

Calificación

VRTCB 23 HR AA+ (E)
Perspectiva Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Contactos

Luis Rodríguez
Asociado
Analista Responsable
luis.rodriguez@hrratings.com

Akira Hirata
Director de Instituciones
Financieras / ABS
akira.hirata@hrratings.com

Angel García
Director Ejecutivo Sr. de Instituciones
Financieras / ABS
angel.garcia@hrratings.com

HR Ratings ratificó la calificación de HR AA+ (E) con Perspectiva Estable para la emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra VRTCB 23 (antes VRTCB 22), por un monto de hasta P\$600.0m, que pretende realizar Vanrenta tras cambios en sus características

La ratificación de la calificación para la emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra VRTCB 23¹ se basa en la Mora Máxima (MM) que soporta la Emisión en un escenario de estrés, que resultó de 27.1%, y que, al compararse con la Tasa de Incumplimiento Histórica (TIH) del portafolio originado y administrado por Vanrenta² de 2.1%, resultó en una razón de Veces Tasa de Incumplimiento (VTI) de 12.9 (x) veces (vs. 26.8%, 2.1% y 12.8x respectivamente en el análisis anterior). Adicionalmente, la calificación considera un *notch* de castigo por la capacidad de administración primaria del Fideicomitente que, de acuerdo con la metodología de calificación, implica un riesgo operativo a la transacción. Las modificaciones contempladas para la Emisión incluyen una disminución en el monto esperado de hasta P\$600.0 millones (m), y menores límites de concentración por cliente principal de 2.5% y de 20.0% para los diez clientes principales (vs. P\$700.0m, 3.0% y 25.0% en el análisis anterior). Por parte de la prelación de pagos, niveles de aforo y fondos constituidos en el Fideicomiso, estos se mantienen en línea con el último reporte, por lo que HR Ratings no considera que exista un cambio en el riesgo crediticio de la Emisión con los nuevos cambios realizados. El periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación es de enero 2014 a diciembre 2022.

Análisis de Flujo de Efectivo y Características de la Emisión

- **Fortaleza de la Emisión a través de los Derechos al Cobro cedidos y el efectivo inicial para la adquisición de nuevos contratos.** La Emisión soporta una Mora Máxima de 27.1%, lo que es equivalente al incumplimiento de 207 clientes de 573, de acuerdo con un saldo promedio por cliente de P\$1.2m.
- **Aforo Requerido de 1.35x y un Aforo Mínimo de 1.25x.** El cálculo del Aforo será resultado de la sumatoria del VPN de los Derechos al Cobro Elegibles, más el Efectivo Fideicomitado, menos el Fondo de Pagos Mensual, entre el Saldo Insoluto de los CEBURS Fiduciarios.
- **Destino de los Recursos.** La Emisión se pretende realizar por un monto objetivo de P\$600.0 millones (m), en donde, una vez culminado el pago asociado a los gastos de la Emisión y la constitución de Fondos, se utilizará el 47.7% del monto para la amortización total anticipada de la Emisión VRTCB 20, y contará con un efectivo para la compra de nuevos derechos al cobro por un monto de P\$221.5m.
- **Periodo de Revolvencia de 24 meses y un Periodo de Amortización de 36 meses bajo un esquema *full-turbo*.** En el Periodo de Revolvencia, se podrán realizar cesiones de cartera con un pago de contraprestación, mientras que, para el Periodo de Amortización, el total de los recursos serán destinados a la amortización de principal de la Emisión.
- **Contratación de un instrumento de cobertura tipo CAP para la TIIE de hasta 28 días durante toda la vigencia de la Emisión, a un nivel esperado de 12.5%.** El CAP deberá ser contratado con una contraparte cuya calificación crediticia sea equivalente a HR AAA.

¹ Certificados Bursátiles Fiduciarios con clave de pizarra VRTCB 23 (los CEBURS Fiduciarios y/o la Emisión).

² Vanrenta S.A. de C.V. (Vanrenta y/o el Fideicomitente y/o el Administrador Primario).

- **Participación de un Administrador Maestro, con una calificación de HR AM2 con Perspectiva Estable.** Terracota³ será el Administrador Maestro de la transacción, quien estará encargado de la elaboración de los reportes mensuales.

Factores Adicionales Considerados

- **La cobranza será recibida por un Fideicomiso Maestro de Cobranza.** Se considera como un factor positivo la presencia de un Fideicomiso de Cobranza, el cual funge como un mecanismo para la separación de flujos.
- **Auditoría de Expedientes.** La revisión de expedientes será realizada por el Administrador Maestro, el cual inspeccionará el 100.0% de los Derechos al Cobro cedidos, siendo la primera inspección de manera física dentro de los 60 días hábiles posteriores a la Emisión, y posteriormente cada seis meses.
- **Opinión legal satisfactoria elaborada por un despacho legal externo.** El despacho legal es Chávez Vargas Minutti, en el cual se establece que la transacción es válida al Patrimonio del Fideicomiso, así como oponible ante terceros de los Derechos al Cobro del Fideicomiso.

Factores que Podrían Modificar la Calificación

- **Incremento en la capacidad de administración primaria por parte del Fideicomitente.** Lo anterior se daría a través de un fortalecimiento en las funciones y calidad operativa por parte de Vanrenta.
- **Deterioro en las cosechas, al resultar con una TIH en niveles superiores a 6.1%.** Lo anterior llevaría a un nivel en la VTI por debajo de 4.5x, lo que impactaría negativamente la calificación crediticia.
- **Incidencias superiores al 10.0% de los expedientes validados por parte del Administrador Maestro.**

Características de la Transacción

La Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra VRTCB 23 (anteriormente VRTCB 22) se pretende realizar por un monto de hasta P\$600.0m, a un plazo legal de 60 periodos mensuales, de los cuales 24 pertenecerán al Periodo de Revolvencia, en donde se podrá realizar cesiones de cartera al Fideicomiso y contraprestaciones respectivas, siempre y cuando el aforo se ubique por encima del Aforo Requerido. Se tendrá un Aforo Inicial y un Aforo Requerido de 1.35x, mientras que el Aforo Mínimo será de 1.25x. Después del Periodo de Revolvencia comenzará el Periodo de Amortización, el cual durará 36 periodos mensuales y donde la totalidad de los recursos serán destinados a la amortización de principal de los CEBURS Fiduciarios, una vez cubierto el pago de gastos de mantenimiento e intereses. Los CEBURS Fiduciarios serán emitidos por un Fideicomiso Irrevocable de Emisión, Administración y Pago conformado por Vanrenta como Fideicomitente, por CI Banco⁴ como Fiduciario Emisor y por Masari⁵ como Representante Común. La Emisión estará respaldada por Derechos al Cobro provenientes de contratos de arrendamiento puro originados y administrados por Vanrenta, incluyendo un porcentaje de los valores residuales. Por último, la Emisión contará con Terracota como Administrador Maestro.

³ Administradora de Activos Terracota S.A. de C.V. (Terracota).

⁴ CI Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria (CI Banco y/o el Fiduciario).

⁵ Masari Casa de Bolsa, S.A. (Masari y/o el Representante Común).

Perfil del Fideicomitente

Vanrenta nace en 2008 como parte del Grupo Vanguardia, un grupo de agencias automotrices con sede en Guadalajara, Jalisco. Fue así como los accionistas del Grupo decidieron constituir la Arrendadora como una solución financiera para los clientes de las agencias automotrices, apoyándolos a adquirir automóviles e incentivándolos a renovarlos. Vanrenta cuenta con sus oficinas centrales en el estado de Jalisco, dado que el mayor flujo de clientes y agencias del Grupo es proveniente de dicha entidad. Por otra parte, la Arrendadora trabaja en conjunto con diez agencias de automóviles del Grupo, de las cuales ocho se encuentran en el estado de Jalisco, una en Querétaro y otra en Aguascalientes, además de dos agencias de motocicletas.

Eventos Relevantes

Cambios en las Características de la Emisión

El análisis realizado en el presente reporte toma en cuenta las modificaciones contempladas a continuación:

1. El monto objetivo de la Emisión es de P\$600.0m (anteriormente P\$700.0m)
2. La clave de pizarra es VRTCB 23 (anteriormente VRTCB 22)
3. El instrumento de cobertura CAP se estima en un nivel de 12.5% (anteriormente 12.0%). Es importante mencionar que el instrumento de cobertura se contratará en los 30 días posteriores a la fecha de Emisión.
4. El criterio de elegibilidad por concentración en el cliente principal es de 2.5% sobre el valor total de Patrimonio, y los diez clientes principales no podrán exceder el 20.0% del valor total del Patrimonio (vs. 3.0% y 25.0% en el análisis inicial).

Con respecto a la prelación de pagos, niveles de aforo mínimo y requerido, Fondos, plazos y los demás criterios de elegibilidad se mantienen en línea a los analizados en el reporte pasado. Con ello, HR Ratings considera que dichos cambios no reflejan un deterioro en la calidad crediticia de la Emisión.

Características del Colateral y Criterios de Elegibilidad

Características del Colateral

Analizando las características de los Derechos al Cobro a ser cedidos, estos muestran un total de 980 contratos, los cuales se encuentran distribuidos en 573 clientes, lo que se compara con los 1,078 contratos y 640 clientes en la cartera inicial contemplada, al corte de septiembre 2022. Del mismo modo, se muestra un valor nominal de los Derechos al Cobro cedidos por P\$667.3m, así como un Valor Presente Neto (VPN) de P\$567.7m en diciembre de 2022 (vs. P\$737.9m y P\$642.0m respectivamente en septiembre 2022). La diferencia a lo observado en el análisis anterior se explica por la

disminución en el monto objetivo de la Emisión, en donde al corte de septiembre se tenía un monto objetivo P\$700.0m, mientras que, a la fecha del presente reporte, este monto es por P\$600.0m.

Con respecto a las características de los Derechos al Cobro cedidos, estos se mantienen sin cambios significativos a los observados en el análisis anterior, en donde se muestra un plazo de originación promedio ponderado de 40.2 meses, mientras que el plazo remanente promedio ponderado es de 27.7 meses (vs. 40.1 y 29.3 meses respectivamente). En términos de aforo inicial y aforo mínimo, este se mantiene sin cambios a los observados en el análisis anterior, al cerrar con un aforo requerido e inicial de 1.35x, mientras que el aforo mínimo es de 1.25x.

Figura 1. Características de los Activos Cedidos

	Preliminar al sep-22	Actualizada a dic-22
Número de Contratos	1,078	980
Número de Clientes	640	573
Valor Nominal de los Derechos al Cobro*	737.9	667.3
Valor Presente Neto de los Derechos al Cobro*	642.0	567.7
Saldo Promedio por Contrato*	0.7	0.7
Saldo Promedio por Cliente*	1.2	1.2
Efectivo Fideicomitido Computable para el Aforo*	283.2	242.3
Plazo Original Promedio Ponderado	40.1 meses	40.2 meses
Plazo Remanente Promedio Ponderado	29.3 meses	27.7 meses
Aforo Mínimo Requerido	1.25x	1.25x
Aforo Inicial	1.35x	1.35x
Aforo Requerido	1.35x	1.35x

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Agente Estructurador.

*Cifras en millones de pesos.

Distribución del Portafolio Total

Con respecto a la distribución de los Derechos al Cobro cedidos por tipo de activo, se puede observar que el equipo de transporte continúa siendo el principal activo cedido, al representar el 76.3% de los Derechos al Cobro, y el cual está en línea al giro y modelo de negocios del Fideicomitente (vs. 79.3% a septiembre 2022). Por parte de la maquinaria y equipo, este representa el 22.9% de los Derechos al Cobro cedidos, mientras que el 0.8% restante se encuentra en otros activos, siendo en su mayoría equipo de cómputo (vs. 19.2% y 1.5% respectivamente a septiembre 2022).

Referente a la distribución por zona geográfica, se puede observar que el estado de Jalisco es la entidad que muestra la mayor concentración de los Derechos al Cobro, al exhibir el 78.6% de los mismos, mientras que las entidades de Querétaro, Michoacán y Nayarit cuentan con una participación de 5.6%, 3.9% y 2.3% en diciembre 2022 (vs. 79.2%, 3.5%, 4.4% y 1.5% respectivamente a septiembre 2022). El 9.6% restante se encuentra diversificado en el resto de la república mexicana.

Por último, la cartera se encuentra distribuida principalmente en tres sectores: el sector de transportes, con el 19.7%; el sector de comercio al por mayor, con el 18.9% y el sector de industrias manufactureras, con el 18.0% (vs. 22.1%, 20.5% y 15.6%



Credit
Rating
Agency

VRTCB 23

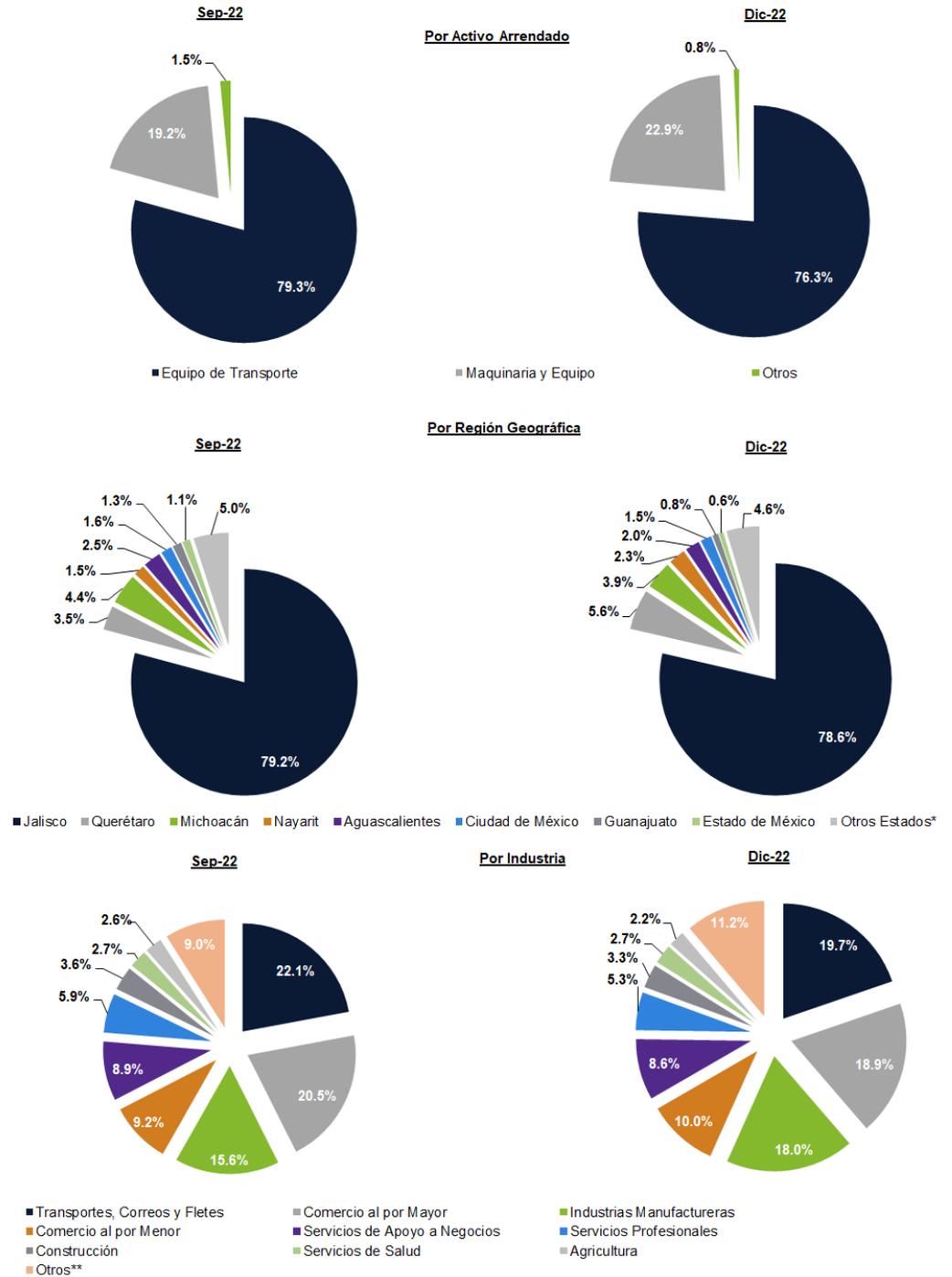
CEBURS Fiduciarios
Vanrenta, S.A. de C.V.

HR AA+ (E)

Instituciones Financieras
31 de enero de 2023

respectivamente a septiembre 2022). El 43.3% restante se encuentra distribuido en 14 sectores económicos; los sectores de comercio al por menor y servicios de apoyo a negocios son los que representan la mayor proporción, sin embargo, estos no superan el 10.0% de concentración. En opinión de HR Ratings, el portafolio inicial contemplado para la Emisión cuenta con una adecuada distribución de sus Derechos al Cobro cedidos por sector, ya que no rebasa el límite máximo de concentración por sector, el cual es de 30.0%.

Figura 2. Distribución del Colateral



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente y el Agente Estructurador.

*Otros Estados: Baja California, Puebla, Sonora, Zacatecas, Colima, Baja California Sur, entre otros.

**Otros: Corporativos, Información en medios masivos, Cría de Ganado y Servicios de Esparcimiento Cultural y Deportivo, entre otros.

Criterios de Elegibilidad

En la documentación legal se establecen diversos Criterios de Elegibilidad, cuyo objetivo es mitigar parcialmente el riesgo de concentración y el perfil de los Derechos al Cobro cedidos. En la siguiente figura se muestran los Criterios de Elegibilidad establecidos, entre los cuales se contempla un máximo de concentración por cliente principal del 2.5%, así como una concentración máxima en los diez clientes principales del 20.0% (vs. 3.0% y 25.0% respectivamente en el análisis anterior), mientras que el riesgo de concentración por sector es de máximo el 30.0% contra el valor del Patrimonio del Fideicomiso. A continuación, se muestran los principales criterios de elegibilidad.

Figura 3. Criterios de Elegibilidad

Que no se trate de un Derecho al Cobro Moroso, en el entendido de que, al momento de ser transmitido al Patrimonio del Fideicomiso, no podrá tener más de 30 días de atraso en el pago de su renta conforme al Contrato de Arrendamiento respectivo.

Que dicho Derecho al Cobro haya sido originado en el curso normal de los negocios del Fideicomitente.

Que dicho Derecho al Cobro derive de un Contrato de Arrendamiento cuya denominación sea en Pesos.

Que dicho Derecho al Cobro no sea pagadero por cualquier entidad de carácter gubernamental, ya sea federal, local o municipal.

Que dicho Derecho al Cobro no derive de un Contrato de Arrendamiento de aeronaves ni embarcaciones.

Que el Bien Arrendado que sea equipo de transporte y cuyo Derecho al Cobro será transmitido, cuente con una póliza de seguro vigente que ampare dicho Bien Arrendado contra pérdida, daño, robo, o destrucción del mismo.

Que dicho Derecho al Cobro no sea pagadero por un Arrendatario que se encuentre en quiebra o en concurso mercantil.

Que los derechos al cobro cuyos ingresos totales no dependan más del 50.0% de cualquier entidad de carácter gubernamental, ya sea federal, local o municipal, incluyendo cualquier organismo descentralizado o empresa productiva del estado.

Que el Valor Presente de los Derechos al Cobro Transmitidos a cargo de un Arrendatario o Grupo de Riesgo Común respecto al valor total del Patrimonio del Fideicomiso no supere un 2.5%, y los 10 principales Arrendatarios no represente más del 20.0% (vs. 3.0% y 25.0% respectivamente en el análisis anterior).

Cuando menos el 70% del total de dichos Derechos al Cobro Transmitidos deberá estar representado por Contratos de Arrendamiento cuyos Bienes Arrendados sean equipo de transporte listado en el Libro Azul del mercado automovilístico mexicano.

Como máximo el 10% del Valor Nominal de dichos Derechos al Cobro Transmitidos respecto del Valor Nominal de los Derechos al Cobro Transmitidos podrá estar representado por Contratos de Arrendamiento cuyos bienes arrendados sean equipo de cómputo.

Como máximo 30% de dichos Derechos al Cobro Transmitidos podrá estar representado por Contratos de Arrendamiento celebrados con Arrendatarios de una misma industria.

Que el total de la suma de los Valores Residuales de los Bienes Muebles Arrendados Transmitidos no rebase el 15% respecto del Valor Nominal de los Derechos al Cobro Transmitidos.

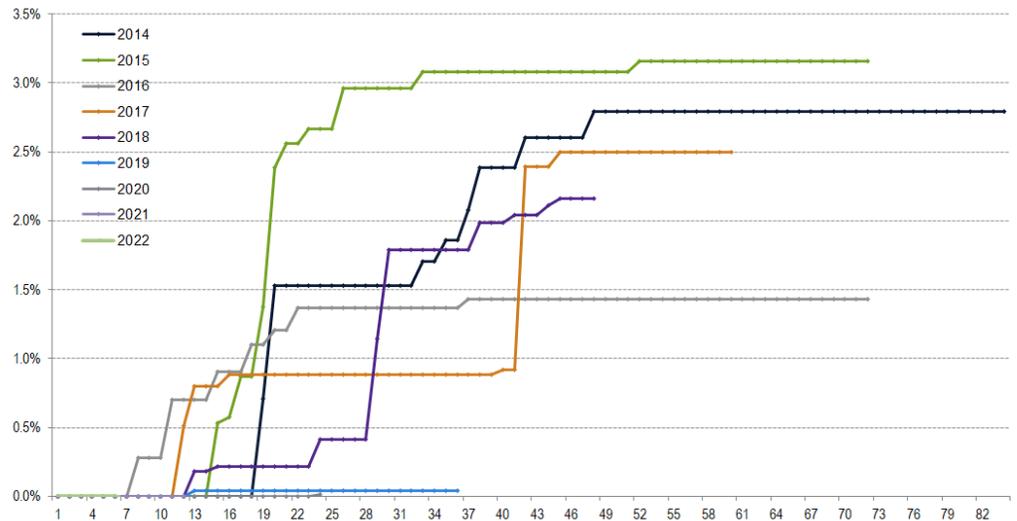
Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente y el Agente Estructurador.

Análisis de Cosechas y TIH

Para el análisis de cosechas de Vanrenta, se considera como portafolio vencido aquellos contratos con un atraso mayor a 90 días, tomando en cuenta como monto vencido el total de las rentas por devengar de los contratos una vez que alcanzan este *bucket* de atrasos. Con ello, se muestran las cosechas históricas desde 2014 hasta 2022, en donde el 2015 fue el periodo donde se mostró el mayor incumplimiento, alcanzando un nivel de 3.2%, lo cual fue resultado del incumplimiento de 15 contratos distribuidos en 9 clientes distintos. Posteriormente, en 2016 se muestra una recuperación en las

cosechas, al exhibir un nivel de 1.4%. La mejora en el siguiente año se explica por un robustecimiento en los procesos de seguimiento y cobranza. Del mismo modo, los años con menor deterioro de la cartera fueron 2019 y 2020, al resultar en niveles de 0.2% y 0.1% respectivamente. Por último, los periodos 2020, 2021 y 2022 muestran una baja maduración, por lo que aún no se puede observar el comportamiento final de dichos años.

Figura 4. Analisis de Cosechas de Contratos de Arrendamiento



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Agente Estructurador.

Para el análisis de la Tasa de Incumplimiento Histórica (TIH), se realizó el cálculo de los contratos con más de 90 días vencidos para los periodos de 2014 a 2022. Con ello, se toma en consideración la originación anual del portafolio con sus respectivos niveles máximos de mora, obteniendo el promedio ponderado de las últimas tres cosechas maduras, siendo estas los años de 2016 a 2018, lo que resulta con una Tasa de Incumplimiento Histórica en niveles de 2.1% (vs. 2.1% en el análisis anterior).

Figura 5. TIH

Año	Monto Originado*	Monto Incumplido*	Máxima Mora
2014**	75.8	2.1	2.8%
2015**	105.8	3.3	3.2%
2016	152.1	2.2	1.4%
2017	240.2	6.0	2.5%
2018	323.3	7.0	2.2%
2019**	454.3	0.7	0.2%
2020**	601.5	0.5	0.1%
2021**	1,077.5	0.0	0.0%
2022**	390.3	0.0	0.0%
TIH	3,031		2.1%

Fuente: HR Ratings con información interna del Fideicomitente.

*Millones de Pesos

**Cosechas no tomadas en cuenta para el cálculo de la TIH

Análisis de Residuales

Con respecto al análisis de residuales (*stick-rate*), se toma en consideración el comportamiento histórico de los últimos nueve años, en el cual se desglosa el comportamiento de los vehículos que fueron adquiridos a valor residual, los que fueron devueltos a Vanrenta, los que fueron refinanciados a través de un nuevo contrato de arrendamiento (renovación) y los que sufrieron un siniestro.

Con ello, se puede observar que el periodo con el mayor número de contratos que decidieron comprar a valor residual fue el año 2017, al cerrar con el 88.1%, mientras que el año 2019 fue el periodo en donde se observó el menor nivel de compra a valor residual, al cerrar con el 67.6%; sin embargo, al observarlo de manera histórica, dicho indicador se ha mostrado en mayor medida con niveles que oscilan entre 70.0% y 85.0%. Con respecto al porcentaje de devoluciones, este mostró el mayor nivel en 2020 con el 9.3%, y en donde en los últimos tres años este ha mostrado un promedio de devoluciones de 9.2%. Por último, las renovaciones continúan mostrando un porcentaje de participación importante, al ubicarlas con un promedio de 17.4% en los nueve años analizados. Es así como al considerar el promedio de la compra a valor residual en los nueve años observado, este resulta con un *Stick Rate* de 75.1% (vs. 75.1% en el análisis anterior).

Figura 6. Stick Rate

Año de Originación	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Compra a Valor Residual	85.5%	70.1%	73.9%	71.2%	88.1%	75.1%	67.6%	70.6%	73.5%
Devolución	1.8%	0.0%	4.5%	3.5%	0.4%	1.8%	9.0%	9.3%	9.2%
Renovación	7.3%	29.9%	21.6%	24.2%	9.5%	17.9%	15.9%	13.9%	16.0%
Siniestro	5.5%	0.0%	0.0%	1.0%	2.1%	5.3%	7.5%	6.2%	1.4%
Promedio									75.1%

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente y Agente Estructurador.

Es importante mencionar que la documentación legal establece que los valores residuales computados para el aforo, la contraprestación y el monto que recibirá

Fideicomiso Emisor, se determinarán como lo menor entre el valor estimado del bien arrendado en el contrato de arrendamiento y el resultado de multiplicar el valor factura del bien por el porcentaje máximo del valor inicial de los activos, según sea el plazo de originación del contrato y tipo de bien, los cuales se expresan en la siguiente figura.

Figura 7. Valor Máximo Estimado de los Bienes Arrendados

Tipo de Bien Mueble Arrendado	Plazo Original del Contrato	Porcentaje Máximo del Valor Inicial del Bien Arrendado
Vehículo Automotor	1 - 12 meses	22.0%
Vehículo Automotor	13 - 24 meses	19.3%
Vehículo Automotor	25 - 36 meses	16.5%
Vehículo Automotor	37 - 48 meses	11.0%
Vehículo Automotor	49 - 60 meses	8.3%
Vehículo Automotor	más de 60 meses	0.0%
Otro Bien Mueble que no sea Vehículo Automotor	Cualquier Plazo	0.0%

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Agente Estructurador.

Análisis de Flujo de Efectivo

Para determinar el comportamiento esperado de la Emisión, HR Ratings realizó un análisis de flujo de efectivo bajo un escenario base y uno de alto estrés económico, siendo este último el de mayor relevancia para HR Ratings, ya que a partir de éste se determinará la Mora Máxima que soporta la Emisión, manteniendo su capacidad de pago en tiempo y forma. Mientras tanto, el escenario base busca determinar el comportamiento esperado bajo condiciones económicas probables.

Escenario de Estrés

El escenario de estrés planteado por HR Ratings toma en cuenta diversos supuestos y variables financieras que impactarían el desempeño de la Emisión y que reflejan la sensibilidad de esta ante distintos factores. Lo anterior para poder determinar el mayor nivel de incumplimiento del portafolio que soportaría bajo condiciones desfavorables, y aun así poder hacer frente a sus obligaciones de pago en tiempo y forma.

Los supuestos utilizados en el análisis realizado fueron los siguientes:

- Monto de la Emisión por P\$600.0m (vs. P\$700.0m en el análisis anterior).
- Servicio de la deuda mensual, con pagos de intereses durante el Periodo de Revolvencia y de principal e intereses durante el Periodo de Amortización.
- La tasa de la Emisión promedio ponderada ascendería de 13.5% (vs. 13.0% en el análisis anterior), lo que sería equivalente a una TIIE promedio ponderada de 10.3%, considerando un escenario de estanflación y una sobretasa de 3.2%. La sobretasa utilizada es un supuesto utilizado por HR Ratings, y no hace referencia alguna a la sobretasa a ser determinada al momento de la colocación de la Emisión de mercado.

- D. Contratación de un instrumento derivado de cobertura (CAP) para la TIIE durante toda la vigencia de la Emisión con una contraparte cuya calificación es equivalente a HR AAA, considerando un nivel indicativo de 12.5%. Sin embargo, la curva de tasas proyectada por HR Ratings para los periodos siguientes no llegaría a este nivel, por lo que el beneficio del CAP sería limitado.
- E. Aforo Mínimo Requerido de 1.25x y Aforo Requerido de la Emisión de 1.35x.
- F. La fórmula para el cálculo del Aforo es la sumatoria del Valor Presente de los Derechos al Cobro Elegibles, más el efectivo fideicomitido exceptuando el fondo de pagos mensuales, entre el saldo insoluto de los CEBURS Fiduciarios.
- G. Periodo de Revolvencia en los primeros 24 meses de vigencia de la Emisión, en la cual se podrá realizar la adquisición de nuevos Derechos al Cobro con un pago de contraprestación siempre y cuando el Aforo se ubique en un nivel igual o superior al Aforo Requerido.
- H. Una vez finalizado el Periodo de Revolvencia, comenzará el Periodo de Amortización *full-turbo* en el periodo 25; en donde se utilizarán todos los recursos para la amortización anticipada del principal una vez cubiertos los pagos de mantenimiento e intereses. El vencimiento de la Emisión será en el mes 59 de los 60 meses legales.
- I. El Fondo de Mantenimiento deberá contener los recursos que correspondan a tres meses o a una cuarta parte (1/4) del monto total de los gastos de mantenimiento anuales. Además, mes a mes, se deberá de reservar (1/12) un doceavo adicional de los gastos anuales.
- J. El Fondo de Reserva contendrá las cantidades que sean necesarias para hacer los pagos de intereses de la Emisión que deban hacerse en las siguientes tres fechas de pago.
- K. El Fondo de Pagos Mensuales contendrá las cantidades que sean necesarias para hacer los pagos de intereses y principal que deban pagarse en la siguiente fecha de pago.
- L. Fondo para Nuevos Derechos al Cobro con un monto inicial de P\$221.5m, el cual podrá ser utilizado durante todo el Periodo de Revolvencia para el pago de contraprestación para nuevos Derechos de Cobro.
- M. Adquisiciones de Derechos al Cobro mensuales promedio por P\$37.0m durante el Periodo de Revolvencia (vs. P\$43.0m en el análisis anterior). El pago de la contraprestación será tal que el aforo sea igual o mayor a 1.35x durante el Periodo de Revolvencia.
- N. Gastos de mantenimiento mensuales por P\$0.3m y anuales por P\$3.6m.
- O. El valor de los residuales para el cálculo del VPN para el aforo será determinado mediante la aplicación de un porcentaje, el cual será determinado con base en el plazo del contrato.

- P. Se incorpora un *stick-rate* de 75.1%, de acuerdo con el histórico del portafolio del Fideicomitente.
- Q. Plazo de originación promedio ponderado de los Derechos al Cobro cedidos de 40 meses, considerando que sólo serán incluidos para el cálculo del aforo aquellos flujos de cobranza que se encuentren en la vigencia de la Emisión.
- R. No se considera prepagos dado que los Contratos de Arrendamientos son a plazo forzoso, por lo que, al tener algún pago anticipado, el monto original que se adeuda por concepto de rentas no se ve modificado.
- S. Mora mensual de 0.0% durante el Periodo de Revolvencia, y de 1.9% mensual incremental durante el Periodo de Amortización (vs. 0.0% y 1.9% respectivamente en el análisis anterior).
- T. Uso de todos los recursos de la Emisión para el pago de obligaciones.

Considerando los supuestos de estrés, se obtuvieron los siguientes resultados:

Figura 8. Escenario Proyectado por HR Ratings para la Emisión

Supuestos	
Monto de la Emisión (P\$m)	600.0
VPN de los Derechos a Ceder (P\$m)	567.7
Efectivo Inicial para Originar (P\$m)	221.6
Plazo Promedio de los Contratos Originados (meses)	40.0
Tasa de Interés Promedio Ponderada CEBURS Fiduciarios	13.5%
Resultados	
Evento de Amortización Anticipada	No
Morosidad Acumulada de la Emisión	27.1%
Morosidad de la Emisión Durante el Periodo de Revolvencia	0.0%
Morosidad de la Emisión Durante el Periodo de Pass-Through	1.9%
Aforo Inicial	1.35
Aforo Mínimo Durante el Periodo de Revolvencia	1.35
Aforo Máximo Durante el Periodo de Revolvencia	1.35
Periodos de Revolvencia	24
Mes de Amortización Total	59

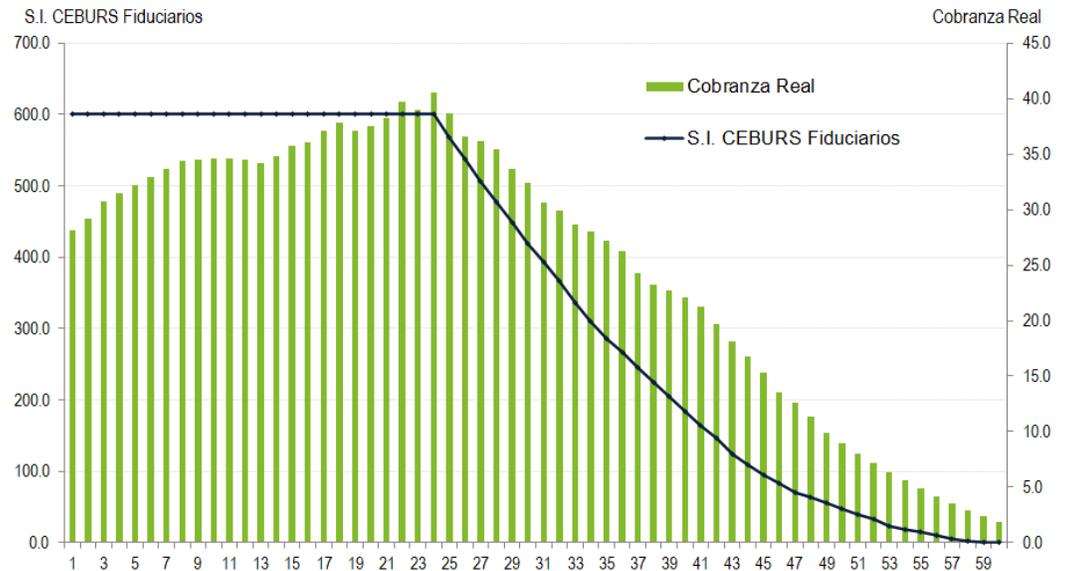
Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

Analizando el comportamiento de la Emisión, esta mostraría al inicio de su colocación un monto en VPN de los Derechos al Cobro cedidos por P\$567.7m, mientras que, una vez efectuados los gastos correspondientes y la constitución de fondos, la Emisión mostraría un efectivo para originar de P\$221.6m, lo que conllevaría a mostrar un aforo inicial de 1.35x, en línea con el aforo requerido.

Adicionalmente, se espera que en el Periodo de Revolvencia se realicen adquisiciones de cartera por un monto promedio de P\$37.0m, con lo cual la cobranza iría en aumento hasta el periodo 24, donde llegaría a su punto máximo de cobranza. Una vez concluido

el Periodo de Revolvencia, iniciaría el Periodo de Amortización bajo un esquema *full-turbo*, en donde el total de los recursos serían destinados a la amortización de la Emisión. Con ello, se espera que la Emisión muestre una amortización total del saldo insoluto en el mes 59 de los 60 meses legales.

Figura 9. S.I. CEBURS Fiduciarios vs. Cobranza Real (P\$m)



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

Referente a los ingresos esperados por cobranza, estos mostrarían un monto acumulado de P\$1,771.6m, en donde el 52.2% de estos serían generados en el Periodo de Amortización, y el 47.8% restante serían generados en el Periodo de Revolvencia. Adicionalmente, estos ingresos serían generados en su mayoría por la cobranza de rentas, al resultar con un monto de P\$1,718.2m durante la vida de la Emisión, mientras que la cobranza por residuales sería de P\$55.3m.

Por otro lado, los ingresos totales mostrarían un monto de P\$1,789.5, la principal partida sería la cobranza de rentas, y en donde el 62.3% de la cobranza vendría del Periodo de Revolvencia, mientras que el 44.4% restante estarían siendo generados en el Periodo de Amortización. Dentro de los ingresos generados, estos serían resultado de la cobranza de rentas, cobranza por residual, ingreso por intereses y los demás fondos del Fideicomiso. En línea con lo anterior, en el Periodo de Revolvencia se espera un monto de ingresos de P\$1,115.7m, en donde el 72.9% sería resultado de la cobranza de rentas, el 2.3% de cobranza de residuales; mientras que, en las cuentas del Fideicomiso, el 19.9% de la cobranza sería resultado del efectivo al inicio del periodo, el 2.5% por ingresos por intereses, y el 2.4% restante serían generados por las demás cuentas del Fideicomiso. Referente al Periodo de Amortización, se esperan ingresos por P\$699.9m, en donde el 94.1% de estos serían generados por la cobranza de rentas, el 1.7% por la cobranza de residuales; mientras que el 4.2% restante provendrían de las demás cuentas del Fideicomiso.

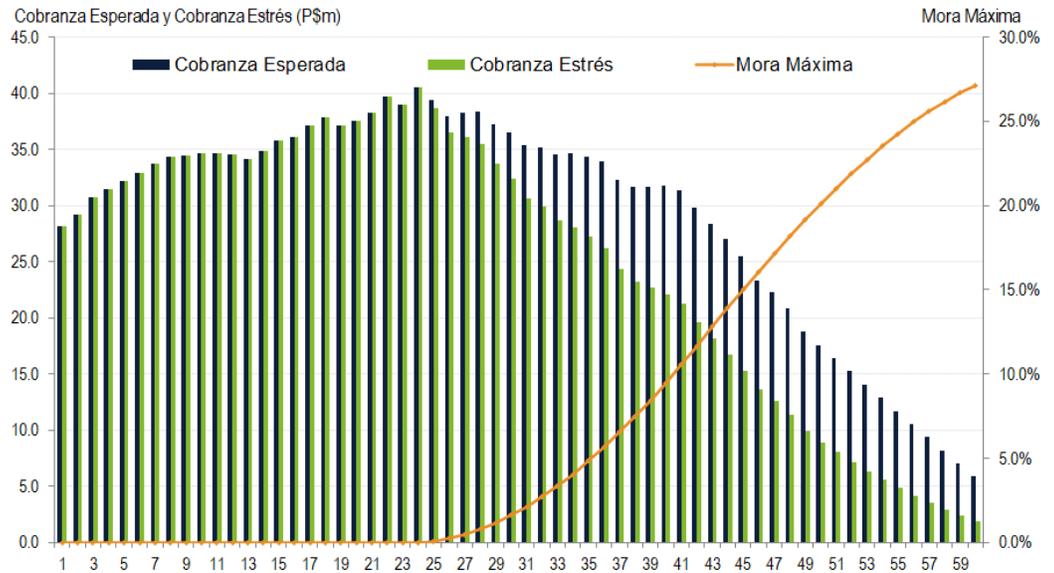
Figura 10. Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Revolvencia	Periodo de Amortización Full-Turbo	Total
Cobranza Esperada	847.2	924.4	1,771.6
Rentas	813.5	904.7	1,718.2
Residuales	33.6	19.7	53.3
Cobranza Esperada ajustada por Stick Rate Histórico y RM*	838.8	919.5	1,758.3
Rentas	813.5	904.7	1,718.2
Residuales al 75.1%	25.3	14.8	40.1
Cobranza No Realizada por Mora	0.0	249.3	249.3
Rentas	0.0	246.2	246.2
Residuales	0.0	3.1	3.1
Cobranza Realizada	838.8	670.2	1,509.0
Rentas	813.5	658.5	1,472.0
Residuales	25.3	11.7	37.0
+ Ingresos por Intereses de Fondos	28.1	3.6	31.7
+ Constitución (Saldos) Inicial de Reserva de Mantenimiento	0.9	2.4	0.9
+ Constitución (Saldos) Inicial de Reserva de Intereses	19.8	16.9	19.8
+ Constitución (Saldos) Inicial de Reserva de Pagos Mensuales	6.6	6.8	6.6
+ Efectivo Inicial Nuevos Derechos al Cobro	221.6	0.0	221.6
+ Efectivo Inicial Fondo General	0.0	0.0	0.0
- Saldo Final de Reserva de Mantenimiento	2.4	0.0	0.0
- Saldo Final de Reserva de Intereses	16.9	0.0	0.0
- Saldo Final de Reserva de Pagos Mensuales	6.8	0.0	0.0
- Saldo Final de Nuevos Derechos al Cobro	0.0	0.0	0.0
- Saldo Final de Fondo General	0.0	2.6	2.6
- Gastos de Mantenimiento	14.4	17.7	32.1
- Gastos de Intereses	167.6	79.6	247.2
- Adquisición de Cartera	861.0	0.0	861.0
- Liberación de Remanentes	46.6	0.0	46.6
- Amortización CEBURS Fiduciarios	0.0	600.0	600.0
TOTAL	0.0	0.0	0.0

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

*RM: Riesgo de Mercado

Con respecto a la distribución de los egresos de la Emisión, se esperan un monto de egresos acumulados por P\$1,789.5m, de los cuales el 55.6% estarían siendo generados en el Periodo de Revolvencia, mientras que el 44.4% restante provendrían del Periodo de Amortización. En línea con lo anterior, durante el Periodo de Revolvencia se mostraría un monto erogado de P\$1,115.7m, de los cuales la adquisición de cartera resultaría la partida más representativa con el 77.2% de los gastos, seguida del pago de intereses con el 15.0%, mientras que el 7.8% restante provendría de otros gastos de la Emisión, así como a la liberación de remanentes. Por su parte, durante el Periodo de Amortización, la principal partida sería la amortización de la Emisión, con el 85.7% de los gastos, seguida del pago de intereses con el 11.4% y el 2.9% restante estaría distribuido en otros gastos de la Emisión.

Figura 11. Cobranza Esperada vs. Cobranza Estrés vs. MM



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

Durante el Periodo de Revolvencia, se asume que el Fideicomitente tendrá la capacidad de sustituir cartera vencida por cartera elegible, por lo que en dicho periodo no se proyectó morosidad. Lo anterior con el objetivo de que se utilice todo el efectivo cedido al Fideicomiso durante el Periodo de Revolvencia, y con ello que no se tenga un beneficio por una amortización acelerada. Por otro lado, una vez entrando al Periodo de Amortización, la Emisión no podrá realizar sustituciones de cartera vencida, lo que conlleva a incorporar una mora mensual incremental de 1.9%.

Adicionalmente, es importante comentar que la cobranza esperada de residuales no tiene un ajuste adicional por riesgo de mercado, derivado que los valores residuales esperados ya incorporan un castigo en línea con los porcentajes establecidos en la documentación legal. Para ello, se incorpora una tasa de ejecución de los residuales en línea con el *stick rate* histórico del Fideicomitente de 75.1%. En línea con lo anterior, la cobranza esperada ajustada por *stick rate* en el Periodo de Amortización sería de P\$919.5m, mientras que al aplicar una mora mensual incremental de 1.9%, la cobranza no realizada por mora sería de P\$249.3m, con lo que la Mora Máxima alcanzaría un nivel de 27.1%, que al compararlo con una TIH de 2.1%, el VTI resultaría en un nivel de 12.9x (vs. 26.8%, 2.1% y 12.8x respectivamente en el análisis anterior).

Glosario de ABS

Aforo. (Sumatoria del Valor Presente Neto de los Derechos al Cobro Elegibles + Efectivo Fideicomitido – Fondo de Pagos Mensuales) / saldo Insoluto del financiamiento.

Mora Máxima. Cobranza no Realizada por Mora de Rentas y Residuales / (Cobranza Esperada de Rentas en Periodo de Amortización + Cobranza Esperada de Residuales en Periodo de Amortización – Cobranza no Realizada de Residuales por Riesgo de Mercado en Periodo de Amortización).

Tasa de Incumplimiento Histórica (TIH). Suma Promedio Ponderada de la Máxima Mora Anual y la Originación del Periodo.

Veces Tasa de Incumplimiento (VTI). Mora Máxima / TIH.

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 52 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

Carmen Oyoque +52 55 5105 6746
carmen.oyoque@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 la Emisión de Deuda Respaldada por Flujos Generados por un Conjunto de Activos Financieros (México), Enero 2023

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

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

Calificación anterior	HR AA+ (E) / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	3 de octubre de 2022
Período que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero 2014 - Diciembre 2022
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera, legal y de cosechas proporcionada por el Agente Estructurador y por el Fideicomitente.
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)	La calificación ya incluye dicho factor de riesgo.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, 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 calificador 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).