

Contactos

Paulina Ducoing Ponce
Directora de Infraestructura
E-mail: paulina.ducoing@hrratings.com

María de Urquijo Isoard
Analista
E-mail: maria.deurquijo@hrratings.com

Felix Boni Brandani
Director General de Análisis
E-mail: felix.boni@hrratings.com

Calificaciones

FREZAC 05
Perspectiva

HR AAA (E)
Positiva

La calificación que determina HR Ratings para FREZAC 05 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 la Emisión FREZAC 05	
Fideicomitente	Grupo Profrezac, S.A. de C.V.
Fiduciario	HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, División Fiduciaria
Fuente de Pago	Los ingresos generados por los derechos de cobro de cuotas de peaje de los libramientos Calera - Enrique Estrada, Fresnillo y Noreste Zacatecas
Monto	\$1,350'000,000.00 M.N.
Fecha de Emisión	15 de noviembre de 2005
Fecha de Vencimiento	2 de marzo de 2020
Plazo	15 años (5,221 días)
Tasa de Interés	TIE ₉₁ + 2.95% anual
Pago de Intereses	Trimestral
Pago de Principal	Al vencimiento, con posibles amortizaciones parciales trimestralmente
Cobertura	Cobertura de TIE ₉₁ 14.00%

Fuente: HR Ratings con información del Prospecto Definitivo.

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 (CBFs) con clave de pizarra FREZAC 05 por un monto total de \$1,350'000,000.00 M.N. (Un mil trescientos cincuenta millones de pesos 00/100 M.N.) colocados en el mercado de valores el 15 de noviembre de 2005 a un plazo de aproximadamente 15 años.

La revisión a la alza de la calificación obedece principalmente a la prórroga de la Concesión del Libramiento Noreste de Zacatecas. Adicionalmente, la calificación refleja el hecho de que la estructura es capaz, en nuestro escenario de estrés, de soportar una reducción acumulada en los ingresos de 44.27% en términos reales, pagando intereses en tiempo y forma y amortizando el principal dentro del plazo de la Emisión. Atribuimos el bajo crecimiento en los ingresos observados durante los primeros diez meses de este año al pobre desempeño del PIB nacional, lo cual no vemos como reflejo del futuro comportamiento ni de la economía ni del aforo. De hecho, nuestro escenario base (sobre el cual aplicamos el estrés señalado) incorpora el desempeño moderado observado durante los últimos años para los tramos carreteros que constituyen la fuente de pago de la Emisión.

Entre los factores considerados al momento de asignar nuestra calificación están:

- El 15 de junio de 2013 se otorgó una prórroga a la Concesión del Libramiento Noreste de Zacatecas por el plazo que resulte menor entre i) el plazo necesario para pagar los financiamientos obtenidos y la recuperación de las inversiones y los rendimientos pactados, y ii) un plazo de 10 años adicionales, contados a partir del 15 de junio de 2013.
- A la fecha han transcurrido 32 fechas de pago, en las cuales se han amortizado P\$652.25 millones, que representan el 48.31% del monto originalmente emitido.
- La Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) del Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) Real para el periodo 2008-2012 fue de 4.01%. La TMAC₀₈₋₁₂ del Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) fue de 0.94%.
- El comportamiento de la mezcla vehicular de los libramientos muestra un crecimiento en la participación de camiones de carga de 18.12% entre 2006 y 2012, beneficiando la generación de ingresos en el mismo periodo.
- Los ingresos en términos reales generados en el escenario de Estrés son 44.27% menores que los generados en el escenario Base. De manera anualizada esto representa una reducción de 8.60%.
- El tráfico total proyectado para el escenario de Estrés es 47.8% menor que el proyectado para el escenario Base, equivalente a una diferencia anualizada de 9.52% durante el plazo restante de la Emisión.
- La TMAC del IPDA Real en el escenario Base es de 1.03%, mientras que en el escenario de Estrés es de -12.85%.
- La TMAC del TPDA en el escenario Base es de 1.19%, mientras que en el escenario de Estrés es de -14.28%.
- Durante los 20 años de historia los libramientos únicamente han tenido dos años de crecimiento negativo en los ingresos reales, y la disminución promedio en estos años es apenas del 0.62%.
- En nuestro escenario Base la deuda se liquida en su totalidad 3.5 años antes del vencimiento legal establecido, mientras que en el escenario de Estrés, la deuda se termina de pagar en la fecha de vencimiento.
- Tanto en el escenario Base como en el de Estrés el flujo disponible para el servicio de la deuda es suficiente en cada periodo para cubrir los intereses devengados, por lo que el Fondo de Contingencia no se utiliza para ello y solamente se retiran los flujos excedentes del mismo para aplicarlos a prepagar el valor nominal ajustado de los certificados.

De la Emisión

La Emisión FREZAC 05 fue colocada en el mercado de valores el 15 de noviembre de 2005 por un monto total de P\$1,350.00 millones, a un plazo de aproximadamente 15 años, siendo la fecha de vencimiento el 2 de marzo de 2020. La colocación se realizó a través del Fideicomiso Emisor No. 00192 constituido en Banco J.P. Morgan, S.A., Institución de Banca Múltiple, J.P. Morgan Grupo Financiero, sin embargo éste fue sustituido en enero de 2007 por el Fideicomiso No. 232947 establecido en HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, División Fiduciaria.

La Emisión cuenta con una cobertura de tasa de interés que limita los riesgos derivados de las variaciones que se puedan presentar en la TIIE a plazo de 91 días hasta una tasa máxima de 14%.

Los CBFs pagan trimestralmente una tasa de interés anual de $TIIE_{91} + 2.95\%$. Las fechas de pago de intereses son los días 1º de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre. La estructura contemplaba la posibilidad de capitalizar hasta el 50% de los intereses devengados durante las primeras 8 fechas de pago en caso de que el flujo disponible para el servicio de la deuda no fuera suficiente. Sin embargo, durante este periodo se logró cubrir en cada fecha de pago el monto total de intereses devengados, por lo que no fue necesario recurrir a la capitalización de intereses.

De acuerdo con los documentos de la Emisión, el importe del principal de los certificados será liquidado mediante un solo pago a ser realizado en la fecha de vencimiento de la Emisión. No obstante, a partir de la fecha de emisión, 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, mismos que se muestran más adelante en la Tabla 1.

A la fecha en que se emite el presente reporte, han transcurrido 32 fechas de pago en las cuales se ha amortizado un total de P\$652.25 millones, quedando un saldo insoluto de P\$697.75 millones. La próxima fecha de pago será el 1 de marzo de 2014, en la cual se devengarán intereses a una tasa de 6.75% anual de acuerdo con el aviso a tenedores publicado el pasado 27 de noviembre.

Tabla 1

Comportamiento de la Emisión FREZAC 05												
Cupón	Período			Tasa de Interés	Saldo Inicial	Intereses Devengados	Intereses Pagados	Intereses Capitalizados	Amortización Acumulada Máxima	Amortización Máxima en el Período	Amortización Pagada	Saldo Final
	Inicio	Fin	Días									
1	15-nov-05	01-mar-06	106	12.03%	1,350,000,000	47,819,250	47,819,250	-	33,750,000	33,750,000	-	1,350,000,000
2	01-mar-06	01-jun-06	92	10.80%	1,350,000,000	37,260,000	37,260,000	-	67,500,000	67,500,000	-	1,350,000,000
3	01-jun-06	01-sep-06	92	10.59%	1,350,000,000	36,535,500	36,535,500	-	101,250,000	101,250,000	-	1,350,000,000
4	01-sep-06	01-dic-06	91	10.40%	1,350,000,000	35,490,000	35,490,000	-	135,000,000	135,000,000	-	1,350,000,000
5	01-dic-06	01-mar-07	90	10.59%	1,350,000,000	35,741,250	35,741,250	-	168,750,000	168,750,000	-	1,350,000,000
6	01-mar-07	01-jun-07	92	10.57%	1,350,000,000	36,466,500	36,466,500	-	202,500,000	202,500,000	-	1,350,000,000
7	01-jun-07	01-sep-07	92	10.78%	1,350,000,000	37,191,000	37,191,000	-	236,250,000	236,250,000	-	1,350,000,000
8	01-sep-07	01-dic-07	91	10.71%	1,350,000,000	36,547,875	36,547,875	-	270,000,000	270,000,000	-	1,350,000,000
9	01-dic-07	01-mar-08	91	10.97%	1,350,000,000	37,435,125	37,435,125	-	303,750,000	303,750,000	-	1,350,000,000
10	01-mar-08	01-jun-08	92	10.89%	1,350,000,000	37,570,500	37,570,500	-	337,500,000	337,500,000	-	1,350,000,000
11	01-jun-08	01-sep-08	92	10.89%	1,350,000,000	37,570,500	37,570,500	-	371,250,000	371,250,000	-	1,350,000,000
12	01-sep-08	01-dic-08	91	11.68%	1,350,000,000	39,858,000	39,858,000	-	405,000,000	405,000,000	-	1,350,000,000
13	01-dic-08	01-mar-09	90	11.79%	1,350,000,000	39,791,250	39,791,250	-	438,750,000	438,750,000	-	1,350,000,000
14	01-mar-09	01-jun-09	92	10.74%	1,350,000,000	37,053,000	37,053,000	-	472,500,000	472,500,000	-	1,350,000,000
15	01-jun-09	01-sep-09	92	8.30%	1,350,000,000	28,635,000	28,635,000	-	506,250,000	506,250,000	-	1,350,000,000
16	01-sep-09	01-dic-09	91	7.92%	1,350,000,000	27,027,000	27,027,000	-	540,000,000	540,000,000	33,750,000	1,316,250,000
17	01-dic-09	01-mar-10	90	8.02%	1,316,250,000	26,390,813	26,390,813	-	573,750,000	540,000,000	33,750,000	1,282,500,000
18	01-mar-10	01-jun-10	92	8.02%	1,282,500,000	26,285,550	26,285,550	-	607,500,000	540,000,000	33,750,000	1,248,750,000
19	01-jun-10	01-sep-10	92	7.98%	1,248,750,000	25,466,175	25,466,175	-	641,250,000	540,000,000	33,750,000	1,215,000,000
20	01-sep-10	01-dic-10	91	7.92%	1,215,000,000	24,324,300	24,324,300	-	675,000,000	540,000,000	33,750,000	1,181,250,000
21	01-dic-10	01-mar-11	90	7.85%	1,181,250,000	23,182,031	23,182,031	-	708,750,000	540,000,000	33,750,000	1,147,500,000
22	01-mar-11	01-jun-11	92	7.80%	1,147,500,000	22,873,500	22,873,500	-	742,500,000	540,000,000	33,750,000	1,113,750,000
23	01-jun-11	01-sep-11	92	7.84%	1,113,750,000	22,314,600	22,314,600	-	776,250,000	540,000,000	33,750,000	1,080,000,000
24	01-sep-11	01-dic-11	91	7.77%	1,080,000,000	21,212,100	21,212,100	-	810,000,000	540,000,000	33,750,000	1,046,250,000
25	01-dic-11	01-mar-12	91	7.76%	1,046,250,000	20,522,775	20,522,775	-	843,750,000	540,000,000	33,750,000	1,012,500,000
26	01-mar-12	01-jun-12	92	7.75%	1,012,500,000	20,053,125	20,053,125	-	877,500,000	540,000,000	33,750,000	978,750,000
27	01-jun-12	01-sep-12	92	7.74%	978,750,000	19,359,675	19,359,675	-	911,250,000	540,000,000	50,000,000	928,750,000
28	01-sep-12	01-dic-12	91	7.76%	928,750,000	18,217,947	18,217,947	-	945,000,000	523,750,000	43,000,000	885,750,000
29	01-dic-12	01-mar-13	90	7.82%	885,750,000	17,316,413	17,316,413	-	978,750,000	514,500,000	40,000,000	845,750,000
30	01-mar-13	01-jun-13	92	7.76%	845,750,000	16,772,162	16,772,162	-	1,012,500,000	508,250,000	40,000,000	805,750,000
31	01-jun-13	01-sep-13	92	7.26%	805,750,000	14,949,348	14,949,348	-	1,046,250,000	502,000,000	50,000,000	755,750,000
32	01-sep-13	01-dic-13	91	7.26%	755,750,000	13,869,272	13,869,272	-	1,080,000,000	485,750,000	58,000,000	697,750,000

Fuente: HR Ratings con información del Fiduciario y del Representante Común al cierre del mes de noviembre de 2013.

En la Tabla 2 se muestra el comportamiento trimestral de las cuentas del Fideicomiso para las últimas 5 fechas de pago. Debido a que el pago de intereses se realiza el primer día de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre, hemos presentado los saldos reportados al último día del mes inmediato anterior a cada fecha de pago.

Tabla 2

Saldos de las Cuentas del Fideicomiso 232947					
	ago-12	nov-12	feb-13	may-13	ago-13
Cuenta de Inversión General	59,636,447	50,580,991	54,178,518	55,480,893	62,941,321
Cuenta de Pagos	3,428	3,855	13,819	5,613	11,160
Cuenta de Fondo de Contraprestaciones	914,503	1,309,679	163,072	531,968	949,418
Cuenta de Fondo de Mantenimiento Mayor	5,809,062	7,918,313	11,905,932	11,394,787	11,298,560
Cuenta de Fondo de Contingencia	90,739,568	80,835,390	73,824,745	71,350,999	66,077,640
Cuenta de Ingresos Scotia	781,195	481,956	162,806	791,072	810,139
Monto Requerido en Fondo de Contingencia	77,438,700	72,871,789	69,265,650	67,088,649	59,797,393
Intereses del Período	19,359,675	18,217,947	17,316,413	16,772,162	14,949,348
DSCR Primario	3.08x	2.78x	3.13x	3.31x	4.21x
DSCR Secundario	7.77	7.21	7.39	7.56	8.63

Fuente: HR Ratings con información del Fiduciario

En la tabla anterior hemos incluido el monto requerido en el Fondo de Contingencia, el cual debe mantener en todo momento un saldo equivalente

a los próximos 12 meses de intereses, es decir, las próximas 4 fechas de pago. Como podemos observar, durante las últimas 5 fechas de pago el Fondo de Contingencia ha mantenido saldos superiores a los requeridos.

Igualmente, hemos incluido la Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR por sus siglas en inglés) primaria y secundaria. La cobertura primaria mide cuántas veces (x) se pueden cubrir los intereses devengados en el periodo con el flujo disponible en el mismo, mientras que la secundaria considera además del flujo disponible del periodo, el efectivo depositado en el Fondo de Contingencia. Históricamente, la cobertura primaria mínima es de 0.99x, mientras que la cobertura secundaria mínima es de 3.99x.

La cuenta de Inversión General es la cuenta en la que se depositan los ingresos generados por el cobro de cuotas de peaje de los libramientos, mismos que se distribuyen a las demás cuentas del Fideicomiso de acuerdo con lo estipulado en la prelación de pagos y en los documentos de la Emisión. La cuenta de Pagos, como su nombre lo indica, es la cuenta a través de la cual se realizan todos los pagos del Fideicomiso.

En la cuenta del Fondo de Contraprestaciones se reservan los pagos correspondientes a las contraprestaciones que la Concesionaria debe realizar cada año a la Secretaría de Comunicaciones y Transportes o al Gobierno del Estado de Zacatecas, según corresponda. A ésta se transfiere mensualmente el 0.5% de los ingresos netos recibidos del cobro de cuotas de peaje.

Finalmente, la cuenta del Fondo de Mantenimiento Mayor es en la cual se reservan los gastos estimados de Mantenimiento Mayor. Esta cuenta se fondea mensualmente con las cantidades acordadas por el Comité Técnico. En la última sesión del Comité Técnico, llevada a cabo el pasado 27 de agosto, se acordó que a partir del mes de septiembre, y hasta en tanto no se instruya otro monto derivado del presupuesto para 2014, la aportación mensual al Fondo de Mantenimiento Mayor sea por la cantidad de P\$800,000.00.

De los Libramientos

La fuente de pago de la Emisión FREZAC 05 está constituida por los flujos presentes y futuros derivados del cobro de cuotas de peaje en los siguientes tramos ubicados en el Estado de Zacatecas:

- a) Libramiento Calera – Enrique Estrada
- b) Libramiento Fresnillo
- c) Libramiento Noreste de Zacatecas

Al momento de llevarse a cabo la Emisión, este último tramo se encontraba en su etapa final de construcción e inició operaciones durante el mes de diciembre de ese mismo año, mientras que los libramientos Fresnillo y Calera – Enrique Estrada llevaban poco más de 13 y 11 años en operación respectivamente.

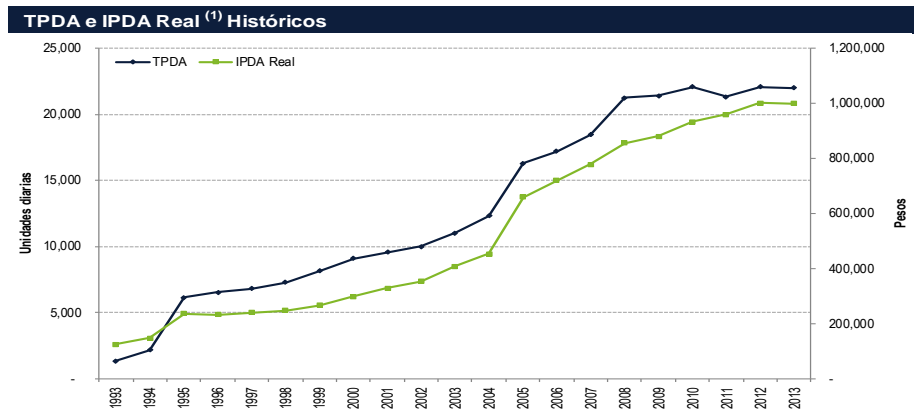
Los libramientos de Fresnillo y Calera – Enrique Estrada corresponden a una concesión federal, otorgada en marzo de 1992 y cuyo vencimiento es en marzo de 2022. El Libramiento Noreste de Zacatecas fue otorgado en concesión por el Gobierno del Estado de Zacatecas el 16 de junio de 2003 cuyo plazo de vigencia –de acuerdo con el Título de Concesión– sería el necesario para pagar los financiamientos obtenidos y la recuperación de las inversiones y los rendimientos pactados con un plazo inicial de 10 años, el cual se cumplió el 16 de junio de 2013.

Siendo que el plazo inicial del Título de Concesión no fue suficiente para pagar los financiamientos adquiridos, ni para recuperar las inversiones y los rendimientos pactados, el 15 de junio de 2013 se concedió una prórroga para extender el plazo original por: i) diez años más, o ii) el tiempo necesario para que la Concesionaria recupere la inversión, **pague los financiamientos adquiridos**, y obtenga los rendimientos pactados; lo que ocurra primero.

En caso de ocurrir lo primero, la concesión vencerá en junio de 2023, mientras que la fecha de vencimiento de los CBFs FREZAC 05 es el 2 de marzo de 2020. La segunda condición, por otra parte, asegura que la concesión se mantendrá vigente en tanto el monto total de los certificados no sea amortizado.

La siguiente gráfica muestra los niveles históricos de TPDA e IPDA Real de los libramientos.

Gráfica 1



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria

(1) Información presentada a precios de enero de 2013. TPDA e IPDA Real de 2013 calculados con información al cierre de octubre de 2013

En esta sección presentaremos el análisis realizado al tráfico total de los tres libramientos, sin embargo hemos incluido en el Anexo I un análisis detallado para cada uno de éstos.

La siguiente tabla muestra el Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) y el Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) para el periodo comprendido entre los años 1993 y 2013. Como se puede observar, hemos presentado el IPDA

tanto en pesos nominales como en pesos reales (a precios de enero de 2013).

Tabla 3

TPDA e IPDA Histórico						
Año	TPDA		IPDA Real ⁽¹⁾		IPDA Nominal	
		Var %		Var %		Var %
1993	1,326		124,022		20,715	
1994	2,139	61.26%	146,167	17.86%	26,012	25.57%
1995	6,135	186.86%	234,827	60.66%	57,677	121.74%
1996	6,531	6.45%	232,134	-1.15%	74,906	29.87%
1997	6,809	4.25%	239,685	3.25%	93,341	24.61%
1998	7,282	6.95%	247,225	3.15%	111,512	19.47%
1999	8,144	11.84%	265,363	7.34%	139,460	25.06%
2000	9,089	11.61%	297,349	12.05%	171,010	22.62%
2001	9,550	5.07%	328,776	10.57%	201,047	17.56%
2002	10,005	4.76%	352,657	7.26%	226,598	12.71%
2003	11,014	10.09%	407,082	15.43%	273,336	20.63%
2004	12,296	11.63%	453,679	11.45%	318,853	16.65%
2005	16,305	32.61%	659,671	45.40%	484,889	52.07%
2006	17,214	5.58%	719,699	9.10%	545,080	12.41%
2007	18,467	7.28%	778,524	8.17%	613,266	12.51%
2008	21,267	15.16%	855,439	9.88%	708,139	15.47%
2009	21,405	0.65%	881,119	3.00%	767,912	8.44%
2010	22,081	3.16%	933,908	5.99%	847,569	10.37%
2011	21,330	-3.40%	959,251	2.71%	900,345	6.23%
2012	22,079	3.51%	1,001,188	4.37%	978,158	8.64%
2013 ⁽²⁾	21,997	-0.37%	999,135	-0.21%	1,009,683	3.22%
TMAC₉₄₋₁₂	13.85%		11.28%		22.32%	
TMAC₉₆₋₁₂	7.91%		9.57%		17.42%	
TMAC₀₆₋₁₂	4.24%		5.66%		10.24%	
TMAC₀₈₋₁₂	0.94%		4.01%		8.41%	

Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria

(1) Información presentada a precios de enero de 2013. (2) Información al cierre de octubre de 2013.

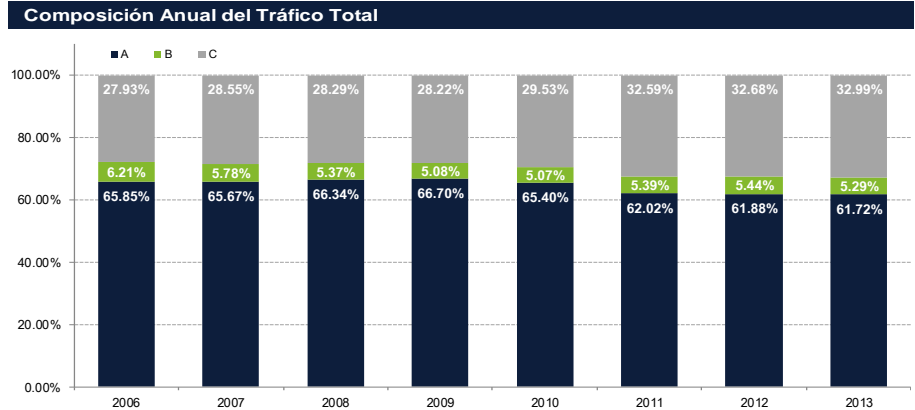
Los últimos renglones de la Tabla 3 muestran la Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) para distintos periodos. Para el cálculo de estas tasas hemos considerado únicamente años completos de operación. De los tres tramos analizados, el Libramiento de Fresnillo entró en operación en marzo de 1993, seguido del Libramiento Calera – Enrique Estrada en marzo de 1995 y finalmente el Libramiento Noreste de Zacatecas en diciembre de 2005. Por lo tanto, la primera TMAC que considera los tres tramos en operación es la correspondiente al periodo 2006-2012, que muestra un crecimiento de 4.24% en el TPDA y de 5.66% en el IPDA Real¹.

Durante los últimos 5 años completos de operaciones (2008-2012) el crecimiento promedio del TPDA ha sido de 0.94%, con un crecimiento en el IPDA Real de 4.01%. El TPDA se ha visto afectado por la situación de inseguridad prevaleciente en el país, sin embargo, a pesar de esto el IPDA Real muestra durante el mismo periodo una TMAC de 4.01%.

Lo anterior se debe principalmente al cambio en la composición de la mezcla vehicular, la cual se ha visto favorecida por un incremento en la participación de los camiones de carga en los libramientos de Fresnillo y Zacatecas a costa de una disminución en la participación de automóviles, como se muestra en la siguiente gráfica.

¹ La información presentada en este reporte en términos reales está calculada a precios de enero de 2013.

Gráfica 2

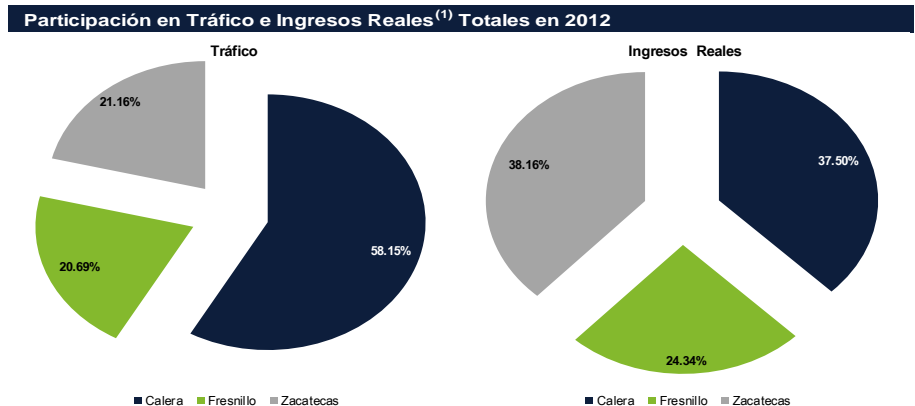


Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria.
Información de 2013 incluye hasta el mes de octubre.

Al cierre de octubre de 2013, la participación de los camiones (C) en el tráfico total cerró en 32.99%, lo cual representa un crecimiento de 18.12% desde 2006. Durante el mismo periodo los automóviles (A) y los autobuses (B) han sufrido caídas de 6.27% y 14.81% respectivamente. Como hemos mencionado antes, este cambio en la mezcla vehicular total –y el correspondiente incremento en el IPDA Real– se debe principalmente a cambios en la composición del tráfico de los libramientos de Fresnillo y Zacatecas, en los cuales la participación de camiones se incrementó durante el periodo 2006-2012 en 20.21% y 50.92% respectivamente. La composición del tráfico en el Libramiento Calera – Enrique Estrada se ha mantenido relativamente constante durante el mismo periodo. Para conocer estos resultados a fondo, referimos al lector al Anexo I.

Durante el año 2012, la participación de cada uno de los libramientos en el tráfico y los ingresos reales totales se muestra a continuación.

Gráfica 3



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria
(1) Información presentada a precios de enero de 2013

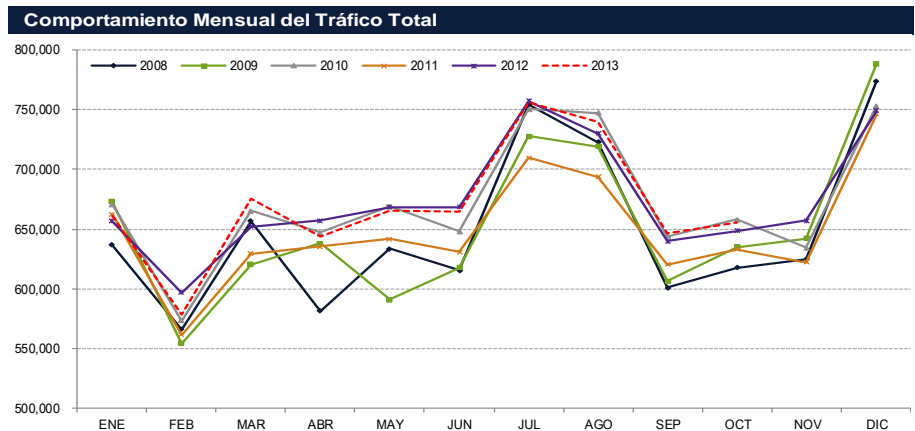
En la gráfica anterior podemos observar que si bien el Libramiento Calera – Enrique Estrada aporta más de la mitad del tráfico total, es el Libramiento Noreste de Zacatecas el que tiene mayor participación en los ingresos generados por los tres tramos. Al cierre de octubre de 2013 los porcentajes de participación no han tenido mayores cambios con respecto a los observados en 2012.

En cuanto a 2013, el bajo desempeño del TPDA y el IPDA Real se debe en gran parte al bajo crecimiento de la economía mexicana. En la Tabla 3 podemos ver que al cierre de octubre el TPDA de este año es de 21,997 unidades, y presenta una caída de -0.37% con respecto al TPDA de 2012. Sin embargo, el TPDA de 2012 de la Tabla 3 incluye los 12 meses de operación, mientras que el TPDA de 2013 incluye solamente los meses de enero a octubre. Considerando para ambos años solamente la operación de los primeros 10 meses del año, el TPDA de 2013 tiene un crecimiento de 0.51% con respecto al de 2012, que es de 21,885 unidades.

El IPDA Real, por su parte, presenta al cierre de octubre de 2013 una caída de -0.08% con respecto al periodo enero-octubre de 2012.

En la siguiente gráfica se muestra el comportamiento mensual del tráfico total para el periodo 2008-2013.

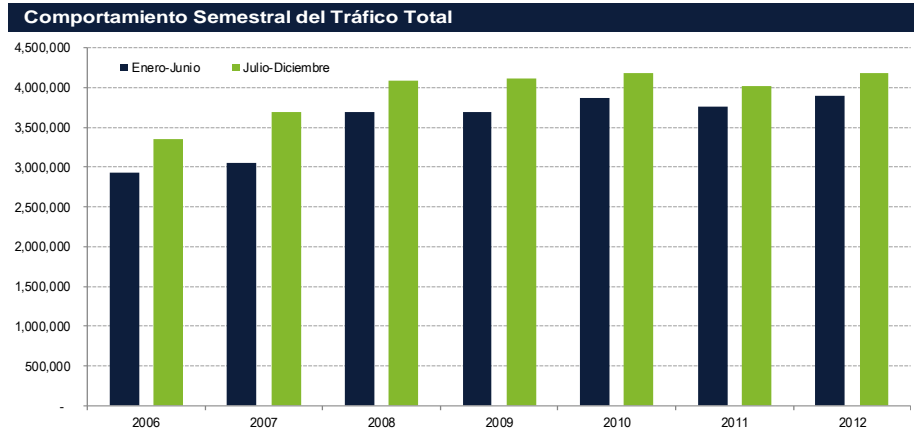
Gráfica 4



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria

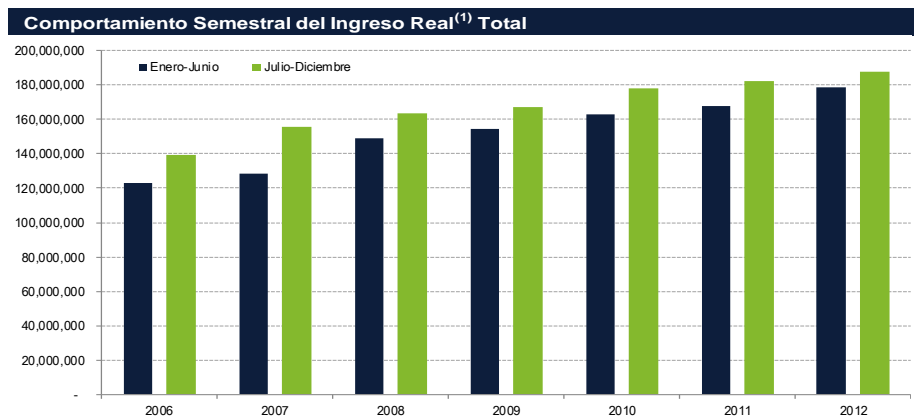
El tráfico de los 3 tramos en conjunto presenta una marcada estacionalidad a través de los años, con las mayores variaciones en los meses de marzo y abril, debido al periodo vacacional de Semana Santa. Además podemos ver que durante la segunda mitad del año, a pesar de mayores diferencias mes con mes, se registra una mayor cantidad de tráfico, y por lo tanto mayores ingresos, como podemos comprobar en las Gráficas 4 y 5.

Gráfica 5



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria

Gráfica 6



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria
 (1) Información presentada a precios de enero de 2013

Del Análisis

Como parte del proceso de revisión, llevamos a cabo una nueva proyección del tráfico anual esperado para los tres tramos, y partiendo de la información histórica del tráfico y los ingresos de los libramientos, hemos considerado para nuestro análisis dos escenarios: Base y Estrés. Para cada uno de dichos escenarios se consideraron distintas tasas de crecimiento del tráfico vehicular, además de las proyecciones para las principales variables macroeconómicas elaboradas por esta Agencia Calificadora bajo los mismos escenarios.

Tomando en cuenta que el crecimiento de la economía es una determinante importante del crecimiento del tráfico vehicular, las tasas de crecimiento del tráfico en los escenarios Base y Estrés toman en consideración la proporción

observada entre el desempeño del Producto Interno Bruto (PIB) y el tráfico histórico de los libramientos.

En esta sección presentaremos los resultados de tráfico e ingresos totales, sin embargo durante nuestro proceso de análisis hemos considerado cada uno de los tramos por separado, diferenciando entre éstos tasas de crecimiento del tráfico, composición de la mezcla vehicular, estacionalidad y tarifas.

Como hemos visto en la sección anterior, durante el periodo 2008-2012 la TMAC del TPDA fue de 0.94%, mientras que la TMAC del IPDA Real en el mismo periodo fue de 4.01%. La siguiente tabla muestra el comportamiento del TPDA y el IPDA Real en los escenarios Base y Estrés durante el plazo restante de la Emisión.

Tabla 4

TPDA e IPDA Real en los Escenarios Base y Estrés								
Año	TPDA				IPDA Real ⁽¹⁾			
	Base	Var %	Estrés	Var %	Base	Var %	Estrés	Var %
2012	22,079		22,079		863,093		863,093	
2013 ⁽²⁾	22,228	0.67%	21,775	-1.38%	875,422	1.43%	858,291	-0.56%
2014	22,405	0.79%	15,530	-28.68%	891,103	1.79%	637,143	-25.77%
2015	22,658	1.13%	13,532	-12.86%	898,259	0.80%	561,810	-11.82%
2016	22,887	1.01%	12,271	-9.32%	904,739	0.72%	514,049	-8.50%
2017	23,139	1.10%	11,028	-10.13%	911,861	0.79%	466,783	-9.19%
2018	23,425	1.24%	9,773	-11.37%	919,962	0.89%	418,902	-10.26%
2019	23,750	1.39%	8,578	-12.23%	929,170	1.00%	373,029	-10.95%
2020	24,142	1.65%	7,408	-13.64%	940,260	1.19%	327,850	-12.11%
TMAC₁₃₋₂₀	1.19%		-14.28%		1.03%		-12.85%	

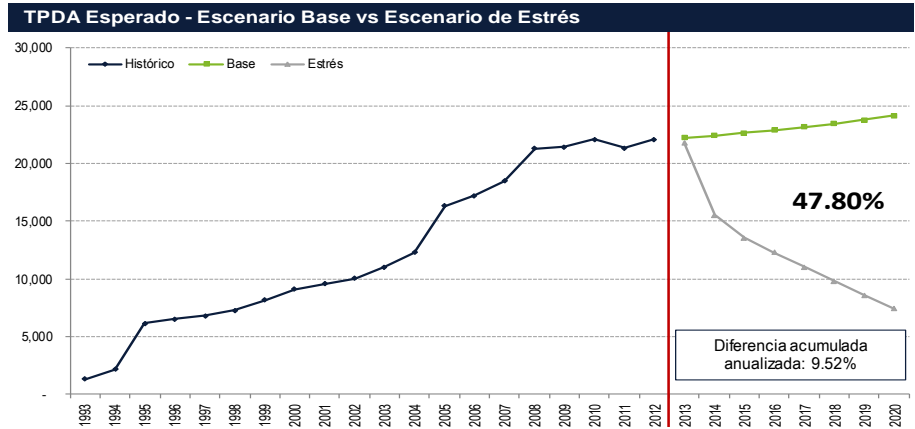
Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria

(1) Información presentada a precios de enero de 2013 y sin IVA. (2) 2013 incorpora el tráfico observado para los meses de enero a octubre, y las proyecciones para noviembre y diciembre.

El último renglón de la tabla anterior muestra la $TMAC_{13-20}$, es decir, la tasa promedio de crecimiento durante los años 2013 a 2020 para el TPDA y el IPDA Real. En el escenario Base hemos supuesto que el TPDA crecerá cada año un promedio de 1.19%, con un crecimiento del IPDA Real de 1.03% promedio anual. En el escenario de Estrés hemos supuesto que durante los próximos 7 años tanto el TPDA como el IPDA Real presentarán caídas constantes, con tasas de crecimiento de -14.28% y -12.85% respectivamente.

Las Gráficas 7 y 8 presentadas a continuación muestran las trayectorias históricas del TPDA y del IPDA Real de los libramientos, y las esperadas bajo ambos escenarios.

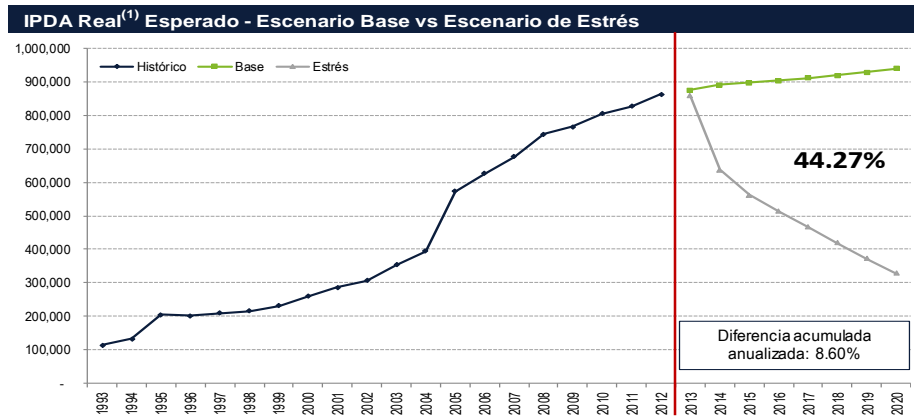
Gráfica 7



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria y proyecciones propias

Durante los próximos 7 años, el tráfico acumulado de la autopista en el escenario de Estrés es 47.80% menor que el esperado en el escenario Base. En cuanto a los ingresos proyectados en nuestro escenario de Estrés, éstos serán en términos reales 44.27% menores que los del escenario Base.

Gráfica 8



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria y proyecciones propias

(1) Información presentada a precios de enero de 2013 y sin IVA.

Escenario Base

Como hemos mencionado antes, en nuestro escenario Base hemos supuesto que el TPDA y el IPDA Real tendrán una TMAC₁₃₋₂₀ de 1.19% y 1.03% respectivamente. Bajo estos supuestos, el comportamiento de los saldos del Fideicomiso se muestra a continuación.

Tabla 5

Posible Comportamiento de los Saldos del Fideicomiso 232947 en el Escenario Base									
Cupón	Periodo		Ingresos	Gastos	Excedente F. Contingencia ⁽¹⁾	FEDSD ⁽²⁾	Intereses	Amortización	Remanentes
	Del	Al							
32	01-sep-13	01-dic-13	92,061,362	32,229,812	-	59,831,550	13,869,272	45,962,278	-
33	01-dic-13	01-mar-14	89,263,856	17,887,663	3,194,966	71,376,193	12,510,009	62,061,150	-
34	01-mar-14	01-jun-14	81,539,662	17,694,558	3,360,072	63,845,104	11,669,991	55,535,185	-
35	01-jun-14	01-sep-14	89,737,353	17,899,500	4,002,908	71,837,853	10,669,264	65,171,497	-
36	01-sep-14	01-dic-14	80,488,862	17,668,288	3,777,285	62,820,574	9,724,942	56,872,916	-
37	01-dic-14	01-mar-15	87,977,416	18,302,354	4,578,430	69,675,062	8,580,335	65,673,156	-
38	01-mar-15	01-jun-15	85,100,455	18,230,430	3,102,203	66,870,025	7,804,784	62,167,444	-
39	01-jun-15	01-sep-15	93,648,330	18,444,127	4,797,894	75,204,203	6,605,311	73,396,787	-
40	01-sep-15	01-dic-15	84,013,558	18,203,258	5,890,108	65,810,300	5,132,784	66,567,625	-
41	01-dic-15	01-mar-16	91,946,327	18,872,562	5,082,625	73,073,765	3,862,127	74,294,263	-
42	01-mar-16	01-jun-16	89,042,368	18,799,963	5,236,700	70,242,405	2,552,952	72,926,152	-
43	01-jun-16	01-sep-16	97,978,895	19,023,376	5,815,870	78,955,519	1,098,985	55,121,547	28,550,857
44	01-sep-16	01-dic-16	87,914,148	18,771,757	4,395,940	69,142,391	-	-	73,538,331
45	01-dic-16	01-mar-17	95,815,791	19,437,383	-	76,378,408	-	-	76,378,408
46	01-mar-17	01-jun-17	92,588,611	19,356,704	-	73,231,907	-	-	73,231,907
47	01-jun-17	01-sep-17	101,872,832	19,588,809	-	82,284,023	-	-	82,284,023
48	01-sep-17	01-dic-17	91,425,507	19,327,626	-	72,097,881	-	-	72,097,881
49	01-dic-17	01-mar-18	99,965,734	20,053,665	-	79,912,069	-	-	79,912,069
50	01-mar-18	01-jun-18	96,825,596	19,975,161	-	76,850,435	-	-	76,850,435
51	01-jun-18	01-sep-18	106,525,055	20,217,648	-	86,307,407	-	-	86,307,407
52	01-sep-18	01-dic-18	95,620,884	19,945,043	-	75,675,841	-	-	75,675,841
53	01-dic-18	01-mar-19	104,577,853	22,800,874	-	81,776,979	-	-	81,776,979
54	01-mar-19	01-jun-19	101,350,514	20,616,613	-	80,733,901	-	-	80,733,901
55	01-jun-19	01-sep-19	111,492,005	20,870,150	-	90,621,855	-	-	90,621,855
56	01-sep-19	01-dic-19	100,102,899	20,585,423	-	79,517,476	-	-	79,517,476
57	01-dic-19	01-mar-20	109,749,671	21,372,591	-	88,377,080	-	-	88,377,080

Fuente: HR Ratings con base en proyecciones propias.

Información presentada en pesos nominales. (1) El excedente del Fondo de Contingencia se utiliza solamente para realizar amortizaciones. (2) Flujo de Efectivo Disponible para el Servicio de la Deuda = Ingresos - Gastos.

Dentro de los gastos considerados en la Tabla 5 se encuentran la contraprestación que se debe pagar por las tres concesiones, los gastos de mantenimiento de la emisión, gastos de operación y administración de los libramientos, gastos de mantenimiento menor y la actualización del Fondo de Mantenimiento Mayor conforme a lo acordado en el Comité Técnico.

De acuerdo con los documentos de la Emisión, el Fondo de Contingencia debe mantener en todo momento un saldo suficiente para cubrir las próximas 4 fechas de pago de intereses, y el excedente de éste podrá utilizarse para realizar amortizaciones parciales del principal siempre que el monto total de amortización parcial en cada periodo no exceda el límite establecido en el Título de la Emisión.

En cada fecha de pago, en caso de existir cantidades remanentes una vez realizada la amortización parcial hasta el límite establecido, se entregará al Fideicomitente el 25% de dichos "remanentes repartibles", y el 75% restante se abonará al Fondo de Contingencia hasta alcanzar el valor nominal ajustado de los CBFs. Hasta este momento, en ninguna fecha de pago ha existido tal residual, y en nuestro escenario Base tampoco se genera dicha cantidad, pues el flujo excedente una vez cubiertos los intereses devengados en cada fecha de pago se aplica a prepagar los certificados sin alcanzar el límite de amortización acumulada establecida.

La siguiente tabla muestra el comportamiento de la deuda en el escenario Base.

Tabla 6

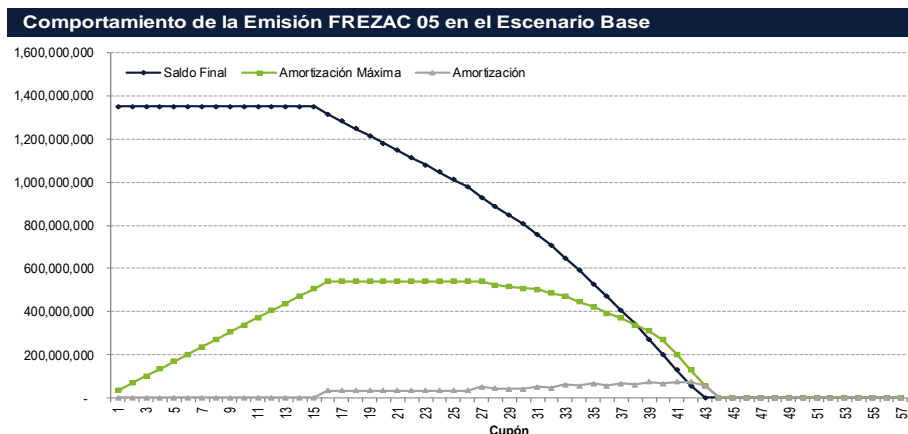
Posible Comportamiento de la Deuda en el Escenario Base										
Cupón	Periodo		Saldo Inicial	Intereses Devengados	Intereses Pagados con Flujo	Intereses Pagados con F. Cont.	Monto Máximo Amortizable		Amortización	Saldo Final
	Del	Al					Acumulado	En el Periodo		
1	15-nov-05	01-mar-06	1,350,000,000	47,819,250	47,819,250	-	33,750,000	33,750,000	-	1,350,000,000
2	01-mar-06	01-jun-06	1,350,000,000	37,260,000	37,260,000	-	67,500,000	67,500,000	-	1,350,000,000
3	01-jun-06	01-sep-06	1,350,000,000	36,535,500	36,535,500	-	101,250,000	101,250,000	-	1,350,000,000
4	01-sep-06	01-dic-06	1,350,000,000	35,490,000	35,490,000	-	135,000,000	135,000,000	-	1,350,000,000
5	01-dic-06	01-mar-07	1,350,000,000	35,741,250	35,741,250	-	168,750,000	168,750,000	-	1,350,000,000
6	01-mar-07	01-jun-07	1,350,000,000	36,466,500	36,466,500	-	202,500,000	202,500,000	-	1,350,000,000
7	01-jun-07	01-sep-07	1,350,000,000	37,191,000	37,191,000	-	236,250,000	236,250,000	-	1,350,000,000
8	01-sep-07	01-dic-07	1,350,000,000	36,547,875	36,547,875	-	270,000,000	270,000,000	-	1,350,000,000
9	01-dic-07	01-mar-08	1,350,000,000	37,435,125	37,435,125	-	303,750,000	303,750,000	-	1,350,000,000
10	01-mar-08	01-jun-08	1,350,000,000	37,570,500	37,570,500	-	337,500,000	337,500,000	-	1,350,000,000
11	01-jun-08	01-sep-08	1,350,000,000	37,570,500	37,570,500	-	371,250,000	371,250,000	-	1,350,000,000
12	01-sep-08	01-dic-08	1,350,000,000	39,858,000	39,858,000	-	405,000,000	405,000,000	-	1,350,000,000
13	01-dic-08	01-mar-09	1,350,000,000	39,791,250	39,791,250	-	438,750,000	438,750,000	-	1,350,000,000
14	01-mar-09	01-jun-09	1,350,000,000	37,053,000	37,053,000	-	472,500,000	472,500,000	-	1,350,000,000
15	01-jun-09	01-sep-09	1,350,000,000	28,635,000	28,635,000	-	506,250,000	506,250,000	-	1,350,000,000
16	01-sep-09	01-dic-09	1,350,000,000	27,027,000	27,027,000	-	540,000,000	540,000,000	33,750,000	1,316,250,000
17	01-dic-09	01-mar-10	1,316,250,000	26,390,813	26,390,813	-	573,750,000	540,000,000	33,750,000	1,282,500,000
18	01-mar-10	01-jun-10	1,282,500,000	26,285,550	26,285,550	-	607,500,000	540,000,000	33,750,000	1,248,750,000
19	01-jun-10	01-sep-10	1,248,750,000	25,466,175	25,466,175	-	641,250,000	540,000,000	33,750,000	1,215,000,000
20	01-sep-10	01-dic-10	1,215,000,000	24,324,300	24,324,300	-	675,000,000	540,000,000	33,750,000	1,181,250,000
21	01-dic-10	01-mar-11	1,181,250,000	23,182,031	23,182,031	-	708,750,000	540,000,000	33,750,000	1,147,500,000
22	01-mar-11	01-jun-11	1,147,500,000	22,873,500	22,873,500	-	742,500,000	540,000,000	33,750,000	1,113,750,000
23	01-jun-11	01-sep-11	1,113,750,000	22,314,600	22,314,600	-	776,250,000	540,000,000	33,750,000	1,080,000,000
24	01-sep-11	01-dic-11	1,080,000,000	21,212,100	21,212,100	-	810,000,000	540,000,000	33,750,000	1,046,250,000
25	01-dic-11	01-mar-12	1,046,250,000	20,522,775	20,522,775	-	843,750,000	540,000,000	33,750,000	1,012,500,000
26	01-mar-12	01-jun-12	1,012,500,000	20,053,125	20,053,125	-	877,500,000	540,000,000	33,750,000	978,750,000
27	01-jun-12	01-sep-12	978,750,000	19,359,675	19,359,675	-	911,250,000	540,000,000	50,000,000	928,750,000
28	01-sep-12	01-dic-12	928,750,000	18,217,947	18,217,947	-	945,000,000	523,750,000	43,000,000	885,750,000
29	01-dic-12	01-mar-13	885,750,000	17,316,413	17,316,413	-	978,750,000	514,500,000	40,000,000	845,750,000
30	01-mar-13	01-jun-13	845,750,000	16,772,162	16,772,162	-	1,012,500,000	508,250,000	40,000,000	805,750,000
31	01-jun-13	01-sep-13	805,750,000	14,949,348	14,949,348	-	1,046,250,000	502,000,000	50,000,000	755,750,000
32	01-sep-13	01-dic-13	755,750,000	13,869,272	13,869,272	-	1,080,000,000	485,750,000	45,962,278	709,787,722
33	01-dic-13	01-mar-14	709,787,722	12,510,009	12,510,009	-	1,113,750,000	473,537,722	62,061,150	647,726,572
34	01-mar-14	01-jun-14	647,726,572	11,669,991	11,669,991	-	1,147,500,000	445,226,572	55,535,185	592,191,387
35	01-jun-14	01-sep-14	592,191,387	10,669,264	10,669,264	-	1,181,250,000	423,441,387	65,171,497	527,019,890
36	01-sep-14	01-dic-14	527,019,890	9,724,942	9,724,942	-	1,215,000,000	392,019,890	56,872,916	470,146,974
37	01-dic-14	01-mar-15	470,146,974	8,580,335	8,580,335	-	1,248,750,000	368,896,974	65,673,156	404,473,818
38	01-mar-15	01-jun-15	404,473,818	7,804,784	7,804,784	-	1,282,500,000	336,973,818	62,167,444	342,306,374
39	01-jun-15	01-sep-15	342,306,374	6,605,311	6,605,311	-	1,316,250,000	308,556,374	73,396,787	268,909,587
40	01-sep-15	01-dic-15	268,909,587	5,132,784	5,132,784	-	1,350,000,000	268,909,587	66,567,625	202,341,962
41	01-dic-15	01-mar-16	202,341,962	3,862,127	3,862,127	-	1,350,000,000	202,341,962	74,294,263	128,047,699
42	01-mar-16	01-jun-16	128,047,699	2,552,952	2,552,952	-	1,350,000,000	128,047,699	72,926,152	55,121,547
43	01-jun-16	01-sep-16	55,121,547	1,098,985	1,098,985	-	1,350,000,000	55,121,547	55,121,547	-
44	01-sep-16	01-dic-16	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
45	01-dic-16	01-mar-17	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
46	01-mar-17	01-jun-17	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
47	01-jun-17	01-sep-17	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
48	01-sep-17	01-dic-17	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
49	01-dic-17	01-mar-18	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
50	01-mar-18	01-jun-18	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
51	01-jun-18	01-sep-18	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
52	01-sep-18	01-dic-18	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
53	01-dic-18	01-mar-19	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
54	01-mar-19	01-jun-19	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
55	01-jun-19	01-sep-19	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
56	01-sep-19	01-dic-19	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-
57	01-dic-19	01-mar-20	-	-	-	-	1,350,000,000	-	-	-

Fuente: HR Ratings con base en proyecciones propias. Información presentada en pesos nominales.

Como se puede ver en la tabla anterior, a partir del cupón 40 (diciembre de 2015) el monto máximo amortizable acumulado es de P\$1,350.00 millones, es decir, a partir de dicho cupón ya no hay un límite de amortización establecido, y se podrá amortizar la totalidad del saldo insoluto en cuanto se cuente con el efectivo suficiente para ello en las cuentas del Fideicomiso.

En el escenario Base propuesto por HR Ratings la deuda se termina de pagar en junio de 2016, es decir, 3.5 años antes del vencimiento legal de la Emisión, y el Fondo de Contingencia no se utiliza en ningún periodo.

Gráfica 9



Fuente: HR Ratings con base en proyecciones propias

Escenario de Estrés

En nuestro escenario de Estrés hemos supuesto que tanto el TPDA como el IPDA Real tendrán tasas de crecimiento negativas todos los años. La TMAC₁₃₋₂₀ del TPDA será de -14.28%, mientras que el IPDA Real crecerá en promedio -12.85% cada año. Además, hemos considerado un entorno macroeconómico de bajo crecimiento y baja inflación.

Bajo estas premisas, el comportamiento de los saldos del Fideicomiso se muestra a continuación.

Tabla 7

Posible Comportamiento de los Saldos del Fideicomiso 232947 en el Escenario de Estrés									
Cupón	Periodo		Ingresos	Gastos	Excedente F. Contingencia ⁽¹⁾	FEDSD ⁽²⁾	Intereses	Amortización	Remanentes
	Del	Al							
32	01-sep-13	01-dic-13	88,764,589	31,619,909	-	57,144,680	13,869,272	43,275,408	-
33	01-dic-13	01-mar-14	70,307,011	17,395,843	3,005,541	52,911,169	12,557,365	43,359,345	-
34	01-mar-14	01-jun-14	58,212,063	17,093,469	2,435,675	41,118,594	11,948,446	31,605,823	-
35	01-jun-14	01-sep-14	64,100,693	17,240,685	2,664,017	46,860,008	11,282,442	38,241,584	-
36	01-sep-14	01-dic-14	57,321,935	17,071,216	2,030,941	40,250,719	10,774,706	31,506,954	-
37	01-dic-14	01-mar-15	58,017,870	17,524,527	3,067,974	40,493,344	10,007,713	33,553,605	-
38	01-mar-15	01-jun-15	53,099,840	17,401,576	720,748	35,698,264	9,827,526	26,591,486	-
39	01-jun-15	01-sep-15	58,481,988	17,536,129	2,485,842	40,945,859	9,206,065	34,225,636	-
40	01-sep-15	01-dic-15	52,230,782	17,379,849	3,343,831	34,850,933	8,370,107	29,824,657	-
41	01-dic-15	01-mar-16	54,140,480	17,840,441	2,566,005	36,300,039	7,728,606	31,137,438	-
42	01-mar-16	01-jun-16	50,257,690	17,743,371	1,045,894	32,514,319	7,467,133	26,093,081	-
43	01-jun-16	01-sep-16	55,358,935	17,870,902	2,119,697	37,488,032	6,937,208	32,670,522	-
44	01-sep-16	01-dic-16	49,392,908	17,721,751	2,830,901	31,671,156	6,229,483	28,272,575	-
45	01-dic-16	01-mar-17	50,786,498	18,140,355	2,433,314	32,646,143	5,621,154	29,458,302	-
46	01-mar-17	01-jun-17	46,807,725	18,040,886	722,517	28,766,839	5,440,525	24,048,831	-
47	01-jun-17	01-sep-17	51,566,183	18,159,847	1,768,482	33,406,336	4,998,405	30,176,412	-
48	01-sep-17	01-dic-17	45,955,619	18,019,583	2,412,288	27,936,036	4,395,333	25,952,990	-
49	01-dic-17	01-mar-18	47,202,887	18,506,417	2,060,220	28,696,469	3,880,278	26,876,412	-
50	01-mar-18	01-jun-18	43,387,694	18,411,037	1,573,744	24,976,656	3,486,842	23,063,559	-
51	01-jun-18	01-sep-18	47,806,294	18,521,502	1,703,080	29,284,792	3,061,072	27,926,800	-
52	01-sep-18	01-dic-18	42,544,271	18,389,952	2,172,871	24,154,319	2,517,854	23,809,335	-
53	01-dic-18	01-mar-19	43,589,821	18,884,132	1,830,604	24,705,688	2,060,203	24,476,090	-
54	01-mar-19	01-jun-19	39,900,841	18,791,908	1,838,856	21,108,934	1,600,489	21,347,300	-
55	01-jun-19	01-sep-19	43,972,102	18,893,689	1,525,220	25,078,413	1,219,184	25,384,448	-
56	01-sep-19	01-dic-19	39,066,408	18,771,047	1,846,960	20,295,361	757,444	21,384,877	-
57	01-dic-19	01-mar-20	39,883,596	19,273,478	1,511,297	20,610,118	379,620	21,486,530	255,265

Fuente: HR Ratings con base en proyecciones propias. Información presentada en pesos nominales. (1) El excedente del Fondo de Contingencia se utiliza solamente para realizar amortizaciones. (2) Flujo de Efectivo Disponible para el Servicio de la Deuda = Ingresos - Gastos.

Considerando el periodo restante de la Emisión, los ingresos generados en el escenario de Estrés son 45.57% en términos nominales y 44.27% en términos reales menores que los generados en nuestro escenario Base. El tráfico total, por su parte, es 47.80% menor en este escenario.

Bajo el escenario de Estrés, el posible comportamiento de la deuda se muestra a continuación.

Tabla 8

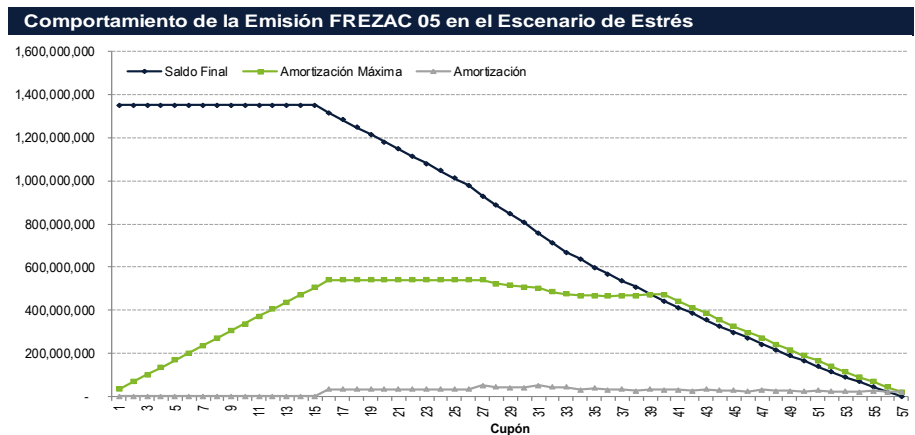
Posible Comportamiento de la Deuda en el Escenario de Estrés										
Cupón	Periodo		Saldo Inicial	Intereses Devengados	Intereses Pagados		Monto Máximo Amortizable		Amortización	Saldo Final
	Del	Al			con Flujo	con F. Cont.	Acumulado	En el Periodo		
1	15-nov-05	01-mar-06	1,350,000,000	47,819,250	47,819,250	-	33,750,000	33,750,000	-	1,350,000,000
2	01-mar-06	01-jun-06	1,350,000,000	37,260,000	37,260,000	-	67,500,000	67,500,000	-	1,350,000,000
3	01-jun-06	01-sep-06	1,350,000,000	36,535,500	36,535,500	-	101,250,000	101,250,000	-	1,350,000,000
4	01-sep-06	01-dic-06	1,350,000,000	35,490,000	35,490,000	-	135,000,000	135,000,000	-	1,350,000,000
5	01-dic-06	01-mar-07	1,350,000,000	35,741,250	35,741,250	-	168,750,000	168,750,000	-	1,350,000,000
6	01-mar-07	01-jun-07	1,350,000,000	36,466,500	36,466,500	-	202,500,000	202,500,000	-	1,350,000,000
7	01-jun-07	01-sep-07	1,350,000,000	37,191,000	37,191,000	-	236,250,000	236,250,000	-	1,350,000,000
8	01-sep-07	01-dic-07	1,350,000,000	36,547,875	36,547,875	-	270,000,000	270,000,000	-	1,350,000,000
9	01-dic-07	01-mar-08	1,350,000,000	37,435,125	37,435,125	-	303,750,000	303,750,000	-	1,350,000,000
10	01-mar-08	01-jun-08	1,350,000,000	37,570,500	37,570,500	-	337,500,000	337,500,000	-	1,350,000,000
11	01-jun-08	01-sep-08	1,350,000,000	37,570,500	37,570,500	-	371,250,000	371,250,000	-	1,350,000,000
12	01-sep-08	01-dic-08	1,350,000,000	39,858,000	39,858,000	-	405,000,000	405,000,000	-	1,350,000,000
13	01-dic-08	01-mar-09	1,350,000,000	39,791,250	39,791,250	-	438,750,000	438,750,000	-	1,350,000,000
14	01-mar-09	01-jun-09	1,350,000,000	37,053,000	37,053,000	-	472,500,000	472,500,000	-	1,350,000,000
15	01-jun-09	01-sep-09	1,350,000,000	28,635,000	28,635,000	-	506,250,000	506,250,000	-	1,350,000,000
16	01-sep-09	01-dic-09	1,350,000,000	27,027,000	27,027,000	-	540,000,000	540,000,000	33,750,000	1,316,250,000
17	01-dic-09	01-mar-10	1,316,250,000	26,390,813	26,390,813	-	573,750,000	540,000,000	33,750,000	1,282,500,000
18	01-mar-10	01-jun-10	1,282,500,000	26,285,550	26,285,550	-	607,500,000	540,000,000	33,750,000	1,248,750,000
19	01-jun-10	01-sep-10	1,248,750,000	25,466,175	25,466,175	-	641,250,000	540,000,000	33,750,000	1,215,000,000
20	01-sep-10	01-dic-10	1,215,000,000	24,324,300	24,324,300	-	675,000,000	540,000,000	33,750,000	1,181,250,000
21	01-dic-10	01-mar-11	1,181,250,000	23,182,031	23,182,031	-	708,750,000	540,000,000	33,750,000	1,147,500,000
22	01-mar-11	01-jun-11	1,147,500,000	22,873,500	22,873,500	-	742,500,000	540,000,000	33,750,000	1,113,750,000
23	01-jun-11	01-sep-11	1,113,750,000	22,314,600	22,314,600	-	776,250,000	540,000,000	33,750,000	1,080,000,000
24	01-sep-11	01-dic-11	1,080,000,000	21,212,100	21,212,100	-	810,000,000	540,000,000	33,750,000	1,046,250,000
25	01-dic-11	01-mar-12	1,046,250,000	20,522,775	20,522,775	-	843,750,000	540,000,000	33,750,000	1,012,500,000
26	01-mar-12	01-jun-12	1,012,500,000	20,053,125	20,053,125	-	877,500,000	540,000,000	33,750,000	978,750,000
27	01-jun-12	01-sep-12	978,750,000	19,359,675	19,359,675	-	911,250,000	540,000,000	50,000,000	928,750,000
28	01-sep-12	01-dic-12	928,750,000	18,217,947	18,217,947	-	945,000,000	523,750,000	43,000,000	885,750,000
29	01-dic-12	01-mar-13	885,750,000	17,316,413	17,316,413	-	978,750,000	514,500,000	40,000,000	845,750,000
30	01-mar-13	01-jun-13	845,750,000	16,772,162	16,772,162	-	1,012,500,000	508,250,000	40,000,000	805,750,000
31	01-jun-13	01-sep-13	805,750,000	14,949,348	14,949,348	-	1,046,250,000	502,000,000	50,000,000	755,750,000
32	01-sep-13	01-dic-13	755,750,000	13,869,272	13,869,272	-	1,080,000,000	485,750,000	43,275,408	712,474,592
33	01-dic-13	01-mar-14	712,474,592	12,557,365	12,557,365	-	1,113,750,000	476,224,592	43,359,345	669,115,247
34	01-mar-14	01-jun-14	669,115,247	11,948,446	11,948,446	-	1,147,500,000	466,615,247	31,605,823	637,509,424
35	01-jun-14	01-sep-14	637,509,424	11,282,442	11,282,442	-	1,181,250,000	468,759,424	38,241,584	599,267,840
36	01-sep-14	01-dic-14	599,267,840	10,774,706	10,774,706	-	1,215,000,000	464,267,840	31,506,954	567,760,886
37	01-dic-14	01-mar-15	567,760,886	10,007,713	10,007,713	-	1,248,750,000	466,510,886	33,553,605	534,207,281
38	01-mar-15	01-jun-15	534,207,281	9,827,526	9,827,526	-	1,282,500,000	466,707,281	26,591,486	507,615,795
39	01-jun-15	01-sep-15	507,615,795	9,206,065	9,206,065	-	1,316,250,000	473,865,795	34,225,636	473,390,159
40	01-sep-15	01-dic-15	473,390,159	8,370,107	8,370,107	-	1,350,000,000	473,390,159	29,824,657	443,565,502
41	01-dic-15	01-mar-16	443,565,502	7,728,606	7,728,606	-	1,380,000,000	443,565,502	31,137,438	412,428,064
42	01-mar-16	01-jun-16	412,428,064	7,467,133	7,467,133	-	1,350,000,000	412,428,064	26,093,081	386,334,983
43	01-jun-16	01-sep-16	386,334,983	6,937,208	6,937,208	-	1,350,000,000	386,334,983	32,670,522	353,664,461
44	01-sep-16	01-dic-16	353,664,461	6,229,483	6,229,483	-	1,350,000,000	353,664,461	28,272,575	325,391,886
45	01-dic-16	01-mar-17	325,391,886	5,621,154	5,621,154	-	1,350,000,000	325,391,886	29,458,302	295,933,584
46	01-mar-17	01-jun-17	295,933,584	5,440,525	5,440,525	-	1,350,000,000	295,933,584	24,048,831	271,884,753
47	01-jun-17	01-sep-17	271,884,753	4,998,405	4,998,405	-	1,350,000,000	271,884,753	30,176,412	241,708,341
48	01-sep-17	01-dic-17	241,708,341	4,395,333	4,395,333	-	1,350,000,000	241,708,341	25,952,990	215,755,351
49	01-dic-17	01-mar-18	215,755,351	3,880,278	3,880,278	-	1,350,000,000	215,755,351	26,876,412	188,878,939
50	01-mar-18	01-jun-18	188,878,939	3,486,842	3,486,842	-	1,350,000,000	188,878,939	23,063,559	165,815,380
51	01-jun-18	01-sep-18	165,815,380	3,061,072	3,061,072	-	1,350,000,000	165,815,380	27,926,800	137,888,580
52	01-sep-18	01-dic-18	137,888,580	2,517,854	2,517,854	-	1,350,000,000	137,888,580	23,809,335	114,079,245
53	01-dic-18	01-mar-19	114,079,245	2,060,203	2,060,203	-	1,350,000,000	114,079,245	24,476,090	89,603,155
54	01-mar-19	01-jun-19	89,603,155	1,600,489	1,600,489	-	1,350,000,000	89,603,155	21,347,300	68,255,855
55	01-jun-19	01-sep-19	68,255,855	1,219,184	1,219,184	-	1,350,000,000	68,255,855	25,384,448	42,871,407
56	01-sep-19	01-dic-19	42,871,407	757,444	757,444	-	1,350,000,000	42,871,407	21,384,877	21,486,530
57	01-dic-19	01-mar-20	21,486,530	379,620	379,620	-	1,350,000,000	21,486,530	21,486,530	-

Fuente: HR Ratings con base en proyecciones propias. Información presentada en pesos nominales.

Aun con 45.57% menos ingresos durante el plazo restante de los CBFs, el saldo de la deuda se liquida justo en la fecha de vencimiento establecida en los documentos de la Emisión. El flujo disponible para el servicio de la deuda

es suficiente en todos los periodos para cubrir los intereses devengados, y aplicar el restante junto con el saldo excedente del Fondo de Contingencia a prepagar el valor nominal ajustado de los certificados.

Gráfica 10



Fuente: HR Ratings con base en proyecciones propias

Conclusiones

La revisión a la alza de la calificación obedece principalmente a la prórroga de la Concesión del Libramiento Noreste de Zacatecas, y a que a pesar del bajo crecimiento observado entre enero y octubre de 2013 y de una caída acumulada en los ingresos de 44.27% en términos reales, el principal se amortiza dentro del plazo de vencimiento de la Emisión.

Con la prórroga otorgada a la concesión del Libramiento Noreste de Zacatecas, las fechas de vencimiento de las concesiones de los tres libramientos, cuyos ingresos derivados del cobro de cuotas de peaje constituyen la fuente de pago de la Emisión analizada, son posteriores al vencimiento legal de los certificados, con lo que se asegura que durante el plazo restante de los certificados los ingresos provendrán de los tres libramientos.

Aun cuando el TPDA y el IPDA Real al cierre de octubre de 2013 presentan bajas tasas de crecimiento –debido en parte al bajo crecimiento económico y a la situación de inseguridad prevaleciente en el país–, la tendencia de largo plazo de ambas variables muestra un crecimiento positivo. Además, durante los últimos años la composición de la mezcla vehicular en total, pero sobre todo en los Libramientos Fresnillo y Zacatecas ha cambiado de manera acelerada, con los camiones de carga ganando un 18.12% de participación entre 2006 y 2012.

En el Libramiento de Zacatecas, los camiones de carga han incrementado su participación en 50.92%, pasando de 32.60% del total de vehículos en 2006, a 49.20% en 2012. Por otra parte, en 2012 los ingresos del

Libramiento Noreste de Zacatecas representaron el 38.16% de los ingresos totales de los 3 libramientos.

De acuerdo con el análisis de sensibilidad realizado, y con respecto al escenario Base propuesto por HR Ratings, incluso con una caída acumulada en los ingresos nominales de 45.57% (44.27% en términos reales) el flujo disponible para el servicio de la deuda durante las 26 fechas de pago restantes es suficiente para cumplir en tiempo y forma con los compromisos adquiridos con los tenedores de los certificados.

ANEXOS

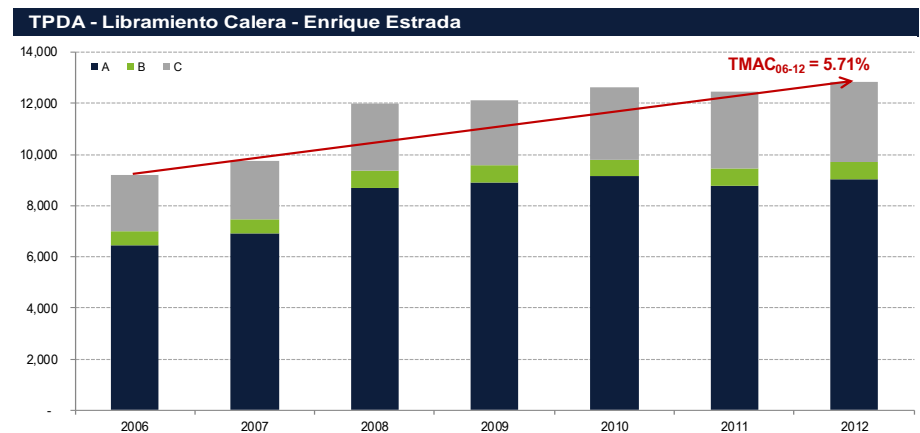
En esta sección presentamos el análisis histórico del tráfico y los ingresos de cada uno de los libramientos.

Libramiento Calera - Enrique Estrada

Durante el periodo 2006-2012 el TPDA del Libramiento Calera – Enrique Estrada tuvo una TMAC de 5.71%, mientras que el IPDA Real creció en promedio 6.32% cada año, como se muestra en las Gráficas 11 y 12.

En el periodo analizado, el único año en el cual el TPDA presentó un crecimiento negativo con respecto al año inmediato anterior fue 2011, con una caída de -1.20%, sin embargo durante 2012 el TPDA creció 3.01% con respecto a 2011, superando los niveles registrados en 2010.

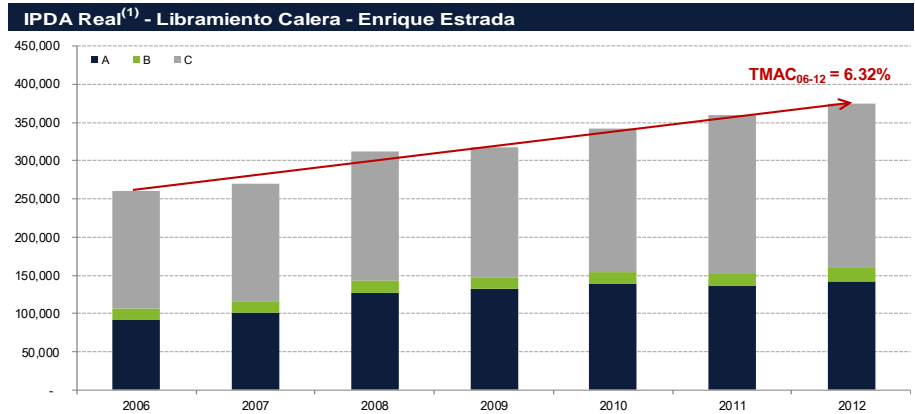
Gráfica 11



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria

La mayor parte del tráfico de este libramiento está constituido por automóviles (A), seguido por los camiones de carga (C) y finalmente los autobuses (B), que representan un porcentaje relativamente pequeño del tráfico total. Sin embargo, como se puede apreciar en la siguiente gráfica, debido a que las tarifas más altas son las cobradas a los camiones, éstos son los que tienen una mayor participación en la composición de los ingresos.

Gráfica 12

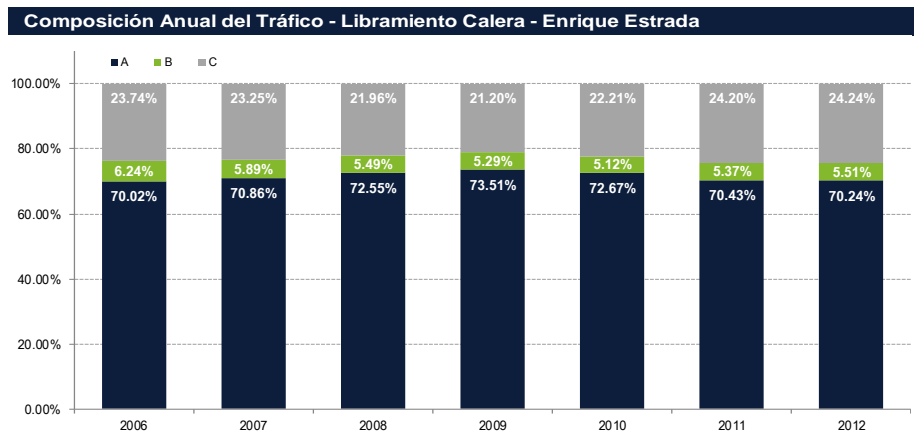


Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria
 (1) Información presentada a precios de enero de 2013

En 2012, los camiones contribuyeron con el 57.34% de los ingresos generados en el año, seguido por los automóviles con 37.95%. Los ingresos de los autobuses representaron solamente el 4.71% del total recaudado en el año.

La siguiente gráfica muestra la composición del tráfico en el Libramiento Calera – Enrique Estrada para los últimos 7 años completos de operación, en la cual se puede observar que durante el periodo mencionado la composición del tráfico se ha mantenido relativamente estable.

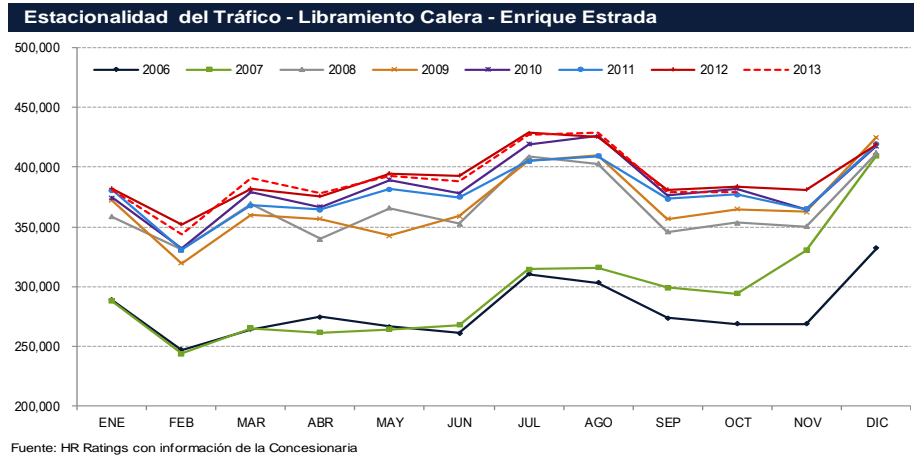
Gráfica 13



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria

En cuanto al comportamiento mensual del tráfico, en la Gráfica 14 podemos ver que el tráfico presenta una marcada estacionalidad año con año, con las usuales variaciones en los meses de marzo y abril, atribuibles al periodo vacacional de Semana Santa. La línea punteada corresponde a los niveles de tráfico mensual de enero a octubre de 2013.

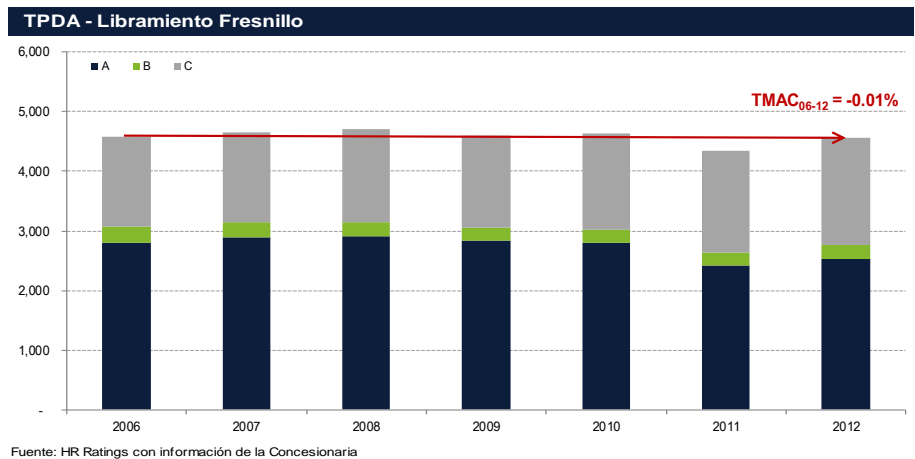
Gráfica 14



Libramiento Fresnillo

De los tres tramos analizados en el presente documento, el Libramiento de Fresnillo es el que se ha visto más afectado por la inseguridad de los últimos años en la zona. Durante el periodo 2006-2012 el TPDA muestra una TMAC de -0.01%, con caídas importantes en 2009 y 2011 de -2.45% y -6.24% respectivamente.

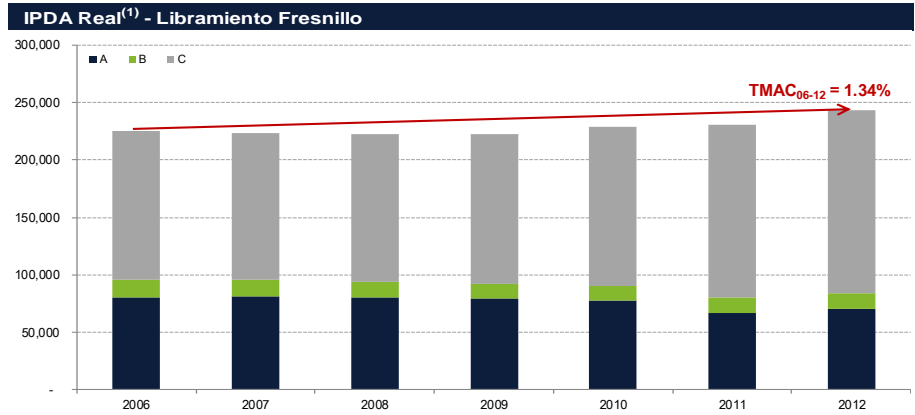
Gráfica 15



El TPDA de este libramiento no ha logrado recuperar el nivel máximo de 4,710 unidades de 2008. Sin embargo, empieza a mostrar señales de recuperación, con un crecimiento en 2012 de 5.19%, y de 0.23% en el TPDA registrado de enero a octubre del presente año.

En cuanto a los ingresos, a pesar del bajo crecimiento en el TPDA, la TMAC del IPDA Real en el periodo 2006-2012 es de 1.34%. Esto se debe a que durante el periodo analizado, la composición del tráfico en este tramo se ha visto favorecida con un incremento en la participación de camiones.

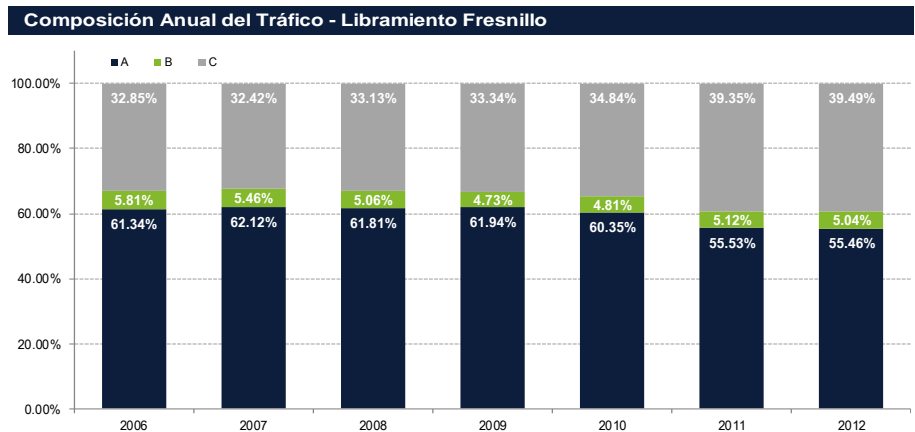
Gráfica 16



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria
(1) Información presentada a precios de enero de 2013

La siguiente gráfica muestra la composición del tráfico vehicular en el periodo 2006-2012.

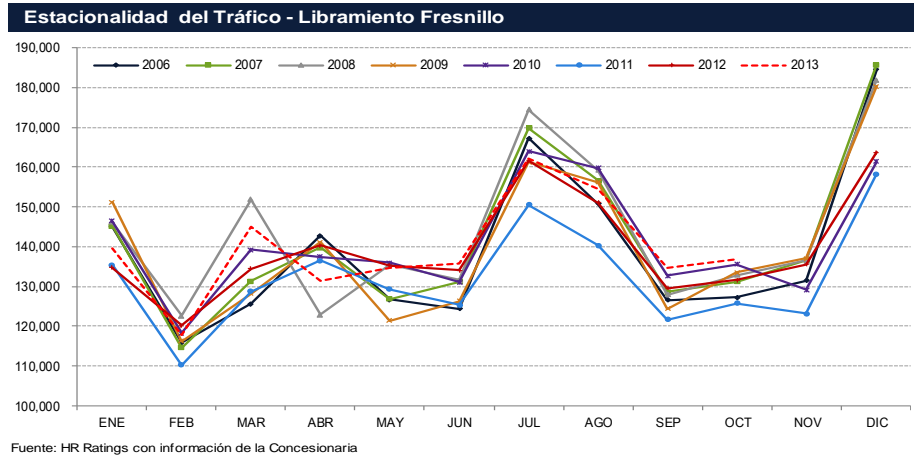
Gráfica 17



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria

En la Gráfica 17 podemos ver que la participación de los camiones en el total del tráfico ha crecido durante el periodo analizado 20.21%, pasando de 32.85% en 2006 a 39.49% en 2012. Los automóviles, aunque han reducido su participación, siguen siendo el componente mayoritario, con 55.46% del total en 2012. Los autobuses han mantenido su participación en alrededor del 5%. La siguiente gráfica muestra el comportamiento mensual del tráfico del Libramiento de Fresnillo para el periodo 2006-2012.

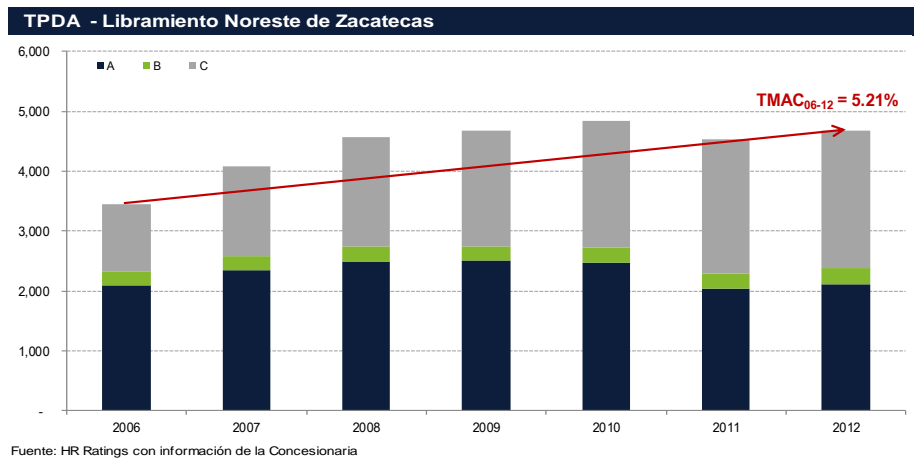
Gráfica18



Libramiento Noreste de Zacatecas

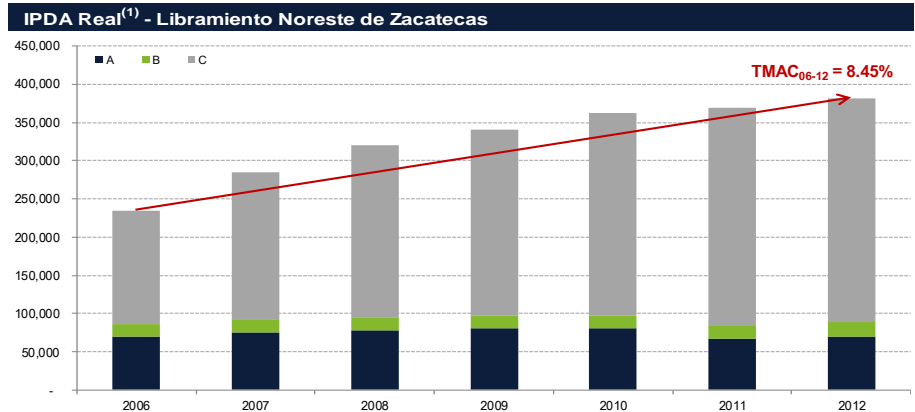
Durante el periodo analizado, la TMAC del TPDA del Libramiento de Zacatecas fue de 5.21%. Sin embargo, durante 2011 éste cayó -6.42% con respecto al año inmediato anterior, y durante 2012 y 2013 no ha logrado recuperar el nivel máximo de 4,833 unidades registradas en 2010.

Gráfica 19



La siguiente gráfica muestra la trayectoria del IPDA Real del libramiento durante los últimos 7 años completos de operaciones.

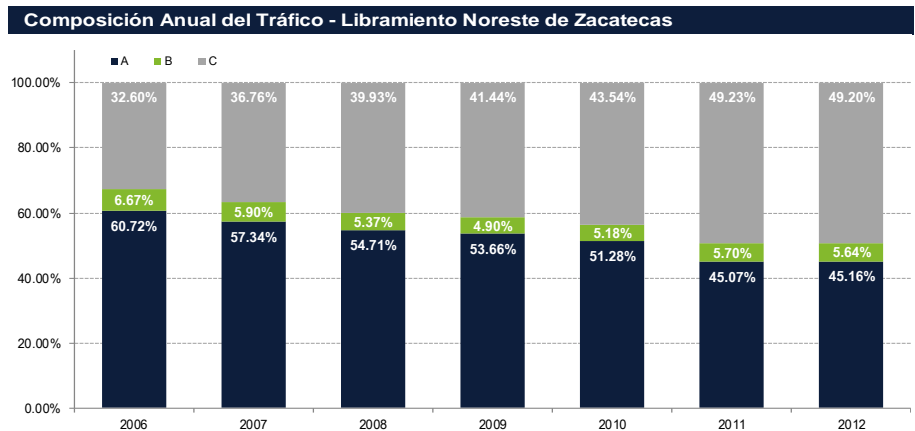
Gráfica 20



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria
 (1) Información presentada a precios de enero de 2013

A pesar de la fuerte caída en el TPDA de 2011, la TMAC del IPDA Real para el periodo 2006-2012 fue de 8.45%. Esto se debe al cambio en la composición del tráfico, que se muestra en la siguiente gráfica.

Gráfica 21

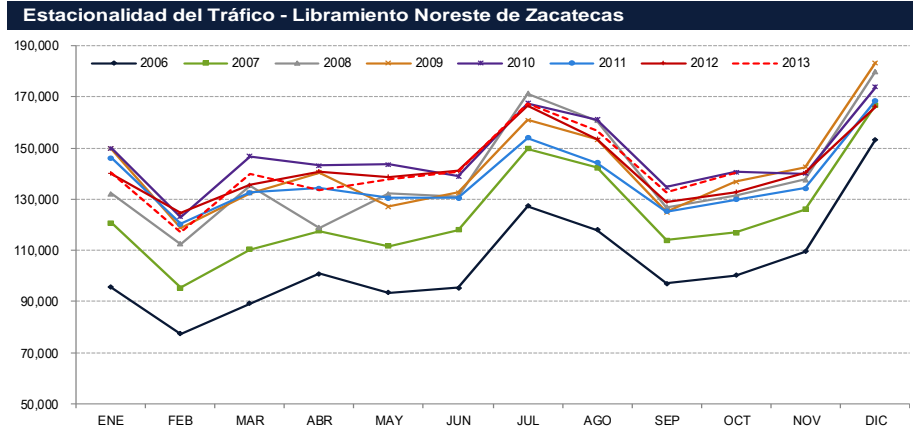


Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria

En el periodo de análisis, la participación de camiones se ha incrementado en 51.38%, pasando de 32.60% en 2006 a 49.20% en 2012. Este alto crecimiento en los camiones de carga ha favorecido el crecimiento de los ingresos del libramiento durante los últimos años. Los automóviles han dejado de ser la mayor componente del tráfico, representando en 2012 el 45.16% del tráfico total.

La siguiente gráfica muestra el comportamiento mensual del tráfico del Libramiento Noreste de Zacatecas.

Gráfica 22



Fuente: HR Ratings con información de la Concesionaria

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

Director General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Director General de Operaciones

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3145
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Finanzas Públicas/ABS

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Instituciones Financieras/ABS

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@hrratings.com

Roberto Ballinez

+52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Deuda Corporativa

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

Deuda Corporativa/ABS

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

Infraestructura/ABS

Paulina Ducoing +52 55 1500 0768
paulina.ducoing@hrratings.com

Regulación

Director General de Riesgo

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

Directora General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

Negocios

Salvador Salazar +52 55 1253 6530
salvador.salazar@hrratings.com

Jorge B. González +52 55 1253 6547
jorge.gonzalez@hrratings.com

Carlos Frías +52 55 1500 3134
carlos.frias@hrratings.com

Administración

Ximena Lara +52 55 1500 3138
ximena.lara@hrratings.com

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	24 de septiembre de 2012
Período que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	marzo 1993 – octubre 2013
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 División Fiduciaria
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 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.



Grupo Profrezac, S.A. de C.V.

FREZAC 05

2 de diciembre de 2013

Calificación de Infraestructura **HR AAA (E)**

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).