

Calificación

ARGCB 13 HR AAA (E)

Perspectiva Estable

Contactos

Daniel González

Asociado
daniel.gonzalez@hrratings.com

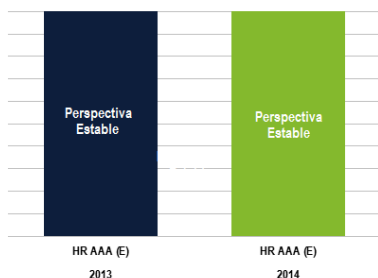
Fernando Sandoval

Asociado
fernando.sandoval@hrratings.com

Pedro Latapi, CFA

Director Adjunto de Operaciones
pedro.latapi@hrratings.com

Evolución de la Calificación Crediticia



Definición

La calificación que determina HR Ratings para la Emisión con clave de pizarra ARGCB 13 es de HR AAA (E) con Perspectiva Estable. La calificación asignada, en escala local, 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 CEBURS Fiduciarios

Tipo de Valor	Certificados Bursátiles Fiduciarios
Clave de Pizarra	ARGCB 13
Monto de la Emisión	P\$550.0m
Plazo de la Emisión	1,826 días, equivalente a 5 años a partir del 29 de noviembre de 2013
Plazo Remanente*	1,091 días
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual
Periodo de Revolvencia	24 meses
Aforo de la Emisión	1.3x
Aforo Máximo de la Emisión	1.2x
Tasa de Interés	TIE a 28 días + 1.75%
Fideicomitentes	Analistas de Recursos Globales, S.A.P.I. de C.V. y Rentas y Remolques de México, S.A. de C.V.
Fiduciario	CI Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple
Representante Común	Banco Inveq S.A., de C.V. Institución de Banca Múltiple, Inveq Grupo Financiero
Administrador Maestro	Tecnología en Cuentas por Cobrar, S.A.P.I. de C.V.

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por la Arrendadora.

HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para la Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra ARGCB 13.

La Emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios (CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra ARGCB 13 (la Emisión) se realizó por un monto de P\$550.0 millones (m), con un plazo legal de aproximadamente 5.0 años, equivalentes a 1,826 días contados a partir del 29 de noviembre de 2013. Actualmente, la Emisión cuenta con un plazo remanente por 1,091 días. La Emisión esta respaldada por contratos de arrendamiento y los residuales respectivos originados y administrados por Analistas de Recursos Globales, S.A.P.I. de C.V (ARG) y Rentas y Remolques de México, S.A. de C.V. (REMEX, en su conjunto la Arrendadora). Los CEBURS Fiduciarios fueron emitidos por el fideicomiso emisor F/01029 (el Fideicomiso) constituido por ARG y REMEX en su carácter de originadores, administradores y Fideicomitentes de los contratos de arrendamiento y CI Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple en su calidad de fiduciario (CI Banco y/o el Fiduciario).

La ratificación se debe a la mora máxima que soporta la Emisión de 22.7% (vs. 22.6% al inicio de la Emisión) en comparación con el incumplimiento máximo ponderado de 4.7%, calculado de acuerdo con el análisis de cosechas de la cartera elegible para la Emisión (vs. 3.4% al inicio de la Emisión). Asimismo, se observa que el aforo de la Emisión se mantiene en niveles adecuados de 1.31x (vs. 1.30x al inicio de la Emisión). Otros factores considerados fueron el contrato de cobertura ante un incremento en la tasa de referencia y la moderada concentración en los principales acreditados.

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 nueva cartera.** Lo anterior deriva en un nivel de incumplimiento máximo bajo el escenario de estrés planteado de 22.7% (vs. 22.6% al inicio de la Emisión), comparado con un nivel de incumplimiento promedio ponderado (vintage ponderado) de la cartera originada por la Empresa de 4.7%, lo que equivale a 97.5 clientes (vs. 3.4% y 103.1 respectivamente al inicio de la Emisión) de acuerdo al saldo insoluto promedio actual por cliente.
- **Periodo de Revolvencia con un aforo mínimo (VPN de los Derechos al Cobro Transmitidos + Efectivo – Fondo de Pagos Mensuales - VPN de los Derechos al Cobro Incumplidos / Saldo Insoluto de la Emisión) de 1.3x.** Esto para llevar a cabo compra de cartera a través del efectivo existente en el Fideicomiso y mediante la cobranza de la cartera cedida. Actualmente, le restan 13 meses a este periodo.
- **Sana concentración por cliente dentro de la cartera a ser cedida inicialmente al Fideicomiso, manteniéndose dentro de los niveles establecidos en la documentación legal de la Emisión.** Al cierre de octubre 2014, los diez clientes principales representan el 24.8% del Patrimonio del Fideicomiso y el cliente principal el 2.8% del mismo (vs. 16.4% y 3.0% al inicio de la Emisión).
- **Cobertura ante alzas en la tasa de interés de referencia con un nivel de 7.5% para la TIE28 días.** Esta cobertura fue contratada con Scotiabank Inverlat, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, quien cuenta con una calificación equivalente a HR AAA en escala local.
- **Presencia del Fideicomiso de Enajenación de Bienes, mediante el cual se puede realizar la venta directa de dichos valores.** Lo anterior brinda una fortaleza a la Emisión para el manejo de los valores residuales de los contratos de arrendamiento.
- **Conocimiento por parte de los Fideicomitentes del mercado objetivo al cual se le ofrecen los productos, con más de 10 años de experiencia en el sector automotriz y de transporte.**
- **Presencia en la Emisión de un administrador maestro con una calificación de administrador primario equivalente a HR AM3.** Lo anterior brinda mayor solidez al manejo y reporte de las cuentas del Fideicomiso Emisor.
- **Concentración regional elevada, donde el Distrito Federal y el Estado de México representan el 38.4% y 31.6% (vs. 46.7% y 24.2% al inicio de la Emisión).** A pesar de lo anterior, estos estados muestran una amplia diversidad de actividades económicas, situación que mitiga parcialmente esta exposición.

Principales Factores Considerados

La Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra ARGCB 13 se llevó a cabo por un plazo legal de 1,826 días, equivalente a 5.0 años, en donde al final de este periodo, el Fideicomiso deberá liquidar el saldo insoluto de principal más intereses de los CEBURS Fiduciarios. Respecto al comportamiento de la Emisión, se puede observar que, en general, la cartera cedida al Patrimonio del Fideicomiso ha mostrado un adecuado comportamiento a pesar del deterioro observado en la cartera total originada por los Fideicomitentes. Esta situación se debe a los criterios de elegibilidad, los cuales buscan fortalecer la calidad del colateral, y se ve impulsada por las readquisiciones de cartera incumplida durante los primeros meses de vida por P\$15.6m por parte de los Fideicomitentes. Únicamente durante los meses de enero y febrero de 2014, el Fideicomiso contaba con derechos incumplidos por P\$5.2m y P\$5.6m, respectivamente. No obstante, al cierre del mes de octubre de 2014, la cartera fideicomitida no muestra incumplimientos.

Por su parte, durante los primeros 11 meses de vida de la Emisión, el aforo de la Emisión ha mostrado un comportamiento relativamente estable, mostrando un máximo de 1.33x durante el décimo periodo y siempre manteniéndose en niveles iguales o mayores a 1.30x, aforo requerido para continuar con la revolvencia. A octubre de 2014, el aforo de la Emisión ascendió a 1.31x (vs. 1.30x al inicio de la Emisión).

Para el escenario de estrés realizado por HR Ratings, se analizó el incumplimiento máximo que soportaría la Emisión a lo largo de su vigencia, considerando los recursos que podrían venir de las reservas y siempre manteniendo el nivel de aforo durante el Periodo de Revolvencia por encima de 1.3x. Esto da como resultado una tasa de incumplimiento mensual durante el Periodo de Revolvencia de 0.0% y de 2.6% durante el Periodo de Pass-Through (vs. 0.0% y 1.8% al inicio de la Emisión), lo que da como resultado una tasa de incumplimiento máximo acumulada al final de la vida de la Emisión de 22.7% sobre el total de la cobranza esperada (vs. 22.6% al inicio de la Emisión). Es importante mencionar que, esta mora equivale a 97.5 clientes, de acuerdo al saldo insoluto promedio de los mismos en la cartera a ceder.

Tabla 1. Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Revolvencia	Periodo de Pass-Through	Periodo Total
Cobranza Esperada	\$ 504.6	\$ 757.6	\$ 1,262.2
Cedida	\$ 401.3	\$ 299.4	\$ 700.7
Originada	\$ 103.3	\$ 458.1	\$ 561.5
-Cobranza No Realizada	\$ -	\$ 171.9	\$ 171.9
Cedida	\$ -	\$ 13.7	\$ 13.7
Originada	\$ -	\$ 158.2	\$ 158.2
Cobranza Real	\$ 504.6	\$ 585.7	\$ 1,090.3
+ Ingreso por Intereses	\$ 1.0	\$ 0.6	\$ 1.6
+ Uso de Reservas	\$ 4.8	\$ 16.2	\$ 21.0
+ Efectivo Inicial	\$ 46.4	\$ -	\$ 46.4
- Restitución de Reserva	\$ 2.6	\$ 4.8	\$ 7.4
- Gastos de Mantenimiento	\$ 6.1	\$ 4.8	\$ 10.9
- Efectivo para Revolvencia	\$ 493.0	\$ -	\$ 493.0
- Gastos por Intereses	\$ 55.1	\$ 42.9	\$ 98.0
- Amortizaciones	\$ -	\$ 550.0	\$ 550.0
- Efectivo Final	\$ -	\$ 0.0	\$ 0.0
Entradas - Salidas	0.0	0.0	0.0

Fuente: Escenario de Estrés planteado por HR Ratings

Para obtener una estimación del comportamiento del colateral cedido, HR Ratings realizó un análisis sobre la mora máxima observada en las cosechas de originación de cartera de los últimos años. Es importante mencionar que, HR Ratings ponderó este análisis de acuerdo a la proporción que muestra el colateral de la Emisión a octubre de 2014, la cual es de 83.8% y 16.2% para la cartera originada por ARG y REMEX, respectivamente. Para los años más antiguos analizados, es decir 2008, 2009 y 2010, la cartera originada mostró un comportamiento sano, madurando en niveles iguales o por debajo del 4.1%. No obstante, las cosechas a partir de 2011, mostraron un importante deterioro durante los últimos 15 meses. Esto derivado de la desaceleración observada en la economía y algunos casos específicos que han presionado la calidad de la cartera originada por los Fideicomitentes. La cosecha con más mora es la de 2012, alcanzando un nivel de 5.4%, siguiéndole la de 2011 y la de 2013 con 4.9% y 4.7%, respectivamente. Por su parte, la cosecha de 2014 se ubica en niveles de 2.7%, misma que se ubica en los peores niveles respecto al resto de las cosechas de acuerdo al número de periodos observados. A pesar del deterioro observado durante los últimos años, no consideramos que pudiera existir un mayor deterioro para los próximos periodos.

Por ello, se esperaría una evolución más suavizada de las curvas para los siguientes periodos. De acuerdo al análisis mostrado, HR Ratings calculó el promedio ponderado sobre el monto originado de la cartera vencida de la Empresa a más de 90 días con la finalidad de obtener un nivel de cartera vencida que refleje e incorpore el comportamiento histórico mostrado desde el año 2008. El promedio ponderado se calcula utilizando el nivel de incumplimiento por el porcentaje de cartera originada en cada periodo en relación a la cartera total. Es relevante mencionar que, dado que el comportamiento de la cartera originada durante 2013 y 2014 no ha madurado, estas cosechas no se consideraron para el promedio ponderado. Con ello, dicho cálculo arrojó como resultado que, la cartera vencida ponderada de acuerdo al monto originado por año es 4.7% (vs. 3.4% al inicio de la Emisión).

Respecto a los 10 clientes principales, la Emisión cuenta con un criterio de elegibilidad que limita la concentración por cliente a un máximo de 3.0% sobre el Patrimonio del Fideicomiso, criterio que se cumple dada la concentración del cliente principal con el 2.8% (vs. 3.0% al inicio de la Emisión). Mencionado lo anterior, HR Ratings realizó un análisis de concentración sobre los 10 Clientes Principales, los cuales representan el 23.8% del Patrimonio del Fideicomiso (vs. 16.1% al inicio de la Emisión). Adicionalmente, los restantes 330 representan el 76.2% del Patrimonio del Fideicomiso (vs. 85.9% al inicio de la Emisión). Cabe mencionar que, anteriormente, el Fideicomiso contaba con los recursos en efectivo del fondo para nuevos derechos al cobro, los cuales representaban el 33.1% al inicio de la Emisión, mismos que fueron utilizados para la adquisición de nuevos derechos al cobro.

Otros factores relevantes tomados en cuenta fueron el contrato de cobertura ante alzas en la tasa de referencia a un nivel de 7.0%, el cual se celebró con una contraparte con calificación equivalente a HR AAA, la presencia de un Administrador Maestro y la alta concentración regional. Por último, la existencia de una opinión legal otorgada por un despacho de abogados externo, la cual estableció que la transmisión de los Derechos de Cobro será válidamente realizada.

Descripción de la Transacción

La Emisión con clave de pizarra ARGCB 13 consistió en la bursatilización de los derechos de cobro derivados de las rentas, opciones de compra, valores residuales, pagos mensuales y cualesquiera otras cantidades pagaderas por los arrendatarios derivados de los Contratos de Arrendamiento cedidos y adquiridos por el Fideicomiso y por el Fideicomiso de Enajenación de Bienes. El Fideicomiso cuenta con la capacidad de adquirir nuevos contratos de arrendamiento a partir de los recursos obtenidos de la colocación de CEBURS durante el Periodo de Originación de Nuevos Contratos (24 meses a partir de noviembre 2013). En dicho periodo el Fideicomiso también podrá adquirir contratos a partir de los recursos generados por la cartera (cedida y originada) con la que cuente en su Patrimonio. Esto lleva a que la Emisión mantenga un Periodo de Revolvencia de 24 meses a partir de la Fecha de Emisión por lo que, al cierre de octubre, le restan 13 meses. El Fideicomiso conservará los derechos de cobro que le fueron transmitidos inicialmente por la cartera que respaldaba la emisión con clave de pizarra ARGCB 12, así como los derechos de cobro transmitidos por los Fideicomitentes (ARG y REMEX). Adicionalmente, el Fideicomiso de Enajenación de Bienes implementará las medidas necesarias para que la Emisión pueda tener acceso al valor residual de los arrendamientos, es decir, para que el Fideicomiso reciba la contraprestación por la venta de los autos o demás equipos arrendados.

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 días) + 1.75%. Es importante destacar que, la Emisión cuenta con un contrato de cobertura para cambios en las tasas de referencia. Este CAP cubrirá la diferencia entre la TIIE a 28 días y el nivel pactado para la misma de 7.5%, siempre y cuando la primera sea superior a la segunda.

Perfil del Emisor

Analistas de Recursos Globales, S.A.P.I. de C.V. (ARG y/o la Arrendadora), es una institución financiera fundada en el año 1999, la cual tiene la finalidad de ofrecer arrendamiento puro enfocado al sector automotriz, principalmente. Durante sus primeros seis años de vida, ARG se concentró en estimular el crecimiento de su cartera, brindando calidad y atención personalizada a sus clientes. Posteriormente, en el año 2007, IXE automotriz adquirió el total de su cartera, situación que brindó recursos a los accionistas para escalar el modelo de negocio. A partir del año 2008, la Arrendadora comenzó a otorgar arrendamientos al sector de transporte, específicamente para rentar tráileres, remolques, tractores, camiones y demás bienes muebles indispensables para la carga federal. Para entrar a este nuevo segmento, la Arrendadora adquirió una Arrendadora especializada en el sector llamada Rentas y Remolques de México, S.A. de C.V. (REMEX), la cual sigue manteniéndose como empresa subsidiaria hasta el día de hoy.

Glosario

Aforo: i) la sumatoria del valor presente de los derechos fideicomitidos que no constituyan cartera vencida; ii) más el efectivo fideicomitado; iii) dividido entre el saldo insoluto de los CEBURS

Mora del Periodo: (Cobranza No Realizada durante el mes / Cobranza Esperada durante el mes)

Mora Total: ((Flujo Vencido Pass Through + Flujo Vencido en Revolvencia) / (Flujo Total Pass Through + Flujo Vencido en Revolvencia))

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 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

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	28 de noviembre de 2013
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1 de noviembre de 2013 al 22 de octubre de 2014
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Emisor
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación de Administrador de Activos de AAFC3(mex) otorgada por Fitch Ratings al Administrador Maestro. Calificación de contraparte de largo plazo de Scotiabank de AAA(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 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).