

## Calificaciones

Instrumentos	Calificación Actual
Calificación LP	'AA / M (e)'

## Perspectiva

Estable

## Principales Características

Clave de Pizarra:	AUTLNCB 17
Monto (Ps\$ millones):	1,500
Plazo:	5 años
Fideicomitente:	Autlán
Administrador Maestro:	Finacity
Garantía:	33%
Garante:	Bancomext
Tasa de Interés:	TIEE28 + Sobretasa

## Fundamentos de la calificación

Los Certificados Bursátiles Fiduciarios (CBs) tienen como fuente de pago los flujos de efectivo futuros derivados de la cobranza proveniente de las facturas emitidas por Compañía Minera Autlán, S.A.B. de C.V. (Autlán) que amparen productos enviados a los clientes, cuyos derechos de cobro serán cedidos al fideicomiso a través de un contrato de factoraje. Autlán no respaldará con su patrimonio el pago de las emisiones al amparo de este programa; no obstante, el fiduciario continuará adquiriendo derechos de cobro por parte de Autlán hasta que se amorticen totalmente los Certificados Bursátiles.

La calificación de esta emisión de CBs considera los flujos de efectivo estimados que formarán parte del patrimonio del fideicomiso, el comportamiento favorable de las Coberturas de Servicio de Deuda (DSCR) presentados ante distintos escenarios de estrés modelados por Verum, además de los adecuados mecanismos de mejora crediticia y la eficiente estructura financiera y prelación de pagos de la transacción. Asimismo, la calificación toma en cuenta la calidad crediticia de Autlán, la importancia estratégica de sus productos en la operación de sus principales clientes lo cual ha derivado en una sana cobranza y originación de cartera, así como la alta concentración en la cartera crediticia de la compañía que a su vez mantiene poca variación en sus acreditados más importantes, y su riesgo intermedio en la continuidad de operaciones por mantener una alta dependencia a la industria del acero. Adicionalmente, otro aspecto relevante tomado en cuenta para el otorgamiento de esta calificación es la garantía parcial del 33% del saldo principal insoluto de la emisión, otorgada por Banco Nacional del Comercio Exterior, S.N.C. (Bancomext).

Verum modeló los flujos de efectivo futuros que serán generados por Autlán y recibidos por parte del fideicomiso durante la vida de la emisión. El escenario base muestra un DSCR promedio superior a 5.0x, mientras que los distintos escenarios de estrés continúan mostrando coberturas en niveles favorables, siendo el promedio superior a 2.5x. Estos niveles van de acuerdo con la calificación asignada.

## Analistas

**Jonathan Félix Gaxiola**  
T (52 81) 1936 6692 Ext.107  
M jonathan.felix@verum.mx

**Jesús Hernández de la Fuente**  
T (52 81) 1936 6692 Ext.108  
M jesus.hernandez@verum.mx

## Perspectiva y Factores Clave

La perspectiva de calificación es 'Estable'. La calificación podría incrementarse en caso de observarse crecimientos mayores a los esperados por Verum en la generación de ingresos al fideicomiso, que encaminen a continuas mejoras en los indicadores de coberturas de servicio de la deuda de la transacción. Por otra parte, la calificación podría verse afectada a la baja si se observa un deterioro importante en la calidad crediticia del fideicomitente o por una disminución en la generación de flujos de efectivo entrantes al fideicomiso que lleve a deterioros considerables en las coberturas de servicio de la deuda.

### Principales Características de la Emisión

Los Certificados Bursátiles Fiduciarios ‘AUTLNCB 17’ son por hasta Ps\$1,500 millones y es la primera emisión al amparo de un programa revolvente de Ps\$2,000 millones. El plazo de vigencia de la emisión será de aproximadamente 5 años; sin embargo, la transacción cuenta con un periodo de amortización objetivo en el cual el fideicomiso realizará amortizaciones parciales de manera mensual (Pagos de Principal Objetivo). Es importante mencionar, que cualquier falta de pago de principal objetivo no significará un incumplimiento ni el comienzo del periodo de amortización acelerada de los CBs.

<b>Clave de Pizarra</b>	AUTLNCB 17
<b>Monto del Programa</b>	Ps\$2,000,000,000 (Dos mil millones de pesos)
<b>Monto de la Emisión</b>	Ps\$1,500,000,000 (Mil quinientos millones de pesos)
<b>Plazo</b>	5 años
<b>Fideicomitente</b>	Compañía Minera Autlán, S.A.B. de C.V. (Autlán)
<b>Fiduciario</b>	CI Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple (CI Banco)
<b>Administrador de Activos</b>	Autlán
<b>Administrador Maestro</b>	Finacity Corporation
<b>Representante Común</b>	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero (Monex)
<b>Fideicomisarios en Primer Lugar</b>	Tenedores de los Certificados Bursátiles Fiduciarios
<b>Fideicomisario en Último Lugar</b>	El fideicomitente, mismo que tiene el derecho de que se le reviertan los bienes y derechos que aportó al Fideicomiso una vez que hayan sido pagados el principal e intereses y demás cantidades pagaderas conforme a los CBs
<b>Garantía</b>	Hasta el 33% del saldo insoluto de los CBs
<b>Garante</b>	Bancomext, quien tiene el derecho de recibir las cantidades que hubiere erogado en caso de haberse hecho efectiva la Garantía conforme a lo establecido en el respectivo Contrato de Garantía
<b>Colocadores</b>	Actinver Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Actinver Casa de Bolsa Banorte Ixe, S.A. de C.V., Grupo Financiero Banorte
<b>Tasa de interés</b>	TIIE28 + Sobretasa

#### Metodologías utilizadas

Metodología para calificación de Financiamiento Estructurado (Febrero 2016).

Metodología para calificación de Corporativos (Febrero 2016).

Metodología para Calificación de Garantías Parciales (Febrero 2016).

### Descripción del Originador

Autlán fue fundada en 1953 para la explotación de la mina de manganeso en el municipio de Autlán (Jalisco, México), siendo la primera minera administrada por mexicanos. Actualmente, la compañía obtiene ese mineral a través de sus tres minas ubicadas en el Estado de Hidalgo (Molango, Naopa y Nonoalco) y gran parte de su extracción la transforma en nódulos para utilizarlos en su principal línea de negocio que es la de producción y comercialización de ferroaleaciones de manganeso

(ferromanganeso y silicomanganeso), actividad que realiza por medio de sus tres plantas: Tamós en Veruacruz, Teziutlán en Puebla, y Gómez Palacio en Durango; adicionalmente, genera energía eléctrica sustentable para consumo propio gracias a su filial Compañía Energía Mexicana (CEM).

**Análisis de las Operaciones**

Minera Autlán opera con poco menos de 2,000 empleados (~66% de planta y ~34% eventuales), sus oficinas corporativas se encuentran en San Pedro Garza García, N.L. y en la Ciudad de México. Actualmente su actividad económica se basa en la extracción de mineral de manganeso (Mn), y la producción y venta de ferroaleaciones utilizadas principalmente en la industria siderúrgica. La operación se realiza a través de tres líneas de negocio: Minería, Ferroaleaciones y Energía.

Minería:

Autlán cuenta con tres minas que en conjunto mantienen una capacidad de extracción aproximada de 1,192 kilotoneladas por año (ktpa). Éstas se encuentran ubicadas en Molango (capacidad para 505 ktpa), Naopa (600 ktpa) y Nonoalco (17 ktpa), en el estado de Hidalgo. Esta división se encarga de la obtención de carbonatos de manganeso (~23.0% Mn), mineral que se vende al mercado nacional y extranjero, o bien, se procede a su nodulización para la obtención de ‘nódulos de manganeso’ (~37.5% Mn).

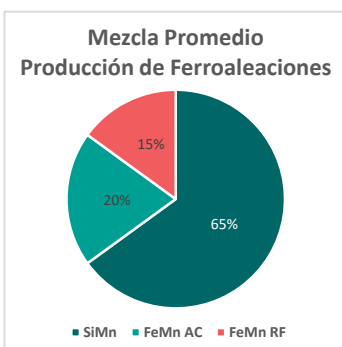
El producto de nódulos es fabricado exclusivamente por Autlán a nivel mundial. Éste concentra el contenido de mineral del manganeso, por lo que ofrece ciertas ventajas frente al manganeso en su forma natural durante la fabricación de las ferroaleaciones (menor consumo de energía eléctrica y cantidad de carbono).

Autlán cuenta con Reservas Probadas (sin riesgo de discontinuidad del material) de 28.6 millones de toneladas métricas que son suficientes para más de 30 años de operación. Además, mantiene Reservas Probables (poco riesgo de discontinuidad del material) de 250 millones de toneladas métricas.

Ferroaleaciones:

Esta división se encarga de recibir los nódulos de manganeso generados por la línea de minería, para la producción y venta de ferroaleaciones. Lo anterior se realiza a través de tres plantas: Tamós en el estado de Veracruz (capacidad de ~144 ktpa), Teziutlán en Puebla (~54 ktpa) y Gómez Palacio en Durango (~33 ktpa). Las plantas de Teziutlán y Tamós son altamente eficientes y se encuentran en el primer cuartil de la curva de costos de producción de silicomanganeso a nivel mundial.

En los últimos años, la proporción de producción de ferroaleaciones ha sido encabezada por el Silicomanganeso representando un 65% del total, seguida por el Ferromanganeso Alto Carbón (FeMn AC) con un 20% y el restante por los Ferromanganesos Refinados (FeMn RF: Ferromanganeso Medio Carbón, Ferromanganeso Bajo Carbón, Ferromanganeso Medio Carbón Nitrogenado).



Energía:

Esta división se encuentra integrada por la Compañía de Energía Mexicana, S.A. de C.V. (CEM). Esta empresa opera la Central Hidroeléctrica Atexcaco en Puebla con el objetivo de satisfacer las necesidades de consumo eléctrico de Autlán. En el 2015, la Central generó cerca de 250 GWh de energía, equivalente al 31% del consumo total de Autlán, generando un ahorro de Ps\$174.8 millones durante ese periodo. Para el mediano plazo, el objetivo es crear un autoabastecimiento de energía de al menos un 75%.

En general, los productos más relevantes ofrecidos por Autlán son los siguientes:

Producto	Descripción	División
Carbonatos de Manganeso	Utilizado para la producción de acero	Minería
Bioxido de Manganeso Grado Batería	Usado en la fabricación de pilas secas	Minería
Bioxido de Manganeso Grado Cerámico	Utilizado como pigmento para la arcilla cocida, en la producción de ladrillo, teja y productos cerámicos	Minería
Óxido Manganoso	Aditivo en la formulación de alimentos balanceados para animales	Minería
Nódulos de Manganeso	Materia prima para la fabricación de ferroaleaciones	Minería
Ferromanganeso (Alto Cabón, Medio Carbón, Bajo Carbón y Medio Carbón Nitrogenado)	Utilizado en la industria siderúrgica como materia prima para la producción de aceros estructurales, en la industria de la fundición y producción de varilla, planchón, entre otros.	Ferroaleaciones
Silicomanganeso	Materia prima indispensable principalmente para la producción de aceros estructurales.	Ferroaleaciones

**Posición Competitiva**

Tomando en cuenta la industria extractiva en México, sólo existen tres empresas como competidoras de Autlán; sin embargo, los productos ofrecidos por estas compañías son distintos. Es un aspecto positivo el que la empresa no cuente con competidores directos de sus productos en el territorio nacional.

La competencia a nivel nacional proviene en su mayor parte por la importación de productos. Brasil es uno de los principales productores de ferroaleaciones en América, pero Autlán también presenta importantes competidores provenientes de Sudáfrica, Australia, Ucrania, India y sobretodo China. Parte de este riesgo se mitiga por el servicio que brinda Autlán a sus clientes al ser el único proveedor en el mercado nacional (entregas justo a tiempo, líneas de crédito, asesoría técnica para el uso de sus productos), además de los impuestos cargados a los productos importados, el tiempo que toma la entrega de los bienes, y los retos logísticos que se presentan al realizar esta actividad; no obstante, en los últimos años el sector siderúrgico mexicano se ha visto afectado por prácticas desleales del comercio internacional como dumpings, subsidios, evasión fiscal, entre otros.

La compañía posee una buena posición competitiva en el mercado internacional principalmente derivado de su ubicación geográfica, lo cual le permite ciertas ventajas frente a sus competidores. En los últimos años la empresa ha venido dedicando importantes esfuerzos a disminuir su estructura de costos para mejorar su posición competitiva en la industria global y poder sortear de mejor manera la parte baja de los ciclos de la industria.

### Ingresos

Los ingresos de la compañía mantienen una alta dependencia a la industria del acero debido a

Ingresos:	2015	2014	2013	2012	2011
Ferroaleaciones	3,481 82%	3,709 83%	3,367 93%	3,687 96%	3,633 96%
Productos Minero	739 18%	777 17%	249 7%	169 4%	153 4%
<b>Total Ps\$ millones</b>	<b>4,220</b>	<b>4,486</b>	<b>3,616</b>	<b>3,856</b>	<b>3,786</b>

que el manganeso es un componente clave en la producción de este material, y a que la mayoría de los productos ofrecidos por Autlán son utilizados principalmente por empresas acereras. Históricamente, más del 80% de las ventas han provenido de la comercialización de ferroaleaciones, y el resto de la división de minería.

Producción de Autlán (miles de toneladas)

	2014	2015	Variación
Carbonatos	944	891	-5.6%
Nódulos	499	464	-7.0%
Óxidos Mn	67	43	-35.8%
Ferroaleaciones	228	206	-9.6%

Los ingresos acumulados al cierre de cada año han sido volátiles, aunque muestran una ligera tendencia alcista (tmac 2012-2015: 3.1%); sin embargo, durante el 2015 estos fueron de Ps\$4,220 millones, significando una caída del 5.9% respecto al año anterior. Es importante mencionar que el 100% de las ventas están denominadas en dólares (USD); de esta forma, si el tipo de cambio hubiese permanecido constante, la caída hubiera sido del 20.8%. Esta situación se debe a que la industria siderúrgica tuvo un escenario adverso en el 2015, que derivó en recortes de producción en todas sus líneas por parte de Autlán.

Para los primeros nueve meses del 2016, los ingresos totales se encontraron en Ps\$2,961 millones (USD\$163 millones), lo que representa un decremento del 11.4% respecto al 9M15. Para el resto del 2016 se espera que la generación de ingresos muestre cierta recuperación y que el acumulado al final del año sea superior a Ps\$4,000 millones (~USD\$230 millones).

### Costos y Gastos

Los costos y gastos totales de Autlán al cierre del 2015 sumaron Ps\$3,987 millones, mostrando una disminución del 3.4% respecto al año anterior, nivel que se encuentra parcialmente en línea con la disminución de ingresos en ese periodo. Históricamente, el 65%-75% de los gastos han sido denominados en pesos (Ps\$).

Costos y Gastos:	2015	2014	2013	2012
Costo de materiales	35.7%	36.9%	30.6%	35.5%
Remuneraciones y beneficios al personal	13.4%	12.8%	13.0%	12.6%
Energía eléctrica y suministros	11.4%	18.3%	24.9%	26.1%
Depreciación y amortización	10.9%	8.2%	7.9%	6.9%
Combustibles	5.4%	5.7%	5.1%	2.1%
Servicios contratados	4.3%	4.0%	4.0%	6.8%
Reparaciones y mantenimiento	4.0%	2.9%	2.8%	0.2%
Costo de transportación	3.1%	2.5%	1.7%	2.8%
Arrendamientos	1.4%	1.2%	1.6%	1.6%
Seguros	1.4%	1.5%	1.7%	1.6%
Otros	8.9%	6.0%	6.6%	3.9%
<b>Total Ps\$ millones</b>	<b>3,987</b>	<b>4,129</b>	<b>3,530</b>	<b>3,545</b>

Los egresos más representativos son: 1) costo de materiales, 2) remuneraciones y beneficios al personal, 3) energía eléctrica y suministros, y 4) depreciación y

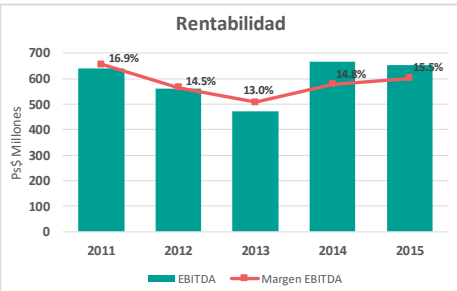
amortización. Estos rubros han representado en promedio el 76.3% de los gastos en los últimos cuatro periodos y sus proporciones respecto al total se han mantenido relativamente estables. Se destaca que el rubro de energía eléctrica y suministros mantiene una tendencia a la baja como consecuencia de la adquisición y mejoras realizadas a la Central Hidroeléctrica Atexcaco.

Al 3T16 el importe acumulado en este rubro es de ~Ps\$2,885 millones (USD\$158 millones) y estimamos que hacia adelante la estructura de costos y gastos de Autlán se irá flexibilizando gradualmente para ajustarse a las situaciones de mercado que se presenten.

**Análisis de la Utilidad**

La rentabilidad ha mostrado un comportamiento volátil en los últimos cinco años, a causa de que la generación de utilidades mantiene una alta dependencia del comportamiento de los precios internacionales del acero.

El EBITDA acumulado al cierre del 2015 fue de Ps\$653 millones y éste ha sido variable en los últimos años; sin embargo, el margen EBITDA se ha comportado relativamente más estable. Durante el mismo periodo, el margen EBITDA se ubicó en 15.5% (2014: 14.8%), mientras que el promedio en los últimos cinco años es de 14.9%, lo cual refleja la capacidad de la compañía para ajustar su estructura de gastos a las condiciones de mercado. Para el 3T16 este indicador muestra un nivel de 14.8% (UDM) y estimamos que al cierre del año continuará en niveles cercanos al 15.0% debido a la reciente recuperación presentada en los precios del acero.



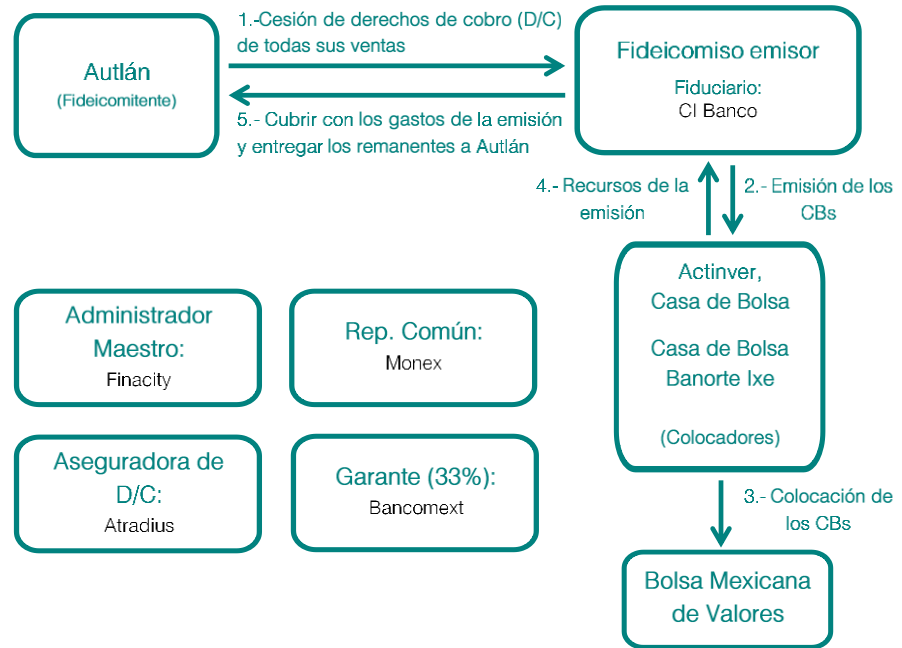
**Endeudamiento y Estructura de Capital**

A septiembre del 2016, la deuda total de Autlán se sitúa en USD\$106 millones (~Ps\$2,072 millones), de los cuales el 31% es a corto plazo. Ésta se compone de dos préstamos con bancos internacionales, uno por USD\$71.9 millones y el otro por USD\$1.0 millones; además de USD\$33.3 millones de bonos no subordinados y una mínima cantidad con una proveedora de equipo de minería. Es importante mencionar, que con esta emisión estructurada se pretende hacer una sustitución de pasivos actuales (financiamiento bancario) que ayudaría a disminuir el costo de financiamiento, liberando cerca de USD\$3 millones trimestrales que serán utilizados para necesidades de inversión.

El indicador de Deuda Total a EBITDA de los últimos doce meses terminados en septiembre de 2016 mostró un valor de 3.6x (2015: 3.5x) mientras que el de Deuda Neta a EBITDA durante el mismo periodo es de 2.6x (2015: 2.6x). Si bien el sector en particular es altamente cíclico, la administración mantiene un indicador objetivo de Deuda Neta / EBITDA de 3.0x, lo cual Verum considera como razonable, entendiendo que este puede ubicarse un poco más arriba o abajo dependiendo de la parte del ciclo en la que se encuentre la industria.

### Estructura de la Transacción

#### Descripción de la Emisión



#### Uso de los Recursos Provenientes de la Emisión

Las cantidades que se reciban por la presente emisión, deberán aplicarse de acuerdo al siguiente orden de prelación:

1. Pago de los gastos de la emisión.
2. Pago de la contraprestación de los derechos al cobro transmitidos en o antes de la fecha de la emisión:
  - a. Cubrir los gastos, impuestos, derechos y cualquier otras cantidades que resulten necesarias para obtener la liberación de los derechos de cobro que se pretenden transmitir al fideicomiso.
  - b. Constituir el Fondo de Mantenimiento, Fondos de Reserva, Fondo para pago de Intereses, Fondo para Amortizaciones de Principal, y cumplir con la cantidad a entregar al fideicomitente que se haya indicado en el comité de la emisión (\$1,000 pesos) para la constitución del fideicomiso.

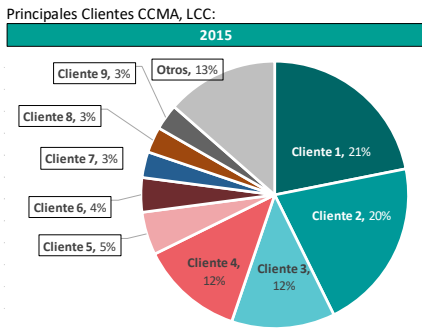
#### Calidad del Activo

El precio y la producción de los productos vendidos por Autlán, cuyos derechos de cobro son cedidos al fideicomiso, están ligados en gran medida a los precios internacionales del acero, estos factores son ajenos al control de la empresa e históricamente han mostrado una alta volatilidad.

La cartera de clientes de Autlán está compuesta principalmente por productores de acero, y en menor medida de empresas relacionadas a la industria de baterías, cerámica y alimento para animales.

Durante los últimos cinco años, entre el 66%-70% de las ventas han provenído de clientes nacionales, y el restante 30%-34% del mercado extranjero (principalmente Estados Unidos y Canadá). Estimamos que hacia adelante estas proporciones se mantendrán en valores similares.

Debido a que en esta industria es poco común que surjan nuevos competidores, la base de clientes no ha sufrido cambios relevantes desde hace al menos quince años; sin embargo, existe una alta concentración de ingresos por cliente. En los últimos tres periodos, los mismos cinco clientes han representado alrededor del 70% de los ingresos totales. Uno de los más relevantes es CCMA, LLC, que es el distribuidor por medio del cual se realizan todas las ventas de ferroaleaciones a más de 10 empresas en el mercado norteamericano; los demás, son compañías dedicadas a la industria siderúrgica.



Ingresos de Autlán por cliente:

2015		2014		2013	
Ciente 1	22%	Ciente 1	23%	Ciente 1	19%
Ciente 2	20%	Ciente 2	18%	Ciente 2	17%
Ciente 3	11%	Ciente 3	13%	Ciente 3	13%
Ciente 4	9%	Ciente 4	10%	Ciente 4	13%
Ciente 5	8%	Ciente 5	6%	Ciente 5	9%
Ciente 6	5%	Ciente 6	5%	Ciente 6	6%
Ciente 7	3%	Ciente 7	5%	Ciente 7	5%
Ciente 8	3%	Ciente 8	2%	Ciente 8	2%
Ciente 9	2%	Ciente 9	2%	Ciente 9	2%
Ciente 10	2%	Ciente 10	2%	Ciente 10	2%
Ciente 11	2%	Ciente 11	1%	Ciente 11	2%
Ciente 12	1%	Ciente 12	1%	Ciente 12	1%
OTROS	12%	OTROS	12%	OTROS	9%
70%		70%		71%	
30%		30%		29%	

### Cobranza y Administración de la Cartera

Si bien la cartera de clientes ha tenido pocas variaciones, en caso de que exista un nuevo cliente, se necesita la aprobación de la Dirección General, Dirección Comercial y de la Dirección de Finanzas para el otorgamiento de crédito. Posteriormente, el Comité de Crédito determina si existe la necesidad de un Aval o la entrega de una garantía. Una vez autorizado el crédito, se otorga el plazo de pago el cual depende del perfil del cliente, los plazos van desde 15 hasta 60 días; el DSO (Days Sales Outstanding) promedio de los últimos cuatro años se ubica en 31 días.

Los insumos que la compañía vende a sus clientes son considerados estratégicos y claves para su operación, Autlán tiene la capacidad de frenar el suministro de productos y consecuentemente retrasar la operación de estas empresas en el momento que se alarga de manera considerable el pago de una factura. Además, en México resulta difícil que la compañía sea sustituida como proveedor ya que es el



único abastecedor a nivel nacional; de esta forma, la cobranza se ha mantenido históricamente con un comportamiento favorable.

La empresa mantiene una cartera sana, aquella con atrasos mayores a 91 días se ha ubicado en un nivel promedio ligeramente superior al 1.5% del total en los últimos tres años. Es importante mencionar que actualmente Autlán mantiene una cuenta por cobrar por Ps\$75.9 millones como consecuencia de la suspensión de pagos de Altos Hornos de México (AHMSA) en el año de 1999; no obstante, Autlán ha continuado vendiendo y recibiendo favorablemente el pago de las facturas de esta empresa. Esta deuda ya se encuentra reservada en el balance y es el único derecho de cobro que no formará parte del patrimonio del fideicomiso.

### ***Mecanismos de Mejora Crediticia***

#### Fondos de Reserva:

Como parte de los mecanismos de mejora crediticia, el fideicomiso contará con cuatro fondos de reserva:

- i) Fondo de Reserva para Pago de Intereses: 3 meses de pago de intereses.
- ii) Fondo de Reserva para Amortizaciones de Principal: 3 meses de pago de principal.
- iii) Fondo de Reserva para Fluctuaciones en el Tipo de Cambio: 5% del servicio de la deuda del siguiente periodo, este fondo servirá para contrarrestar movimientos adversos en el tipo de cambio.
- iv) Fondo para Pago de la Garantía de la Emisión: mantendrá las cantidades necesarias para el pago de la cantidad dispuesta como garantía de la emisión.

#### Seguros de Crédito:

Atradius Seguros de Crédito, S.A. otorgará pólizas de seguros de crédito para cubrir la insolvencia o mora prolongada (de 6 a 12 meses dependiendo del cliente) en el pago de los derechos de cobro por parte de los deudores. Es importante mencionar que la prima del 0.15% del monto total de cada crédito asegurado, así como los demás gastos ocasionados por la contratación de estos seguros son obligaciones que se cubrirán con cargo al patrimonio del fideicomiso.

Consideramos que alrededor del 70% de las ventas (80% de los derechos de cobro) estarán asegurados a través de estas pólizas. Lo anterior debido a que las cuentas por cobrar de AHMSA no serán cubiertas e históricamente esta compañía ha representado cerca del 20% de las ventas totales de Autlán; además, las pólizas cubrirán sólo el 90% del riesgo comercial total.

#### Garantía Parcial.

Con el fin de garantizar el pago oportuno de la deuda, la emisión cuenta con una garantía parcial del 33% sobre el saldo principal insoluto de los Certificados Bursátiles Fiduciarios otorgada por Bancomext. Se podrá ejercer la garantía sólo en caso de que

en la fecha de vencimiento de los CBs o al declararse un evento de vencimiento anticipado, los recursos disponibles en las cuentas del fideicomiso sean insuficientes para realizar el pago oportuno de las cantidades requeridas.

### ***Riesgo Contraparte***

Consideramos que el riesgo contraparte es bajo, ya que la garantía parcial del 33% sobre el saldo insoluto de la emisión es otorgada por Bancomext y los seguros de crédito son concedidos por Atradius, instituciones que estimamos cuentan con la más alta calidad crediticia en estala doméstica.

### ***Cuentas del Fideicomiso***

La fiduciaria deberá abrir distintas cuentas bancarias, cuyo saldo dependerá del destino específico que le corresponda a cada una. Las cuentas serán las siguientes:

1. Cuenta de Ingresos: se depositarán aquí todas las cantidades de efectivo provenientes de las emisiones de certificados bursátiles fiduciarios, de los cobros, de cualquier garantía de la emisión o cualquier cantidad de efectivo que reciba el fiduciario.
2. Fondo de Mantenimiento: se depositarán en este fondo las cantidades necesarias hasta llegar al monto requerido para cubrir con los gastos de mantenimiento del siguiente mes de calendario.
3. Fondo de Reserva de Intereses: se mantendrá la cantidad necesaria para hacer los pagos de intereses que deban realizarse en las siguientes tres fechas de pago de intereses.
4. Fondo de Reserva de Principal: se mantendrá la cantidad necesaria para hacer los pagos de principal objetivo que deban realizarse en las siguientes tres fechas de pago de principal.
5. Fondo para Fluctuaciones en el Tipo de Cambio: Las cantidades de este fondo se utilizarán para hacer los pagos de principal objetivo u obligatorio en caso de que los recursos del fondo para amortizaciones de principal y el fondo de reserva de principal no sean suficientes.
6. Fondo para Pago de Intereses: se guardarán las cantidades necesarias hasta llegar al monto requerido para hacer los pagos de intereses en la siguiente fecha de pago de intereses, además de los intereses ordinarios y moratorios vencidos y no pagados, y los impuestos que el fiduciario deba retener sobre las cantidades pagaderas a los tenedores por concepto de intereses.
7. Fondo para Amortizaciones de Principal: se mantendrán las cantidades que sean necesarias para hacer el pago de principal (objetivo u obligatorio) en la siguiente fecha de pago de principal.
8. Fondo para Pagos de la Garantía de la Emisión: en caso de que la garantía de la emisión se haya hecho efectiva, se mantendrán en este fondo las cantidades necesarias para el pago íntegro de las cantidades otorgadas al fideicomiso por concepto de garantía de la emisión.

9. Fondo General: todas las cantidades depositadas en las cuentas de ingresos, después de haber separado las cantidades que correspondan para mantener los saldos requeridos en los distintos fondos, integrarán el fondo general.

#### ***Prelación de Pagos***

Las cantidades y recursos provenientes de los derechos de cobro transmitidos, deberán aplicarse a la siguiente orden de prelación de pagos:

1. Mantener las cantidades que se requieren en el Fondo de Mantenimiento.
2. Mantener las cantidades que se requieran en el Fondo de Reserva de Intereses.
3. Mantener las cantidades que se requieran en el Fondo de Reserva de Principal.
4. Mantener las cantidades que se requieran en el Fondo para Fluctuaciones en el Tipo de Cambio.
5. Mantener las cantidades que se requieran en el Fondo de Pago de Intereses.
6. Transmitir al fideicomitente las cantidades necesarias para alcanzar el Monto de Gastos de Operación. Si el DSCR es mayor a 1.5x y menor a 2.0x por menos de 3 meses consecutivos, se entregará a Autlán el 70% de la Cobranza Neta (cobranza recibida de seis meses anteriores, menos los gastos de mantenimiento) del mes anterior. No obstante, si el DSCR se mantiene por tres meses consecutivos entre 1.5x y 2.0x se presenta un evento de amortización parcial anticipada o si el DSCR es menor a 1.5x se presenta un evento de amortización acelerada, en ambos casos el monto a entregar a Autlán como gastos de operación baja del 70% al 50% de la cobranza neta del mes anterior.
7. Mantener las cantidades que se requieran en el Fondo para Amortizaciones de Principal.
8. A partir de 120 días siguientes de que el Fiduciario disponga de la garantía parcial de la emisión, mantener las cantidades necesarias en el Fondo para Pago de la Garantía de la Emisión.
9. Integración del Fondo General.

#### ***Aplicación de las Cantidades en los Fondos***

Las cantidades acreditadas en los distintos fondos antes mencionados, deberán utilizarse de la siguiente manera:

1. Las cantidades que integren el Fondo de Mantenimiento se aplicarán al pago de los gastos de mantenimiento que deban pagarse en dicha fecha. En caso de que las cantidades del Fondo de Mantenimiento no fueran suficientes, el Fiduciario tomará la cantidad necesario del Fondo General.
2. Las cantidades que integren el Fondo para pago de Intereses, se aplicarán al pago de los intereses moratorios devengados y no pagados al amparo de los Certificados Bursátiles Fiduciarios. En caso de que las cantidades en el Fondo de Reserva no fueren suficientes, el Fiduciario tomará del Fondo General las cantidades que sean necesarias.

3. Las cantidades que integren el Fondo para pago de Intereses, se utilizarán al pago de los intereses devengados y no pagados en fechas de pago anteriores y posteriormente al pago de los intereses devengados y no pagados que deban pagarse en la fecha de pago que corresponda. En caso de que las cantidades de este fondo de reserva no fueren suficientes, el Fiduciario tomará del Fondo General las demás cantidades que sean necesarias para cubrir con los pagos.
4. Las cantidades que integren el Fondo para Amortizaciones de Principal, se aplicarán al pago de principal de los Certificados Bursátiles Fiduciarios. En caso de que las cantidades de este fondo de reserva no fueren suficientes para realizar dichos pagos, el Fiduciario tomará del Fondo General las demás cantidades que sean necesarias.
5. Las cantidades que integren el Fondo para Pagos de la Garantía, se aplicarán al pago de las cantidades señaladas en el Contrato de Garantía de la emisión.
6. En caso de que la Cobertura de Deuda Requerida (2.0x) de la emisión se cumpla y una vez que no haya cualquier otro gasto pendiente por cubrir, todas las cantidades del Fondo General serán entregadas al fideicomitente. Si el DSCR se encuentra entre 1.5x y 2.0x, las cantidades del Fondo General no serán liberadas hacia la compañía.

Cualquier cantidad remanente en el Patrimonio del Fideicomiso después de haber amortizado la totalidad de los CBs y después de haber pagado todos los gastos de mantenimiento o gastos de emisión, será entregada a Autlán.

#### ***Evento de Amortización Acelerada***

En el periodo de amortización acelerada, las cantidades del Fondo General que de otra forma hubieran sido cedidos a Autlán, serán utilizados en su totalidad para pagar anticipadamente el principal de los Certificados Bursátiles Fiduciarios.

Si la Cobertura de Deuda Mínima (1.5x) no se cumple, o si el DSCR se mantiene entre 1.5x y 2.0x por más de tres meses consecutivos, se iniciará el periodo de amortización acelerada de los CBs. Es importante mencionar que en caso de que el DSCR sea superior a 1.5x, Autlán tiene la facultad, mas no la obligación, de hacer aportaciones adicionales en efectivo o en Derechos al Cobro al fideicomiso para que la Razón de Cobertura de la Deuda sea superior.

También serán eventos de amortización acelerada las siguientes situaciones:

- ✓ Que la calificación inicial otorgada a los CBs por cualquier de las agencias calificadoras se reduzca en más de tres escaños en la escala nacional y que esta reducción persista por un plazo superior a seis semanas.
- ✓ En caso de que ocurra y persista algún Evento de Contingencia y el mismo no sea subsanado a más tardar en el segundo periodo de interés posterior al periodo en el que se presentó el evento.

- ✓ En caso de que se instituya un procedimiento con el fin de declarar al Fideicomitente en quiebra o concurso mercantil y que dicho procedimiento sea declarado improcedente o desechado por el tribunal correspondiente dentro de los 150 días posteriores a la fecha en que éste se hubiere iniciado.
- ✓ Incumplimiento con cualquier pago de intereses de los CBs.
- ✓ Demás puntos adicionales que establezca el comité de la emisión.

#### ***Amortización anticipada voluntaria***

El fiduciario deberá amortizar anticipadamente el total del saldo principal insoluto de los CBs en cualquier fecha a partir de la fecha de la emisión correspondiente, sin que ello constituya un incumplimiento ni se requiera el consentimiento de los tenedores, siempre que el fiduciario haya recibido por parte del fideicomitente un requerimiento por escrito, o que se haya llevado a cabo una emisión subsecuente al amparo de este programa con tal propósito.

#### ***Eventos de Contingencia***

Serán eventos de contingencia los siguientes:

- ✓ Retraso o incumplimiento por parte del Administrador Maestro en la entrega de los reportes.
- ✓ Incumplimiento por parte del Fiduciario de cualquiera de sus obligaciones de hacer o de no hacer según se establezca en el contrato de fideicomiso, en la sesión del comité de emisión y título correspondientes.

En caso de que se presente algún evento de contingencia y éste no sea subsanado a más tardar en el segundo periodo de intereses posterior al periodo en el que se presentó el evento, se procederá a un Evento de Amortización Acelerada.

#### ***Administrador de Activos***

Autlán es la empresa encargada de la originación y administración de la cobranza referente a los derechos de cobro cedidos al fideicomiso. En opinión de Verum, la compañía mantiene una calidad crediticia y capacidad suficiente para administrar sin salvedades dichas obligaciones de pago.

La transacción incorpora a Finacity Corporation como Administrador Maestro, quien en general se encargará de realizar las actividades necesarias para la correcta administración y mantenimiento del fideicomiso, así como del monitoreo y emisión de reportes mensuales relacionados con el cumplimiento del DSCR. Esta institución cuenta con más de 15 años de experiencia realizando este tipo de funciones.

#### ***Modelo Financiero***

Verum modeló los flujos de efectivo futuros que serán generados por Autlán y recibidos por parte del fideicomiso durante la vida de la emisión. Se realizó un modelo financiero que refleja las principales características de la estructura, tomando en cuenta aspectos cuantitativos y cualitativos como lo son: comportamiento de los

distintos fondos de reserva, cumplimiento del DSCR mínimo y requerido, tendencia de las tasas de interés, incumplimientos y retrasos en la cobranza de la cartera crediticia, facultad por parte de Autlán de aportar flujos al fideicomiso para cumplir con ciertos niveles de DSCR, y remanentes entregados al fideicomitente para hacer frente a sus gastos de operación.

Se estableció un escenario base y distintos escenarios de estrés para proyectar el pago de los CBs. El escenario base muestra un DSCR promedio superior a 5.0x, mientras que en los escenarios de estrés se aplicaron pérdidas en ingresos mayores al 25% por tres años consecutivos y el DSCR continúa mostrando niveles favorables, siendo el promedio superior a 2.5x. Adicionalmente, en otro escenario, para proyectar las ventas de Autlán se variaron los volúmenes producidos y los precios de las ferroaleaciones y productos de minería ofrecidos por la empresa; los supuestos de este caso obedecen a los resultados de un estudio histórico detallado de los precios de las ferroaleaciones y los productos de minería que Autlán ofrece a sus clientes. Los niveles de Coberturas mostrados en todos los escenarios van de acuerdo con la calificación asignada.

### **Opinión Legal**

Verum recibió la opinión legal independiente de un despacho de abogados de reconocido prestigio, mismo que revisó la documentación e información legal de la transacción y otorgó una opinión favorable sobre ésta. Los abogados señalan que los documentos de la transacción constituirán obligaciones válidas y exigibles para cada una de las partes involucradas en la emisión para que ésta pueda llevarse a cabo de manera satisfactoria.

### **Calidad de la Información**

Verum estima que cuenta con información financiera aceptable para emitir una calificación. Los estados financieros correspondientes a los años del 2010 al 2013 fueron auditados sin salvedades por PricewaterhouseCoopers, S.C. bajo las normas de auditoría generalmente aceptadas en México; asimismo, la información financiera correspondiente a los años 2014 y 2015 fue auditada también sin salvedades por Galaz, Yamazaki, Ruiz Urquiza, socio local de Deloitte Touche Tohmatsu Limited bajo las normas internacionales de auditoría. Los estados financieros trimestrales utilizados en este reporte no han sido auditados y los del 3T16 fueron convertidos de USD a Pesos con la intención de que el análisis fuera consistente y comparable a los periodos anteriores. Por último, la información operativa fue proporcionada por Autlán y las demás cifras utilizadas en gráficas y/o tablas en este reporte han sido consultadas de fuentes que Verum considera confiables.

#### Información Regulatoria:

Ésta calificación es inicial, por lo que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. no ha realizado ninguna actualización previa. La información financiera utilizada para el análisis y determinación de esta calificación comprende hasta el 30 de septiembre de 2016.

El significado de las calificaciones, una explicación sobre la forma en que se determinan y la periodicidad con la que se les da seguimiento, sus particularidades, atributos y limitaciones, así como las metodologías de calificación, la estructura y proceso de votación del comité que determinó las calificaciones y los criterios para el retiro o suspensión de una calificación pueden ser consultados en nuestro sitio de internet <http://www.verum.mx>.

De conformidad con la metodología de calificación antes indicada y en términos del artículo 7, fracción III, de las *Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores*, se hace notar que las calificaciones en cuestión pueden estar sujetas a actualización en cualquier momento. Las calificaciones otorgadas son una opinión con respecto a la calidad crediticia, la fortaleza financiera o la capacidad de administración de activos, o relativa al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social de la emisora, todo ello con respecto a la emisora o emisión en cuestión, y por tanto no constituyen recomendación alguna para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar al cabo algún negocio, operación o inversión.

Las calificaciones antes indicadas están basadas en información proporcionada por la emisora y/u obtenida de fuentes que se asumen precisas y confiables, dentro de la cual se incluyen estados financieros auditados, información operativa, presentaciones corporativas, análisis sectoriales y regulatorios, entre otras, misma que fue revisada por Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. exclusivamente en la medida necesaria y en relación al otorgamiento de las calificaciones en cuestión, de acuerdo con la metodología referida anteriormente. En ningún caso deberá entenderse que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. ha en forma alguna validado, garantizado o certificado la precisión, exactitud o totalidad de dicha información, por lo que no asume responsabilidad alguna por cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el análisis de tal información.

La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y la opinión sobre la capacidad de la emisora 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 las calificaciones, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. Las calificaciones en cuestión consideran un análisis de la calidad crediticia o fortaleza financiera relativa a la emisora, pero no necesariamente refleja una probabilidad estadística de incumplimiento de pago. Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. emite la calificación de que se trata con apego estricto a las sanas prácticas de mercado, a la normatividad aplicable y a su Código de Conducta, el cual se puede consultar en <http://www.verum.mx>

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor (o en su nombre) por lo que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. ha percibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. No obstante, se hace notar que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. no ha recibido ingresos de la emisora por conceptos diferentes a los relacionados con el estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación de la calidad crediticia y el otorgamiento de una calificación.