

**Calificación**

PAMMCB 14U      HR AAA (E)  
Perspectiva      Estable



Fuente: HR Ratings

**Contactos**

**Angel Medina**  
Asociado  
Analista Responsable  
angel.medina@hrratings.com

**Rocio Belloso**  
Analista  
rocio.belloso@hrratings.com

**Roberto Soto**  
Director de Finanzas Públicas /  
Infraestructura  
roberto.soto@hrratings.com

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

**HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable a la Emisión PAMMCB 14U**

La ratificación de la calificación se sustenta en el nivel de estrés que la fuente de pago de PAMMCB 14U (la Emisión y/o los CEBURS Fiduciarios) es capaz de soportar, equivalente a una Tasa de Estrés Anualizada (TEA) de 5.26%, superior a la estimada en la revisión anterior de 3.94%. El incremento en esta métrica se debe a una mayor recuperación del aforo respecto a lo esperado en un escenario base, con un aforo observado de mayo de 2021 a abril de 2022 8.1% superior a lo proyectado por HR Ratings en el escenario base de la revisión anterior. En particular, en 2021 se tuvo una mayor apertura de actividades económicas, con lo cual el TPDA (Tráfico Promedio Diario Anual) presentó un crecimiento de 5.1%, mientras que el IPDA Real (Ingreso Promedio Diario Anual) contó con un incremento de 7.8% respecto a 2019. En los primeros cuatro meses del 2022, el aforo y los ingresos reales cuentan con un crecimiento de 24.3% y de 17.7% comparados con el mismo periodo de 2021. En adición al desempeño del aforo superior a nuestras expectativas, un adecuado nivel de gastos permitió realizar amortizaciones anticipadas con 30.0% de los recursos remanentes por un total de P\$449.7 millones (m) en las últimas dos fechas de pago, monto P\$27.8m superior a lo estimado por prepago en el escenario base de la revisión anterior.

**Comparativo Observado vs. Proyecciones**

TEA Actual: 5.26% TEA Anterior: 3.94%	2020	2021	Crec. Obs. 2020-2021	Crec. Proy. 2020-2021 <sup>1</sup>	Escenario Base			Escenario de Estrés <sup>2</sup>		
					2022	2035	TMAC <sub>21-35</sub>	2022	2035	TMAC <sub>21-35</sub>
TPDA	26,176	33,593	28.3%	25.9%	37,594	47,177	2.3%	34,191	11,089	-7.1%
IPDA Real <sup>3</sup>	5,915	7,126	20.5%	19.3%	7,978	10,088	2.3%	7,326	2,371	-7.1%
Razón de Cobertura	prom	prom			min	prom	máx	min	prom	máx
	1.92x	2.30x			2.07x	2.42x	3.29x	0.56x	1.34x	2.00x
Liquidación / vencimiento legal					mar-2030 / mar-2044			sep-2035 / mar-2044		

**Características de la Emisión PAMMCB 14U**

Saldo Insoluto	918.6m UDIs al 31 de marzo de 2022
Valor Nominal Ajustado (VNA)	73.56
Tasa de Interés	6.0% anual, pago semestral (marzo y septiembre).
Pago de Principal	Semestral y obligatorio de acuerdo a un calendario de amortización
Reserva Servicio de la Deuda	Proximos seis meses de intereses y principal.
Amortizaciones Anticipadas	30.0% de los recursos remanentes si la RCSD es mayor o igual a 1.20x.

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 alta inflación (estancamiento).

(3) Información presentada en miles de pesos a enero de 2022.

**Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones**

- **Comportamiento del TPDA e IPDA Real.** En 2021, el TPDA fue 5.1% superior al de 2019, lo cual fue impulsado por mayores cruces de camiones (con un crecimiento de 18.3%), mientras que los automóviles y autobuses presentaron una contracción de 6.1% y 43.5% respecto a 2019. De acuerdo con los movimientos en el aforo, el IPDA Real de 2021 fue 7.8% superior al reportado en 2019. Durante los primeros cuatro meses de 2022 se reporta un aforo acumulado 24.3% superior al reportado en el mismo periodo de 2021 impulsado por el incremento de 16.0% en los cruces de los vehículos de carga, así como por una recuperación de 34.1% en los automóviles y de 59.8% en los autobuses. Lo anterior se reflejó en un crecimiento de los ingresos reales de enero a abril de 2022 de 17.7% respecto al mismo periodo de 2021.

- **Servicio de la Deuda y Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR).** Los intereses devengados y el principal programado durante las últimas dos fechas de pago (septiembre de 2021 y marzo de 2022) fueron cubiertos con el flujo disponible sin necesidad de utilizar el Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda (FRSD). Con ello, la DSCR promedio en estas dos fechas de pago resultó de 2.31 veces (x) y de acuerdo con la estructura de deuda, se llevaron a cabo amortizaciones anticipadas obligatorias por un total de P\$449.7m, siendo superiores a las estimadas en un escenario base.

### Expectativas para Periodos Futuros

- **Comportamiento estimado del TPDA e IPDA Real.** En un escenario base, de acuerdo con los primeros cuatro meses de 2022 observados, para este año se estima un crecimiento anual de 11.9% en el TPDA. Con ello, el IPDA Real de 2022 sería 11.9% superior al reportado en 2021. Los crecimientos dentro de este escenario serían de  $TMAC_{21-35}$  de 2.3% para el TPDA y para el IPDA Real.
- **Comportamiento de la Emisión en un escenario base.** Como resultado de las amortizaciones anticipadas obligatorias por el 30.0% de los recursos remanentes en cada fecha de pago, la Emisión sería liquidada en marzo de 2030. La DSCR mínima estimada en este escenario sería de 2.07x, con una DSCR promedio de 2.42x. Debido a que la DSCR se mantendría en todo momento superior a 1.20x, el 70.0% de los remanentes serían liberados después de cada fecha de pago.
- **Comportamiento de la Emisión en un escenario de estrés.** Las amortizaciones anticipadas serían inferiores a las del escenario base, llevando a la liquidación de la Emisión en septiembre de 2035 (8.5 años antes de su vencimiento legal). La DSCR promedio resultaría de 1.34x durante el resto de la vigencia de la Emisión. En línea con los niveles de DSCR, de 2029 a 2033 se realizarían amortizaciones anticipadas por el 100.0% de los recursos excedentes y, de 2031 a 2035 se requeriría el uso del FRSD para el pago del principal programado.

### Factores adicionales considerados

- **Garantía de Pago Oportuno.** Se consideró la Razón de Cobertura Promedio Garantizada de Servicio de la Deuda ( $RCGSD_{prom_t}$ ) que representaría la GPO, contratada con Banobras, por un monto expuesto equivalente al mínimo entre: (i) el monto nominal fijo de P\$1,285.0m y el 20.1% del saldo insoluto de la Emisión en cualquier fecha de pago. El monto expuesto representaría 3.04x el servicio de la deuda semestral, lo cual equivale a 18 meses de intereses y principal programado.
- **Amortizaciones Anticipadas Obligatorias.** La Emisión contempla amortizaciones anticipadas obligatorias por el 30.0% de los recursos remanentes en cada fecha de pago a partir del quinto cupón y hasta la liquidación de la Emisión. No obstante, en caso de que la DSCR del cupón inmediato anterior resulte menor a 1.20x, la amortización anticipada obligatoria se realizará con el 100.0% de los recursos remanentes.

### Factores que podrían bajar la calificación

- **Disminuciones continuas en el aforo en los siguientes 24 meses, superiores al 30.0% respecto al 2021.** En caso de que el aforo presente un nivel inferior en más del 30.0% respecto al 2021, durante un periodo de 24 meses y, esto se refleje en el uso de la Reserva para el Servicio de la Deuda la calificación podría ser revisada a la baja.

## 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

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

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

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

### Análisis

#### Dirección General de Análisis / Análisis Económico

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

#### FP Estructuradas / Infraestructura

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

Roberto Soto +52 55 1500 3148  
roberto.soto@hrratings.com

#### Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549  
angel.garcia@hrratings.com

Akira Hirata +52 55 8647 3837  
akira.hirata@hrratings.com

#### FP Quirografarias / Deuda Soberana / Análisis Económico

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

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147  
alvaro.rodriguez@hrratings.com

#### Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 55 1500 3146  
luis.miranda@hrratings.com

Heinz Cederborg +52 55 8647 3834  
heinz.cederborg@hrratings.com

#### Sustainable Impact / ESG

Luisa Adame +52 55 1253 6545  
luisa.adame@hrratings.com

### Regulación

#### Dirección General de Riesgos

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

#### Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761  
alejandra.medina@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección de Desarrollo de Negocios

Verónica Cordero +52 55 1500 0765  
veronica.cordero@hrratings.com

### Operaciones

#### Dirección de Operaciones

Daniela Dosal +52 55 1253 6541  
daniela.dosal@hrratings.com



México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. 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 Respalhada por Ingresos Generados de la Operación de Carreteras, Túneles y Puentes, noviembre de 2015.**

**Criterios Generales Metodológicos, enero de 2022.**

**Metodología para la incorporación de Garantías Parciales en el proceso de análisis crediticio de las diferentes clases de activos, marzo 2019.**

**Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.**

Calificación anterior	HR AAA (E)   Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	30 de junio de 2021
Período que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero de 1992 – Abril de 2022
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Red Estatal de Autopistas de Nuevo León / Nacional Financiera, S.N.C., I.B.D., Dirección Fiduciaria / Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación vigente de Banobras de mxAAA en escala local otorgada por S&P Global. Calificación vigente de Seguros Sura, S.A. de C.V. de Aa3.mx en escala local otorgada por Moody's.
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 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 (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](http://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, al 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](http://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).