una provisión mensual para el Fondo de Mantenimiento Mayor que permitiría cumplir con el programa de mantenimiento de 2015 sin presionar los flujos disponibles para el servicio de la deuda.

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

- **Ingresos generados en el escenario de estrés 33.3% menores que los generados en el escenario base.** Esto equivale a una diferencia acumulada anualizada esperada de 7.1% entre ambos escenarios (vs 8.6% en nuestra última revisión). Lo anterior derivado de una diferencia acumulada anualizada esperada de 9.0% entre el tráfico en el escenario de estrés y el escenario base (vs. 9.5% en nuestra última revisión).
- **En un escenario base se espera una TMAC₁₃₋₂₀ de 1.5% para el TPDA, y de 1.4% para el IPDA Real.** El escenario de estrés, por su parte, asume una TMAC₁₃₋₂₀ de -10.7% para el TPDA y -7.7% para el IPDA Real.
- **Cambio favorable en la composición vehicular.** Entre 2006 y 2013 la participación de los camiones de carga ha pasado de 27.9% a 32.7% del total de vehículos, siendo el mayor incremento el observado en el Libramiento Noreste de Zacatecas, en el cual han pasado de 21.1% en 2006 a 49.4% en 2013. Lo anterior ha favorecido la generación de ingresos, fortaleciendo la fuente de pago de los certificados y llevando a que a septiembre de 2014 se haya cubierto el 60.3% del monto originalmente emitido.
- **Cobertura de tasa de interés que limita las variaciones de la TIIE₉₁ a un nivel máximo de 4.5%.** Esta cobertura fue contratada con Banco Nacional de México, S.A., el cual cuenta con una calificación equivalente a HR AAA en escala local otorgada por otra agencia calificadoras, y vence en mayo de 2016.
- **Amortización del principal al vencimiento, con posibilidad de prepagos trimestrales.** Dichos prepagos se realizarán conforme a la curva objetivo establecida en los documentos de la Emisión. El saldo insoluto al mes de diciembre de 2014 es de P\$478.8m.
- **Bajo el escenario base propuesto, la deuda se liquidaría 2.5 años antes del vencimiento legal.** Esto implicaría que no sería necesario utilizar el Fondo de Contingencia, y solamente se retirarían del mismo los flujos excedentes para destinarlos al prepagos de los certificados.
- **Bajo el escenario de estrés la deuda se liquidaría al vencimiento.** En este escenario el flujo disponible para servir la deuda sería en cada periodo suficiente para cubrir los intereses devengados, sin necesidad de recurrir al Fondo de Contingencia. Sin embargo, los menores flujos derivados del decrecimiento del tráfico llevarían a que las cantidades disponibles para amortizaciones anticipadas parciales fueran menores, llevando así el pago total de la deuda al último periodo establecido para ello.
- **Fondo de Contingencia cubre 12 meses de intereses.** Éste provee de liquidez adicional a la Emisión, en caso de no contar con flujo suficiente para cubrir los intereses devengados en determinado periodo. Hasta el momento no ha sido necesario utilizar este fondo, y solamente se ha retirado del mismo el excedente, conforme al saldo objetivo establecido, para realizar amortizaciones anticipadas.

Principales Factores Considerados

La Emisión FREZAC 05 fue colocada el 15 de noviembre de 2005 por un monto total de P\$1,350.0m, a un plazo de aproximadamente 15 años, con vencimiento el 2 de marzo de 2020. La fuente de pago está constituida por los flujos presentes y futuros derivados del cobro de cuotas de peaje de tres libramientos ubicados en el Estado de Zacatecas (Fresnillo, Calera – Enrique Estrada y Noreste de Zacatecas). A diciembre de 2014 el saldo insoluto de la Emisión es de P\$478.8m.

Los certificados pagan intereses los días 1º de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre una tasa anual de $TII E_{91} + 2.95\%$. De acuerdo con los documentos de la Emisión, el importe del principal de los certificados será liquidado mediante un solo pago en la fecha de vencimiento de la Emisión. No obstante, en cada fecha de pago el flujo de efectivo excedente será aplicado a prepagar, hasta donde alcance y sin penalización alguna, el valor nominal ajustado de los certificados, siempre que el monto a amortizar no exceda los límites que para cada fecha de pago se establecen en el Título.

Como fuente adicional de liquidez se cuenta con el Fondo de Contingencia, mismo que debe mantener en todo momento un saldo equivalente a la suma de los intereses pagaderos en las siguientes cuatro fechas de pago. Además, la Emisión cuenta con una cobertura de tasa de interés (CAP) que limita los riesgos derivados de las variaciones que se puedan presentar en la TII E a plazo de 91 días hasta una tasa máxima de 4.5%, con vencimiento el 30 de mayo de 2016. Esta cobertura fue contratada con Banco Nacional de México, S.A., el cual cuenta con una calificación equivalente a HR AAA en escala local otorgada por otra agencia calificadora. Para nuestro análisis financiero hemos considerado dicha tasa máxima para el cálculo de los intereses, de manera que la tasa de interés anual considerada es de 7.45%.

Con la finalidad de mantener en el Fondo de Mantenimiento Mayor un saldo suficiente para financiar las obras que por este concepto se realicen durante el año de que se trate, el Fiduciario transfiere a esta cuenta mensualmente las cantidades que al efecto acuerde el Comité Técnico, atendiendo al programa de mantenimiento mayor anual. En noviembre del año en curso se celebró la sesión del Comité Técnico en la cual se presentó el presupuesto de mantenimiento mayor de 2015, y se acordó que entre enero y julio de 2015 se transferirán mensualmente al fondo P\$4.0m para cubrir dichos gastos.

Hasta este momento han transcurrido 36 fechas de pago en las cuales se han amortizado P\$871.3m, equivalentes al 64.5% del monto originalmente emitido, porcentaje ligeramente menor al 65.2% esperado en nuestra última revisión. De acuerdo con la curva de amortización objetivo establecida en los documentos de la Emisión, a esta fecha podría haberse amortizado hasta el 90.0% del monto emitido. Sin embargo, los documentos establecen que se presentará un evento de incumplimiento únicamente si al vencimiento de la Emisión el monto total emitido no ha sido pagado.

Por otro lado, la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) para el periodo 2006-2013 del Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) fue de 3.8%, con una $TMAC_{06-13}$ de 4.8% para el Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) Real¹. Sin embargo, la inseguridad en la zona y el bajo crecimiento económico afectaron tanto el tráfico como el ingreso de los libramientos en los años más recientes, reduciendo la TMAC para los últimos 5 años

¹ La información presentada en este reporte en términos reales está calculada a precios de enero de 2014.

completos (2009-2013) a 1.0% para el TPDA y 3.2% para el IPDA Real. La diferencia observada entre estas últimas se debe principalmente a que los camiones de carga han presentado un incremento en su participación en la mezcla vehicular. Al cierre de 2013 éstos representan 32.7% del total de vehículos que circulan por los libramientos.

En cuanto al desempeño del tráfico y los ingresos en 2014, con información al mes de septiembre, el Tráfico Promedio Diario (TPD) muestra un crecimiento de 4.6% comparado con el TPD de los primeros 9 meses de 2013, mientras que el Ingreso Promedio Diario (IPD) Real ha mostrado un crecimiento de 5.0% durante el mismo periodo. HR Ratings espera que esta tendencia continúe para el resto del año.

Considerando el comportamiento mostrado por el tráfico entre 2006 y hasta septiembre de 2014, hemos estimado en un escenario base una $TMAC_{13-20}$ de 1.5% para el TPDA, y de 1.4% para el IPDA Real. Por otro lado, en nuestro escenario de estrés asumimos una $TMAC_{13-20}$ de -10.3% para el TPDA y de -7.7% para el IPDA Real. De acuerdo con lo anterior, durante los próximos 6 años, el tráfico acumulado de los libramientos podría ser 40.4% menor en el escenario de estrés en comparación con el tráfico en el escenario base. Lo anterior equivaldría a una diferencia acumulada anualizada esperada de 9.0% entre ambos escenarios. Los ingresos por su parte serían 33.3% menores en el escenario de estrés propuesto, equivalente a una diferencia acumulada anualizada esperada de 7.1% entre el escenario de estrés y el escenario base.

En nuestra revisión anterior dichas diferencias acumuladas anualizadas se estimaban en 9.5% para el tráfico y 8.6% para los ingresos reales, ambas superiores a las estimadas en la presente revisión debido principalmente a dos razones. En primer lugar, en nuestra revisión del año pasado, el CAP con el que contaba la Emisión limitaba las variaciones de la $TIIE_{91}$ hasta un nivel máximo de 14.0%, el cual se consideró un nivel poco probable de alcanzar considerando la situación prevaleciente en ese momento para la tasa de referencia. Por lo tanto, en nuestra revisión anterior se dejó fluctuar la tasa de interés en los niveles estimados internamente para un escenario base y uno de bajo crecimiento y baja inflación. Sin embargo, en abril de este año se contrató un CAP que limita las variaciones de la $TIIE_{91}$ hasta un nivel máximo de 4.5%, por lo que en esta ocasión hemos considerado dicho nivel para nuestros escenarios base y estrés. En segundo lugar, durante 2014 y conforme a lo acordado por el Comité Técnico para 2015, la aportación mensual al Fondo de Mantenimiento Mayor se incrementó de P\$0.8m a P\$4.0m con la finalidad de poder cubrir el presupuesto aprobado para 2015.

Bajo el escenario base propuesto, la deuda se liquidaría en septiembre de 2017, es decir, 2.5 años antes del vencimiento legal. El Fondo de Contingencia no sería usado en ningún periodo, y solamente se retirarían del mismo los flujos excedentes para destinarlos al prepagó de los certificados.

Bajo el escenario de estrés el flujo disponible para el servicio de la deuda sería suficiente en cada periodo para cubrir los intereses devengados, sin necesidad de recurrir al Fondo de Contingencia. La deuda se liquidaría en la fecha de vencimiento establecida, ya que los menores ingresos en este escenario llevarían a que las cantidades disponibles para realizar amortizaciones anticipadas parciales fueran menores.

Conforme a todo lo anterior, HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para la emisión de CEBURS Fiduciarios FREZAC 05.

Glosario

Estrés: El nivel de estrés aplicado se refiere al nivel máximo de estrés que puede soportar la Emisión sin comprometer el cumplimiento de sus obligaciones.

TPDA: Tráfico Promedio Diario Anual (Tráfico Total Anual / Días Operados).

TPD: Tráfico Promedio Diario (Tráfico Total del Periodo / Días Operados).

IPDA: Ingreso Promedio Diario Anual (Ingreso Total Anual / Días Operados).

IPD: Ingreso Promedio Diario (Ingreso Total del Periodo / Días Operados).

TMAC: La Tasa Media Anual de Crecimiento.

TPP: Tarifa Promedio Ponderada (Ingreso Total / Tráfico 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

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval (Asociado) +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@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

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) / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	2 de diciembre de 2013
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	marzo 1993 – septiembre 2014
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Grupo Profrezac, S.A. de C.V., Value, S.A. de C.V. Casa de Bolsa, Value Grupo Financiero, HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación vigente de Banco Nacional de México, S.A. 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 asignada 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 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).