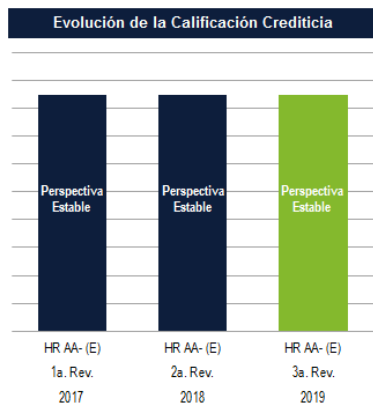


Calificación

CPEXACB 16U HR AA- (E)
Perspectiva Estable



Fuente: HR Ratings.

Contactos

Pablo Gracia
Asociado
pablo.gracia@hrratings.com

Roberto Soto
Director Asociado
roberto.soto@hrratings.com

Roberto Ballinez
Director Ejecutivo Senior de Finanzas
Públicas / Infraestructura
roberto.ballinez@hrratings.com

HR Ratings ratificó la calificación de HR AA- (E) con Perspectiva Estable a la emisión CPEXACB 16U.

La ratificación de la calificación se debe al comportamiento favorable del Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) y del Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) Real en la Autopista Perote-Xalapa en 2018, superior a nuestras expectativas en un escenario base. La calificación también responde a un desempeño positivo de la Emisión, con una capitalización de intereses menor a la esperada en la revisión anterior (3.2 millones (m) UDIs vs 14.2m UDIS). Considerando esto, la Tasa de Estrés Anualizada (TEA) fue de 1.14%.

Los principales supuestos y resultados son los siguientes:

Comparativo Observado vs. Proyecciones										
TEA Actual: 1.14%	2017	2018	Crec. Obs. 2017-2018	Crec. Proy. 2017-2018 ¹	Escenario Base		Escenario de Estrés ²			
TEA Anterior: 1.30%					2019	2038 ⁴	TMAC ₁₈₋₃₈	2019	2038 ⁴	TMAC ₁₈₋₃₈
TPDA	8,969	9,791	9.2%	2.1%	10,157	16,538	2.7%	9,950	10,998	0.6%
IPDA Real ³	1,469	1,668	13.5%	6.0%	1,802	2,941	2.9%	1,765	1,956	0.8%

Características de la Emisión CPEXACB 16U	
Monto Emitido	271.8m UDIs (P\$1,470.0m).
Saldo Insoluto	297.5m UDIs (P\$1,858.0m), equivalente a un Valor Nominal Ajustado (VNA) de 109.48.
Fecha de Vencimiento	25 de enero de 2039.
Preferencia de Pago	Subordinación con un crédito bancario preferente con un saldo insoluto de P\$4,490.0m.
Tasa de Interés	8.6% anual, con posibilidad de capitalizarse.
Amortizaciones	A partir de abril de 2027 de acuerdo con el calendario de amortización objetivo.
Amortizaciones Anticipadas	De acuerdo con el calendario de amortización anticipada objetivo hasta alcanzar el VNA Objetivo.
Periodicidad de Pago	Trimestral (enero, abril, julio y octubre).
Fondo de Reserva	Saldo Objetivo igual a los intereses y el principal programado de las dos fechas de pago siguientes.
Reserva Gastos Mant. Emisión	Saldo Objetivo igual a los gastos administrativos presupuestados para los próximos ocho años.

Fuente: HR Ratings con base en información histórica y proyecciones propias.
(1) Crecimiento esperado en el escenario base. (2) Bajo crecimiento y alta inflación (estancamiento). (3) Información presentada en miles de pesos a precios de diciembre de 2018. (4) La Emisión vence en enero de 2039, sin embargo la transferencia de ingresos del Fideicomiso Principal al Fideicomiso Emisor tiene un rezago de un mes, por lo que nuestra proyección de tráfico e ingresos se ha realizado hasta diciembre de 2038.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- Comportamiento del TPDA e IPDA Real en 2018.** El TPDA creció 9.2% (vs. un 2.1%, estimado en el escenario base de la revisión anterior) como consecuencia de un incremento en el tráfico de camiones de carga de 22.8%, resultado principalmente de: i) la reclasificación de los tramos carreteros libres Tamarindo-Cardel, Corral Falso-Cerro Gordo y La Bocana-Tamarindo de B a A, con lo que se permitió el paso de vehículos pesados y que ahora tienen la posibilidad de circular por la Autopista Perote-Xalapa; y ii) la implementación de telepeaje en la autopista Amozoc-Perote. Lo anterior concluyó en un crecimiento en el IPDA Real de 13.5% (vs. un 6.0% estimado en el escenario base de la revisión anterior). Con ello, la composición vehicular fue de 65.9% automóviles, 6.2% autobuses y 27.9% camiones.
- Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de 2012 a 2018 del TPDA e IPDA Real.** La TMAC₁₂₋₁₈ del TPDA y del IPDA Real fue de 6.4% y 10.4%, respectivamente, tomando en cuenta que las correspondientes a la Autopista Perote-Banderilla fueron de 5.0% y 9.5%, mientras que las del Libramiento de Xalapa fueron de 9.7% y 11.9%.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Desempeño esperado en el escenario base y en el escenario de estrés del TPDA e IPDA Real.** En el escenario base, para 2019, estimamos un crecimiento de 3.7% y 8.0%, respectivamente, considerando el incremento observado en el tráfico de 2018, especialmente el de los camiones de carga. La $TMAC_{18-38}$ del TPDA y del IPDA Real sería de 2.7% y 2.9%, respectivamente. En el escenario de estrés, la $TMAC_{18-38}$ del TPDA y del IPDA Real sería de 0.6% y 0.8%.
- **Comportamiento de la Emisión en el escenario base.** Las $RCS D^1$ y $RCPS D^2$ mínimas serían 1.20 veces (x) y 1.58x, por lo que habría distribuciones carreteras bursatilizadas en cada fecha de pago desde el Fideicomiso No. 735 (el Fideicomiso Principal) al Fideicomiso No. 2390 (el Fideicomiso Emisor), con lo que se esperaría que ya no se capitalizaran intereses. De 2019 a 2021 se realizarían amortizaciones anticipadas por 25.7m UDIs hasta alcanzar el valor nominal ajustado objetivo.
- **Desempeño de la Emisión en el escenario de estrés.** El flujo disponible para el servicio de la deuda en términos reales sería 60.1% menor al esperado en el escenario base, dando como resultado $RCS D$ y $RCPS D$ mínimas de 1.19x y 1.21x. Asimismo, el saldo insoluto máximo sería de 297.5m UDIs y, de 2027 a 2035, el flujo disponible para realizar amortizaciones programadas no sería suficiente para cubrir las en su totalidad. Una vez liquidado el crédito bancario preferente en diciembre de 2035, comenzarían a realizarse amortizaciones anticipadas, de manera que la Emisión se liquidaría en la fecha de vencimiento legal.

Factores adicionales considerados

- **Subordinación al crédito bancario preferente.** El Fideicomiso Principal transferirá las distribuciones carreteras bursatilizadas en cada fecha de pago al Fideicomiso Emisor, si la $RCS D$ y la $RCPS D$ son mayores o iguales a 1.10x.
- **Volatilidad de la TEA.** En los últimos tres años, esta ha mostrado un desempeño favorable, no obstante, las características de la estructura de deuda hacen que esta métrica sea sensible a cambios importantes en el tráfico y los ingresos.
- **Impuesto al Valor Agregado (IVA) de los intereses capitalizados del crédito subordinado convertible contratado con Fonadin.** De acuerdo con lo observado, el análisis considera un ajuste en las estimaciones de recuperación del IVA de estos intereses, con lo que la TEA disminuyó de 1.30% a 1.14% en esta revisión.

Factores que podrían subir la calificación

- Un comportamiento del tráfico y de los ingresos superior a nuestras expectativas en un escenario base, así como un mayor tráfico de camiones de carga, podrían tener un impacto positivo en la calificación de la Emisión.

Factores que podrían bajar la calificación

- Una disminución en el tráfico o en los ingresos en 2019, así como en los vehículos pesados, podrían causar un menor flujo para el servicio de la deuda y una baja en la calificación.

¹ Flujo Disponible para el Servicio de la Deuda de los 12 meses inmediatos anteriores a la fecha de cálculo de que se trate dividida entre el Servicio de la Deuda de los 12 meses inmediatos anteriores a la fecha de cálculo de que se trate.

² Se calcula en la primera fecha de determinación de razones de cada año calendario y es resultado de dividir el Flujo Disponible Real Proyectado para el año en cuestión entre el servicio de la deuda proyectado del crédito preferente para el año en cuestión.

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.

TEA: Tasa de Estrés Anualizada:

$$TEA = \left| \left(\frac{\sum_{t=1}^n \text{Ingreso Real Estrés}_t}{\sum_{t=1}^n \text{Ingreso Real Base}_t} \right)^{\frac{12}{n}} - 1 \right| = \left| \left(\frac{\text{Ingreso Real Acumulado Estrés}}{\text{Ingreso Real Acumulado Base}} \right)^{\frac{12}{n}} - 1 \right|$$

Donde n es el número de meses utilizados para el análisis.

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

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

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

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

TMAC: La Tasa Media Anual de Crecimiento.

TPP: Tarifa Promedio Ponderada (Ingresos Totales / Tráfico Total).

VNA: Valor Nominal Ajustado:

$$VNA_t = \frac{\text{Saldo Insoluto}_t}{\text{Monto Emitido}}$$



HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Anibal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@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

Deuda Corporativa / ABS

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
pedro.latapi@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

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 Deuda Respaldada por Ingresos Generados de la Operación de Carreteras, Túneles y Puentes, noviembre de 2015

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/es/methodology>

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 febrero de 2018
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	julio de 2012 a diciembre de 2018
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Concesionaria Autopista Perote – Xalapa, S.A. de C.V., / CI Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple / Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. Calificación vigente de Zurich Compañía de Seguros de mxAAA en escala local otorgada por Standard and Poor's. Calificación vigente de XL Seguros México, S.A. de C.V. de A+ en escala local otorgada por AM Best. Calificación vigente de Afianzadora Aserta, S.A. de C.V. de AA- en escala local otorgada por Fitch Ratings. Calificación vigente de Grupo Nacional Provincial, S.A.B. de mxAAA en escala local otorgada por Standard and Poor's.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	
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 AA- (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 (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

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, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

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 se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y 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 US\$1,000 a US\$1,000,000 (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 US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).