

## Verum asigna la calificación de 'AA/M (e)' a una emisión de CBs respaldada por la cobranza de facturas generadas por Autlán

*CORRECCIÓN: Este comunicado sustituye al publicado el pasado 4 de enero de 2017.*

**Monterrey, Nuevo León (Enero 5, 2017):** Verum asignó la calificación de 'AA/M (e)' con Perspectiva 'Estable' a una emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios (CBs) con clave de pizarra AUTLN CB 17 por un monto de hasta Ps\$1,500 millones, siendo ésta la primera emisión al amparo de un programa de Ps\$2,000 millones. La amortización del principal y los pagos de intereses se harán de manera mensual y su plazo de vigencia será de 5 años (60 meses).

Los CBs tienen como fuente de pago la totalidad de la cobranza proveniente de las facturas actuales y futuras emitidas por Autlán que amparen productos enviados a los clientes cuyos derechos de cobro serán cedidos al fideicomiso a través de un contrato de factoraje; los recursos obtenidos por una nueva emisión al amparo del mismo programa, también podrán servir como fuente de pago en caso de que así lo apruebe el Comité Técnico de dicha emisión. El emisor 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 emisión 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. Los pagos de intereses y principal estarán sujetos al orden de prelación establecido en la documentación de la transacción.

La calificación 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 el Banco Nacional del Comercio Exterior, S.N.C (Bancomext).

Autlán es la empresa encargada de la originación y administración de la cobranza referente a los derechos de cobro cedidos al fideicomiso. Se necesita la aprobación de la Dirección General, Dirección Comercial y de la Dirección de Finanzas para el otorgamiento de crédito a los clientes; 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 periodo de ventas pendientes de cobro (DSO) promedio de los últimos cuatro años se ubica en 31 días. En opinión de Verum, la compañía mantiene una capacidad suficiente para administrar sin salvedades dichas obligaciones de pago.

Consideramos positivo que alrededor del 70% de las ventas (80% de los derechos de cobro), estarán asegurados a través de una póliza de seguro de crédito otorgada por una compañía aseguradora con calificación AAA/M o su equivalente en la escala de calificaciones de cualquier otra agencia calificadora

autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). El fideicomitente podrá excluir del contrato de factoraje ciertos derechos de cobro a través de un Contrato de Cesión Inversa, siempre que se cuente con el consentimiento del Representante Común.

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.

### Factores Relevantes

**Altos Montos de Flujos de Efectivo.** Los flujos futuros se estimaron con base en su comportamiento histórico de los últimos cinco años, e igualmente se tomaron en cuenta las distintas situaciones desfavorables en el mercado del acero y las ferroaleaciones que se han presentado con anterioridad a esos años. 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. Por lo anterior, los ingresos acumulados de Autlán al final de cada año también han sido volátiles, cerrando el año 2015 con Ps\$4,220 millones y con una ligera tendencia alcista (tmac 2012-2015: 3.1%).

**Favorables Coberturas de Servicio de Deuda.** La estructura financiera y prelación de pagos de la emisión indican que el fideicomiso podrá cumplir con todas sus obligaciones. Verum modeló distintos escenarios de estrés para el pago de los CBs, el escenario base muestra un DSCR promedio superior a 5.0x, mientras que al aplicar pérdidas en ingresos mayores al 25% por tres años consecutivos, el DSCR continúa mostrando niveles favorables, siendo el promedio superior a 2.5x. Estos niveles de Coberturas van de acuerdo con la calificación de la emisión.

**Cartera y Cobranza.** 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. Por lo anterior, 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 y es el único derecho de cobro que no formará parte del fideicomiso.

**Calidad Crediticia de Autlán.** La calificación toma en cuenta la posición líder de Autlán en la extracción de mineral de manganeso y producción de ferroaleaciones en México, su integración vertical lo cual le ayuda a mantener una apropiada flexibilidad en su estructura de costos y gastos que ha permitido mantener márgenes de rentabilidad adecuados, las amplias reservas probadas en las minas que opera la compañía, su buena posición de liquidez y niveles razonables de endeudamiento. Además, se considera la naturaleza cíclica de su negocio, el cual tiene una alta correlación con la industria del acero que resulta en flujos de efectivo altamente volátiles. Asimismo, también se considera la participación de Autlán en una industria que demanda altas inversiones en activos, y la baja diversificación geográfica de las unidades mineras, concentrándose todo en México.

Riesgo intermedio en la continuidad de operaciones. El riesgo de continuidad de operaciones de Autlán se encuentra ligado a las eventualidades en los precios internacionales del acero, donde permanecerán operando aquellas que mantengan la mayor flexibilidad en su estructura de costos y gastos. 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. Esto ha permitido que dos de sus tres plantas se encuentren en el primer cuartil de la curva de costos de producción de silicomanganeso a nivel mundial. 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.

Concentración de Cartera de Clientes. 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. 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. Por su parte, durante los últimos cinco años, entre el 66%-70% de las ventas han provenido de clientes nacionales, y el restante 30%-34% del mercado extranjero (principalmente Estados Unidos y Canadá). Hacia adelante, estas mezclas deben permanecer en niveles similares.

Mecanismos de mejora crediticia. La transacción cuenta con adecuados mecanismos de mejora crediticia, manteniendo distintos fondos de reserva que dan soporte para el pago oportuno de la deuda: 1) Fondo de Reserva de Intereses, suficiente para el pago de intereses en las siguientes tres fechas de pago, 2) Fondo de Reserva de Principal, monto equivalente a los pagos de principal que deban realizarse en las siguientes tres fechas de pago, 3) Fondo para Fluctuaciones en el Tipo de Cambio, que contendrá una cantidad igual al 5% del Servicio de la Deuda del siguiente periodo, el uso de este fondo quedará a criterio del fideicomitente y servirá para contrarrestar movimientos adversos en el tipo de cambio, y 4) Fondo para Pago de la Garantía de la Emisión, que mantendrá las cantidades necesarias para el pago de la cantidad dispuesta como garantía de la emisión.

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, institución que consideramos cuenta con la más alta calidad crediticia en escala doméstica. Se podrá ejercer la garantía sólo en caso de que en la fecha de vencimiento de los CBs o al declararse un evento de incumplimiento, los recursos disponibles en las cuentas del fideicomiso sean insuficientes para realizar el pago oportuno de las cantidades requeridas.

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.

### 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.

Las siguientes metodologías fueron utilizadas para la determinación de esta calificación:

- Metodología de Calificación de Financiamiento Estructurado (Febrero 2016).
- Metodología de Calificación de Corporativos (Febrero 2016).
- Metodología de Calificación de Garantías Parciales (Febrero 2016).

#### Información de Contacto:

Jonathan Félix Gaxiola  
Analista  
M [jonathan.felix@verum.mx](mailto:jonathan.felix@verum.mx)

Jesús Hernández de la Fuente  
Analista  
M [jesus.hernandez@verum.mx](mailto:jesus.hernandez@verum.mx)

Daniel Martínez Flores  
Director General Adjunto de Análisis  
M [daniel.martinez@verum.mx](mailto: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. Roble #300. Ofna 1203  
Col. Valle del Campestre, Garza García, N.L.  
C.P. 66265  
T (52 81) 1936 6692

#### Información Regulatoria:

Ésta es una calificación 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.