

Calificación

Estado de Campeche HR AAA (E)

Perspectiva Estable

Contactos

Daniela Mallard

Analista de Infraestructura
daniela.mallard@hrratings.com

Roberto Soto

Director Asociado de Finanzas
Públicas / Infraestructura
roberto.soto@hrratings.com

Roberto Ballinez

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

Ricardo Gallegos

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

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable al Crédito Bancario Estructurado contratado por el Estado de Campeche con Banco Santander por un monto de P\$800.0m.

La ratificación de la calificación del Crédito se sustenta en el nivel de la Tasa de Estrés Anualizada (TEA) de 2.25%, en línea con el nivel de 2.37% de la asignación de calificación del año anterior. El comportamiento del Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA) y del Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) Real del Puente La Unidad estuvo en línea con las proyecciones de la asignación de calificación, presentando en 2017 una variación anual de -8.6% y -16.6%, respectivamente. En el primer semestre de 2018 se registra una disminución del TPD de 5.0% respecto al TPDA de 2017, especialmente de los automóviles, y un crecimiento del IPD Real de 1.4% con respecto al IPDA Real del año anterior. La incorporación del comportamiento observado en 2018 explica la disminución en la TEA.

Comparativo Observado vs. Proyecciones

TEA Actual: 2.25% TEA Anterior: 2.37%	2016	2017	Crec. Obs. 2016-2017	Crec. Proy. 2016-2017 ¹	Escenario Base			Escenario de Estrés ²		
					2018	2037	TMAC ₁₇₋₃₇	2018	2037	TMAC ₁₇₋₃₇
TPDA	4,047	3,698	-8.6%	-9.1%	3,546	5,449	2.0%	3,397	2,442	-2.1%
IPDA Real ³	492.8	410.9	-16.6%	-16.5%	411.4	672.3	2.5%	402.8	301.2	-1.5%
Liquidación / vencimiento legal					mayo 2037 / mayo 2037			mayo 2037 / mayo 2037		

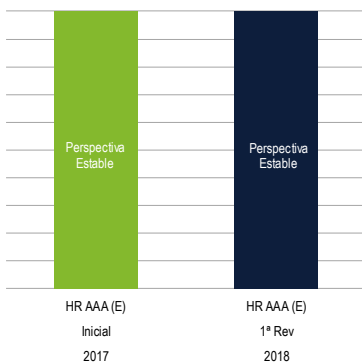
Fuente: HR Ratings con base en información histórica y proyecciones propias.

(1) Crecimiento esperado en el escenario base de la revisión anterior. (2) Bajo crecimiento y baja inflación. (3) Información presentada en miles de pesos a precios de enero de 2018.

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

- **El nivel de estrés que la fuente de pago primaria es capaz de soportar, medido por una TEA de 2.25%.** En el escenario de estrés, el aforo fue sometido a la reducción máxima sin caer en incumplimiento del servicio de la deuda. Esto implica que únicamente los ingresos por cobro de cuota de peaje fueron sujetos al estrés que determinó la diferencia en ingresos en términos reales entre ambos escenarios de 35.0%.
- **Comportamiento del TPDA y del IPDA Real en 2017.** En 2017, el TPDA se redujo 8.6% respecto al año anterior, y en el primer semestre de 2018, el TPD presenta una variación anual de -5.0% respecto al TPDA de 2017. Por su parte, el IPDA Real de 2017 disminuyó en 16.6% y el IPD Real de 2018 representó un crecimiento de 1.4%. Estos comportamientos se explican principalmente por la restricción a la circulación de vehículos que superaran las 30 toneladas de peso, a partir de octubre de 2016, y por el Programa de Residentes que otorgó exención de pago a los habitantes del municipio de Carmen, a partir de marzo de 2016.
- **Expectativas para el cierre de 2018.** Se estima que el TPDA de 2018 represente una disminución anual de -4.1%, mientras que el IPDA Real presente un crecimiento de 0.1%. Lo anterior se deriva del retiro de la restricción de circulación en junio de 2018, de forma que el aforo de camiones de carga, cuyo TPDA en 2017 cayó 21.3%, se recupere paulatinamente. Por otro lado, debido a un incremento en el registro de vehículos en el Programa de Residentes, se espera que el tráfico de automóviles mantenga la tendencia que ha presentado en los primeros seis meses, estimando una variación anual en el TPDA de los automóviles de -8.8%.
- **Fondos de Reserva.** El Fideicomiso del Financiamiento No. 0205 tiene la obligación mantener un Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda con un saldo objetivo de 2 veces (x) el siguiente pago de intereses y de principal en cada fecha de pago. Asimismo, el Fideicomiso del Proyecto No. 3089 debe mantener un Fondo de Reserva para Conservación y Mantenimiento que cubra necesidades extraordinarias de conservación y mantenimiento del Nuevo Puente.
- **Contrato de Cobertura de Tasa (CAP).** El Fideicomiso No. 0205 tiene la obligación de contratar una cobertura de tasa de interés que cubra al menos el 30.0% del saldo insoluto del Crédito hasta su vencimiento en mayo de 2037. Actualmente, se tiene contratado un CAP con BBVA Bancomer¹ a una tasa de 9.0% y fecha de vencimiento en septiembre de 2019, cubriendo 16.6% del saldo insoluto del Crédito. BBVA Bancomer cuenta con una calificación crediticia, otorgada por otra agencia calificadora, equivalente a HR AAA. Con información del Estado de Campeche, se espera la contratación de una segunda cobertura para cubrir el 30% del saldo insoluto del Crédito.
- **Fuente de pago subsidiaria afectada al Fideicomiso del Financiamiento No. 0205.** El Crédito se encuentra respaldado por el 4.0% del FGP del Estado de Campeche, que se utilizaría toda vez que la fuente de pago primaria no sea suficiente para hacer frente a las obligaciones de pago del Crédito y del Fideicomiso No. 0205. A pesar de no incluir los recursos de la fuente de pago subsidiaria en el análisis de escenarios de estrés, HR Ratings considera que los recursos de esta fuente de pago otorgan fortaleza adicional a la estructura de deuda.

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para el Crédito Bancario Estructurado es HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Esta calificación, en escala local, significa que el Crédito Bancario Estructurado se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Mantiene mínimo riesgo crediticio.

¹ BBVA Bancomer, S.A. institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer.

Principales Factores Considerados

Elementos Básicos de la Transacción y Servicio de la Deuda

El crédito bancario estructurado de P\$800.0m otorgado por Banco Santander² al Gobierno del Estado de Campeche (el Crédito) el 16 de mayo de 2017, se utilizará para financiar parcialmente la construcción del Nuevo Punte La Unidad (Nuevo Punte) en el municipio de Carmen, Estado de Campeche (el Estado y/o Campeche). A junio de 2018, se han realizado ocho disposiciones por un total de P\$599.5m, conforme a las necesidades de recursos de la construcción del Nuevo Punte, que presentó un avance físico de 61.7% a esa fecha. En las estimaciones de flujos se incorpora la disposición del resto del monto del Crédito (P\$200.6m) antes del 16 de noviembre de 2018.

En una primera instancia, durante la etapa de construcción del Nuevo Punte, la fuente de pago primaria del Crédito está compuesta por los derechos de cobro del actual Punte La Unidad, que se encuentran afectados al Fideicomiso No. 0205 (Fideicomiso del Financiamiento). Una vez que el Nuevo Punte sea inaugurado, la fuente de pago primaria provendrá de los derechos de cobro de peaje del Nuevo Punte, los cuales fueron afectados al Fideicomiso No 3089 (Fideicomiso del Proyecto). Adicionalmente, como fuente de pago subsidiaria se tiene el 4.0% del Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado de Campeche que forma parte del patrimonio del Fideicomiso del Financiamiento y que se utilizaría solo en caso de que la fuente de pago primaria no sea suficiente para hacer frente a las obligaciones de pago.

Los recursos provenientes del cobro de peaje del Nuevo Punte seguirán la prelación de pagos del Fideicomiso del Proyecto, para después ser transferidas las cantidades necesarias al Fideicomiso del Financiamiento para realizar los pagos de intereses y de principal, los gastos del fideicomiso y mantener el saldo objetivo del Fondo de Reserva del Servicio de la Deuda que corresponde a 2.0x el siguiente pago de intereses y principal.

En el contrato del Crédito se establece que el pago de intereses y principal deberá realizarse de manera mensual durante la vigencia del Crédito que concluye el 16 de mayo de 2037. Los intereses devengados se calculan a la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIE₂₈) a 28 días más una sobretasa en función de la calificación del Crédito (65 puntos base (pb) para la calificación equivalente a HR AAA (E)). Asimismo, se estableció la obligación de mantener una cobertura de tasa de interés (CAP) a lo largo de la vigencia del Crédito. Los pagos mensuales de principal establecidos en los pagarés de las disposiciones siguen una tasa de crecimiento de 1.3%. La falta de pago de los intereses devengados y del principal son causas de vencimiento anticipado del Crédito.

Desempeño Histórico

De 2010 a 2015, el TPDA y el IPDA Real del Punte La Unidad presentaron una tendencia creciente representado por una TMAC₁₀₋₁₅ de 3.7% y de 3.4%, respectivamente. No obstante, en 2016 y 2017, el tráfico y los ingresos se vieron afectados por diferentes factores entre los que destacan la restricción a la circulación de vehículos de carga que superaran las 30 toneladas de peso, un Programa de Residentes que otorgó exención de pago a los habitantes del municipio de Carmen y el desempeño de la actividad económica del Estado de Campeche con particular enfoque a la industria petrolera.

En 2016, el TPDA disminuyó 4.5% con respecto a 2015, ya que fue en este año que entró en vigor la restricción a la circulación de los camiones de carga más pesados y la exención

² Banco Santander México, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander México.

de pago a los habitantes de Carmen de acuerdo con el Programa de Residentes. La restricción a la circulación de vehículos pesados continuó durante 2017, provocando una reducción anual en el TPDA de los camiones de carga de 21.3%, de forma que el TPDA Total y el IPDA en términos reales se redujeron 8.6% y 16.6% respectivamente. El impacto en los ingresos reales se vio particularmente afectado por las tarifas más altas a las que están sujetos los camiones de carga.

En enero de 2018, se redujeron los requerimientos del programa que otorgaba exención de pago a los residentes de Carmen, aumentando considerablemente el registro de los vehículos exentos de pago. Los cruces mensuales de enero a junio de 2018 de los automóviles presentaron una variación anual de -8.8% con respecto a los cruces del mismo periodo de 2017.

Expectativas para 2018 y periodos futuros

Se estima que en el segundo semestre de 2018 persistan los efectos del Programa de Residentes, mientras que el cruce de camiones de carga se recupere gradualmente. La participación en el tráfico total de los camiones de carga en 2018 se estimó en 20.6%, comparada con la participación de 2017 de 17.1%. Lo anterior tendría un efecto positivo sobre los ingresos reales, de forma que la Tarifa Promedio Ponderada (TPP) de 2018 presente un crecimiento anual de 4.3%. Con base en lo anterior, HR Ratings estima una disminución del TPDA de 4.1% y del IPDA Real un crecimiento de 0.1%, en 2018.

En el escenario base se espera que el TPDA y el IPDA Real en 2019 presenten crecimientos de 2.1% y 8.5%, respectivamente, al consolidar la recuperación del tráfico de camiones de carga. Además, se estima que el Nuevo Puente entre en operación durante el primer semestre de 2019, el cual presentó un avance físico de 61.7% al 15 de junio de 2018 y un avance en el presupuesto ejecutado de 47.0% a mayo de 2018.

A partir de 2019, se estima que el aforo tenga un comportamiento más estable una vez que los efectos de la restricción a la circulación de camiones de carga y del Programa de Residentes se hayan disipado, lo que resultaría en una $TMAC_{17-37}$ del TPDA de 2.0% en escenario base y de -2.1% en escenario de estrés. Por su parte, la $TMAC_{17-37}$ del IPDA Real sería 2.5% en el escenario base y -1.5% en escenario de estrés.

En cuanto al análisis de escenarios, se estima que en el escenario base los intereses y principal sean cubiertos con el flujo disponible para el servicio de la deuda sin necesidad de utilizar los recursos afectados del FGP ni del Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda. Por su parte, en el escenario de estrés, sin tomar en cuenta los ingresos del FGP, el servicio de la deuda se cubriría parcialmente con el Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda, a partir de 2033 en el caso del principal, y a partir de 2036 en el caso de los intereses. Con base en lo anterior, sometiendo el aforo y por tanto los ingresos por cobro de peaje a la máxima reducción sin dejar de cubrir el servicio de la deuda, se obtiene una TEA de 2.25%, y una diferencia en los ingresos reales entre ambos escenarios de 35.0%.

Conforme a todo lo anterior, HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de HR AAA (E) con Perspectiva Estable al Crédito Bancario Estructurado contratado por el Estado de Campeche con Banco Santander por un monto de hasta P\$800.0m.

Glosario

Estrés. El nivel de estrés aplicado se refiere al nivel máximo de estrés que puede soportar la estructura 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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Director General

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

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

Instituciones Financieras / ABS

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

Roberto Ballínez

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

Deuda Corporativa / ABS

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

Metodologías

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

Regulación

Dirección General de Riesgo

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 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 calificadoradora:

Metodología de Calificación para Deuda Respaldada por Ingresos Generados de la Operación de Carreteras, Túneles y Puentes, noviembre 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 AAA (E)
Fecha de última acción de calificación	16 de agosto de 2017
Período que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	enero 2010 – junio 2018
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado de Campeche y Evercore Casa de Bolsa
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación vigente de Seguros Ve Por Más, S.A. Grupo Financiero Ve Por Más equivalente a HR A en escala local y de BBVA Bancomer equivalente a HR AAA en escala local, otorgadas por otra agencia calificadoradora.
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 calificadoradora 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 calificadoradora 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 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).