

Calificación

GANACB 11U
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

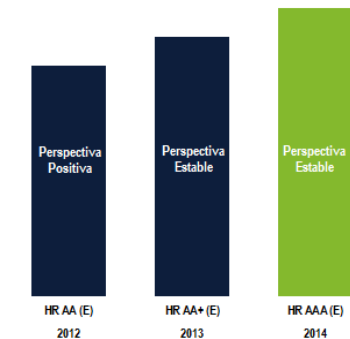
Ricardo Gallegos
Director Ejecutivo Senior de Finanzas
Públicas / Infraestructura
ricardo.gallegos@hrratings.com

HR Ratings revisó a la alza la calificación de largo plazo a HR AAA (E) de HR AA+ (E) y mantiene la Perspectiva Estable para la emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios (la Emisión o los CEBURS Fiduciarios) con clave de pizarra GANACB 11U, por un monto total de 370.2 millones (m) de Unidades de Inversión (UDIs) equivalentes a P\$1,700.0m, colocados en el mercado de valores el 19 de abril de 2011 a un plazo de 20.0 años.

La revisión a la alza de la calificación se fundamenta en el nivel de estrés que la fuente de pago de la Emisión es capaz de soportar, con una diferencia acumulada anualizada esperada de 2.3% en los ingresos reales del escenario de estrés comparados con los del escenario base (vs 1.8% en nuestra revisión anterior). Dicha mejora se debe a un cambio en la tasa de crecimiento del tráfico en nuestro escenario base tomando en cuenta el mejor desempeño durante 2014 que el esperado en nuestra revisión anterior. De acuerdo con lo estimado en nuestro escenario de estrés, el tráfico podría caer anualmente 1.4% durante el resto de vida de la emisión y aun así cumplir, en tiempo y forma, con las obligaciones financieras derivadas de los certificados. Asimismo, durante 2013 el desempeño observado en el tráfico y los ingresos en la Autopista Amozoc – Perote y el Libramiento de Perote estuvo en línea con lo esperado en nuestro modelo base de 2013. La ubicación geográfica de ambos tramos carreteros propicia la inducción del tráfico a la Autopista y el Libramiento, pues éstos forman parte del Corredor del Atlaplan, el cual une a la región del centro del país con el Golfo de México.

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

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 GANACB 11U 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.

- **Ingresos en términos reales generados en el escenario de estrés 32.1% menores que los generados en el escenario base.** Esto equivale a una diferencia acumulada anualizada esperada de 2.3% (vs. 1.8% en nuestra revisión anterior). Lo anterior como resultado de una diferencia de 27.4% entre el tráfico del escenario base y el de estrés, equivalente a una diferencia acumulada anualizada esperada de 2.0% (vs 1.6% en la última revisión).
- **Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) entre 2009 y 2013 de 2.4% en el Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) y de 9.1% en el Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) Real.** El crecimiento observado en el ingreso se debió principalmente a: (i) un incremento de 14.8% en la Tarifa Promedio Ponderada (TPP) de 2012 y (ii) una mejora en la composición vehicular de la Autopista y el Libramiento, con un crecimiento de 17.1% en la participación de camiones de carga entre 2009 y 2013.
- **Crecimiento de 8.3% en los ingresos reales generados entre enero y septiembre de 2014, comparados con el mismo periodo en 2013.** El tráfico, por su parte ha mostrado un crecimiento de 6.8% durante el mismo periodo.
- **Concesión del Libramiento de Perote vence en noviembre de 2023, 7 años antes del vencimiento de la Emisión.** Nuestro análisis considera que no se renovaría dicha concesión, por lo que en caso de renovarse, la Emisión contaría con un flujo adicional para el pago de la deuda. En 2013 el Libramiento aportó 8.8% y 7.3% del tráfico y los ingresos totales, respectivamente.
- **Se estima un escenario base con una TMAC₁₃₋₃₁ de 2.3% en el TPDA y de 3.0% en el IPDA Real.** El escenario de estrés, por su parte, supone tanto para el TPDA como para el IPDA Real una TMAC₁₃₋₃₁ de -1.4%.
- **Bajo el escenario base propuesto, la deuda se liquidaría dentro del plazo establecido, sin necesidad de utilizar el Fondo de Servicio de la Deuda en ningún periodo.** La cobertura primaria mínima en este escenario sería de 1.90x, mientras que las coberturas primarias promedio y máxima serían de 2.13x y 2.44x, respectivamente.
- **Bajo el escenario de estrés, los flujos remanentes del Fideicomiso de Administración serían, en términos reales, 38.0% menores que los del escenario base.** Esto derivaría en coberturas primarias menores que en el escenario base, con una mínima de 0.35x, promedio de 1.13x y máxima de 2.40x. A pesar de ello, la deuda se pagaría en tiempo y forma, utilizando el Fondo de Servicio de la Deuda en los periodos con coberturas menores a 1.0x.
- **Fondo para el Servicio de la Deuda provee liquidez adicional.** El saldo objetivo de éste fluctúa entre 9, 12 y 15 meses de principal e intereses, dependiendo del nivel de cobertura presentado en cada periodo.

Principales Factores Considerados

La emisión GANACB 11U fue colocada por un monto total de 370,225,400 UDIs, equivalentes a aproximadamente P\$1,700.0m en el momento de la emisión, a través del Fideicomiso Emisor 300861 establecido en HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC. Durante los 20.0 años de plazo de la misma, devengará intereses cada 91 días a una tasa de interés real anual de 6.64%, y el monto de principal se liquidará mediante 40 pagos que se realizarán cada 182 días contados a partir de la fecha de colocación, de acuerdo con la tabla de amortización obligatoria establecida en los documentos de la Emisión.

La fuente de pago de los certificados está constituida por los derechos fideicomisarios de Grupo de Autopistas Nacionales, S.A. (GANA y/o la Concesionaria y/o el Fideicomitente) bajo el Fideicomiso de Administración F/2001293 establecido en Banco Santander S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander (el Fideicomiso de Administración). Dichos derechos incluyen el derecho del Fideicomitente a recibir los remanentes existentes en las cuentas de dicho Fideicomiso, es decir, el excedente de los flujos derivados de la operación y explotación de la Autopista y el Libramiento una vez descontados el pago de impuestos y contraprestación, los gastos de operación, mantenimiento y supervisión, incluyendo honorarios fiduciarios, y la constitución del Fondo de Conservación en los términos establecidos en el Título de Concesión.

La Emisión cuenta con un Fondo de Servicio de la Deuda, el cual deberá mantener un saldo objetivo equivalente a (i) los próximos 9 meses de servicio de la deuda si la cobertura primaria es mayor a 1.40x (veces), (ii) los próximos 12 meses de servicio de la deuda si la cobertura primaria es mayor a 1.20x pero menor o igual a 1.40x, y (iii) los próximos 15 meses de servicio de la deuda si ésta es menor o igual a 1.20x.

Hasta este momento han transcurrido 14 fechas de pago, durante las cuales se ha amortizado el 5.0% del monto originalmente emitido, cumpliendo en cada una de ellas con el porcentaje de amortización establecido. La cobertura primaria reportada por el Fiduciario se ha mantenido en cada fecha de cálculo en 1.4x, por lo que el Fondo de Servicio de la Deuda ha mantenido un saldo equivalente a los siguientes 9 meses de servicio de deuda. A este respecto, es importante mencionar que el Fideicomiso Emisor tiene como parte de su Patrimonio el derecho de solicitar al Fideicomiso de Administración la entrega del remanente en cada fecha de pago. Por lo tanto, en cada fecha de pago, conforme a lo establecido en el Contrato del Fideicomiso Emisor, éste solicita la transferencia de los recursos necesarios y suficientes para obtener una cobertura primaria de 1.40x, y dejando en el Fideicomiso de Administración el saldo restante. Lo anterior considerando lo establecido en el Fideicomiso de Administración con respecto a la aplicación y el pago del capital de riesgo del proyecto.

Entre 2009 y 2013 el TPDA ha mostrado un crecimiento promedio anual de 2.4%, mientras que el IPDA Real¹ ha crecido 9.1% en el mismo periodo. La diferencia entre ambas tasas de crecimiento se debe principalmente a: (i) un incremento de 14.8% en la Tarifa Promedio Ponderada (TPP) de 2012 y (ii) una mejora en la composición vehicular de la Autopista y el Libramiento, con un crecimiento de 17.1% en la participación de camiones de carga entre 2009 y 2013. Es importante destacar que, de acuerdo con la información observada y a diferencia de otros tramos carreteros, la Autopista y el

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

Libramiento no se vieron afectados por la crisis económica en 2008-2009 ni por la ola de inseguridad presentada entre 2010 y 2011 en el país

El tráfico en la Autopista es en su mayoría turístico, de mediano y largo recorrido, por lo que los mayores volúmenes de tráfico se observan los fines de semana y en los periodos vacacionales. Los automóviles representan en este tramo el 80.4% del total de vehículos. El Libramiento, por su parte, tiene como principales usuarios a los camiones de carga, con una participación de 68.4% del total de la mezcla en 2013. En cuanto a la participación en tráfico e ingresos de cada uno de los tramos analizados, durante 2013, 91.2% del tráfico total correspondió a la Autopista y 8.8% al Libramiento. Por el lado de los ingresos, 92.7% fueron aportados por la Autopista y 7.3% por el Libramiento.

El escenario base supone una $TMAC_{13-31}$ de 2.3% para el TPDA y de 3.0% para el IPDA Real. Por otra parte, en nuestro escenario de estrés la $TMAC_{13-31}$ tanto para el TPDA como el IPDA Real sería de -1.4%. Lo anterior reflejaría ingresos en términos reales en el escenario de estrés 32.1% menores que los generados en el escenario base, lo que equivale a una diferencia anualizada esperada de 2.3%. El tráfico por su parte sería 27.4% menor en el escenario de estrés comparado con el escenario base, equivalente a una diferencia anualizada de 2.0%. Además, nuestros escenarios asumen que el plazo de la concesión del Libramiento no se amplía, es decir, termina en noviembre de 2023. Entre 2009 y 2013 el Libramiento aportó, en promedio, el 7.4% de los ingresos reales totales.

En nuestra última revisión, la $TMAC_{13-31}$ para el TPDA era de 2.1%. El incremento a 2.3% en nuestra expectativa de largo plazo en la presente revisión se debe al comportamiento observado durante los primeros 9 meses de 2014, durante los cuales el tráfico mostró un crecimiento de 6.8% en comparación con el crecimiento esperado de 2.0% en nuestro caso base. Los ingresos, por su parte, han mostrado un crecimiento en términos reales de 8.3% durante el mismo periodo, en comparación con el esperado de 4.4% en la última revisión.

Bajo el escenario base propuesto, el flujo disponible para el servicio de la deuda sería suficiente en cada fecha de pago para cubrir los intereses devengados y el principal programado. La deuda se liquidaría dentro del plazo establecido, sin necesidad de utilizar el Fondo de Servicio de la Deuda en ningún periodo. En todos los periodos existirían flujos residuales en el Fideicomiso Emisor, los cuales serían liberados al Fideicomitente en cada fecha de pago de principal. La cobertura primaria mínima sería de 1.90x.

Debido a los menores ingresos generados por el cobro de cuotas de peaje, el margen de operación en una situación de estrés sería menor, lo cual se reflejaría en una menor cantidad de Remanentes en el Fideicomiso de Administración. Bajo nuestro escenario de estrés, dichos remanentes serían, en términos reales, 38.0% menores que los recibidos por el Fideicomiso Emisor en el escenario base. La cobertura primaria mínima esperada sería de 0.35x por lo que sí se tendría que recurrir al Fondo de Servicio de la Deuda para el pago de capital e intereses durante los últimos diez años de vida de la Emisión. Sin embargo, incluso bajo este escenario, la deuda se liquidaría en tiempo y forma, cumpliendo en cada periodo con el monto de principal obligatorio.

Conforme a todo lo anterior, HR Ratings revisó a la alza la calificación de largo plazo a HR AAA (E) de HR AA+ (E) y mantiene la Perspectiva Estable.

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

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 AA+ (E) / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	12 de noviembre de 2013
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	julio 2004 – septiembre 2014
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Grupo Autopistas Nacionales, S.A., HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC
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 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).