

Verum baja la calificación de la emisión TV5 15 a 'A/M (e)' y la coloca en Observación Negativa

Monterrey, Nuevo León (Junio 29, 2017): Verum baja la calificación a la emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios (CBs) con clave de pizarra TV5 15 a 'A/M (e)' desde 'AA/M (e)'; además, coloca la calificación en 'Observación Negativa'. Adicionalmente, se retira la calificación de la emisión TV5 16, debido a que no se llevará a cabo dicha colocación.

La disminución en la calificación se debe al debilitamiento en la posición financiera de SSL Digital (fideicomitente B), ya que la transacción se encuentra altamente vinculada con la capacidad de negocio y continuidad de operaciones de los originadores. Si bien SSL ha mostrado incrementos en ingresos, sus márgenes de rentabilidad e indicadores crediticios se han venido deteriorando, debido al reenfoque tomado por la administración para operar el segmento de 'Media' y por los requerimientos de capital para llevar a cabo su actual plan de crecimiento. Por su parte, CTT (fideicomitente A) continúa con adecuados márgenes de rentabilidad y estabilidad en la generación de ingresos, por lo que no vislumbramos un deterioro de esta compañía hacia adelante.

Asimismo, el ajuste en la calificación toma en cuenta que el comportamiento de los flujos de efectivo de la estructura no se encuentra en línea con lo proyectado originalmente, ya que el prepago de principal de los CBs ha ocurrido en un nivel por debajo de lo estimado en nuestro escenario base. Lo anterior se ha presentado porque el Comité Técnico de la emisión (con mayoría de votos del representante común) ha autorizado sobrepasar el límite de flujo permitido para gastos de operación de las fideicomitentes (82% de la cobranza) para hacer frente al elevado requerimiento de capital de SSL Digital. Consideramos que los planes que está llevando a cabo la administración de SSL Digital para mejorar su desempeño financiero, aunado con las mejoras crediticias de la bursatilización, podrán permitir un comportamiento estable de la transacción.

La calificación se encuentra en 'Observación Negativa'. Verum dará seguimiento al comportamiento de los flujos de efectivo de la estructura de la emisión y a las medidas implementadas por la administración de SSL Digital para revertir las presiones existentes dentro de su posición financiera. La calificación podría ser ajustada a la baja en caso de que SSL Digital no revierta la tendencia actual de debilitamiento en su posición financiera o bien si la emisión continúa sin realizar prepagos a principal considerables, ocasionando así que el comportamiento de la prelación de pagos y prepagos a principal no se comporten en línea a lo proyectado.

En diciembre de 2015 se colocó una porción del monto total del programa en una primera emisión por Ps\$421 millones, y en abril del 2016 se realizó una reapertura en la que se colocaron Ps\$230 millones; el saldo insoluto actual de los CBs es de Ps\$630 millones. Las emisiones cuentan con una amortización tipo flujo cero y tienen vencimiento el 10 de diciembre del 2030. La fuente de pago son todos los flujos futuros generados por las fideicomitentes SSL Digital S.A. de C.V. (SSL Digital) y Corporación Tapatía de Televisión, S.A. de C.V. (CTT), esta última por medio del contrato que se tiene con Televimex S.A. de C.V. (Televimex), subsidiaria de Grupo Televisa, S.A.B. de C.V. (Televisa).

Los ingresos de SSL Digital se derivan de brindar el servicio integral de señalización digital a un diverso portafolio de clientes. En el Segmento de 'Network' la empresa cuenta con contratos a mediano y largo plazo que son en su mayoría de renovación automática o con alta probabilidad de ser renovados. La debilidad de SSL Digital proviene de su segmento de 'Media', ya que el reenfoque en su estrategia de crecimiento se basa en pagar a los concesionarios aeroportuarios una renta por el uso de ciertos espacios publicitarios, y por el momento SSL no cuenta con el suficiente volumen de ingresos para soportar los elevados costos que le implica el pago fijo por estos espacios. Considerando todos los contratos que se tienen actualmente, los

ingresos estarían mostrando un crecimiento mayor al 18% en el 2017 respecto al año anterior, posicionándose cercanos a Ps\$575 millones.

Por su parte, el contrato con Televimex tiene vencimiento en el 2030, y consiste en brindar el servicio de retransmisión de la señal del canal 9 de la Ciudad de México en el Canal 35 (antes 5) de Guadalajara, Jal. Lo anterior haciendo uso de una concesión otorgada por la Secretaría de Comunicaciones y Transportes (SCT) con vencimiento en el año 2021; estimamos que tanto la concesión como el contrato seguirán renovándose exitosamente tal y como lo han estado haciendo históricamente, situación que ha permitido una generación estable de flujos por parte de la compañía, indexados al incremento de los salarios de la industria de radio y televisión que se acuerdan cada año en la revisión del Contrato Ley de dicha industria. En el año 2016 se obtuvieron ingresos por Ps\$59.7 millones de pesos y estimamos crecimientos anuales entre 4.5% y 5.5%, en línea con los crecimientos históricos de los últimos cinco años.

Los pagos de intereses están sujetos al orden de prelación de pagos definido en los documentos de la transacción. La amortización del principal de los CBs deberá ser mediante un solo pago en la fecha de vencimiento de la emisión. Sin embargo, siendo una estructura de flujo cero, el saldo remanente en cada fecha de pago después de cubrir la totalidad de los intereses devengados por los CBs, deberá ser aplicado a prepagar a prorrata y hasta donde alcance el principal de la emisión, sin dar a los tenedores derecho alguno a prima por prepago.

Factores Relevantes

Capacidad de generación de flujos de efectivo de las fideicomitentes y calidad alta de los flujos que derivan de los contratos con Televimex y del portafolio de clientes de SSL. Los ingresos de CTT toman como contraparte a Televisa, la cual determinamos cuenta con una calidad crediticia equivalente a 'AAA/M'. En el caso de los ingresos de SSL, se pudo observar que se tiene una concentración de sus ingresos con clientes que Verum considera con una alta calidad crediticia, por lo que la calidad de esos flujos es buena. Durante la vida de la transacción, los flujos entrantes al fideicomiso se han posicionado en línea con los proyectados.

Niveles de las Coberturas de Servicio de Deuda (DSCR). Tomando en cuenta el promedio de 1.3x de las coberturas observadas en la transacción, Verum ajustó su modelo original de flujos de efectivo y realizó el análisis de diversos escenarios que fueron definidos incorporando la información financiera histórica observada y el comportamiento de diferentes variables como ingresos y costos de ambas fideicomitentes, así como información de distintos indicadores económicos.

Se considera positivo que la estructura esté diseñada para aplicar la totalidad de los excedentes de flujos de efectivo disponibles después de realizar el pago de servicio de la deuda a amortizar el principal de los CBs, ya que brinda mayor certeza en cuanto al cumplimiento de pago, y conforme se realizan las amortizaciones, el pago de intereses disminuye, beneficiando las coberturas de deuda. A junio del 2017, se ha prepago la cantidad de Ps\$21 millones.

La calidad crediticia y el riesgo negocio de las fideicomitentes. Nuestro proceso incluye un análisis individual de los resultados financieros de las dos fideicomitentes, así como la integración y análisis de los estados financieros combinados proforma de ambas y una revisión del riesgo de continuidad de operaciones de las dos compañías. Como ya se mencionó, los ingresos y operaciones de CTT se han visto estables históricamente, por lo que no estimamos cambios relevantes hacia adelante. En lo que respecta a SSL, a pesar de su crecimiento en ingresos, su intenso plan de crecimiento y el reenfoque de estrategia de crecimiento del segmento SSL Media le ha requerido altas inversiones de capital (Capex 2016: Ps\$340.6 millones) y ha ocasionado pérdidas recurrentes; esto ha deteriorado significativamente su posición financiera.

La calificación considera la existencia de las figuras de 'Contador Independiente' y 'Supervisor de Ingresos', ambas ejercidas por el despacho Cervantes Álvarez Cuevas y Asociados, S.C.; siendo éste una agrupación de contadores con más de 15 años de experiencia. El despacho es el responsable de validar las cantidades solicitadas por las fideicomitentes como gastos de operación y verificará que ese monto no exceda del 82% del total de ingresos; en caso de que los gastos de operación excedan ese porcentaje, el Comité Técnico evaluará el pago de esa cantidad adicional. Asimismo, también se encargará de monitorear los ingresos que obtengan CTT y SSL durante la vigencia de los CBs, y se asegurará de que formen parte del patrimonio del fideicomiso.

Igualmente, la calificación incorpora los diversos mecanismos de mejora crediticia que ayudan a brindar soporte a la transacción: 1) Fondo de Reserva para Gastos de Operación de Ps\$25 millones, 2) Fondo de Reserva para Servicio de la Deuda equivalente a 3 periodos de pago de intereses, y 3) Bonos Cupón Cero cuyo valor en la fecha de vencimiento (año 2021) se estima en Ps\$80 millones.

Adicionalmente, la transacción cuenta con la garantía prendaria de acciones de las fideicomitentes. En caso de un incumplimiento se cuenta con las prendas de acciones del 51% (cincuenta y un por ciento) de las acciones representativas del capital social de CTT y de SSL, así como el aval de SSL.

La siguiente metodología fue utilizada para la determinación de esta calificación:

- Metodología de Calificación de Financiamiento Estructurado (Febrero 2017).

Información de Contacto:

Jonathan Félix Gaxiola
Analista
M jonathan.felix@verum.mx

Daniel Martínez Flores
Director General Adjunto de Análisis
M daniel.martinez@verum.mx

Oficina DF
Amores #707 PH.1. Col. del Valle
Del. Benito Juárez, México, D.F.
C.P. 03100
T (52 55) 62 76 2026

Oficina Monterrey
Av. Lázaro Cárdenas #2321, Mezzanine
Torre B. Módulo 2. Col. Residencial San Agustín,
Garza García, N.L. C.P. 66265
T (52 81) 1936 6694

Información Regulatoria:

La última revisión a estas calificaciones se realizó el pasado 19 de julio de 2016. La información financiera utilizada para el análisis y determinación de la emisión TV5 15 comprende hasta el 31 de marzo de 2017.

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.