

### Calificación

NAVISCB 15	HR AAA (E)
NAVISCB 16	HR AAA (E)
NAVISCB 17	HR AAA (E)

Perspectiva **Estable**

### Contactos

#### Akira Hirata

Asociado  
akira.hirata@hrratings.com

#### Yunuén Coria

Analista  
yunuen.coria@hrratings.com

#### Claudio Bustamante, CFA

Subdirector Sr.  
Instituciones Financieras / ABS  
claudio.bustamante@hrratings.com

#### Fernando Sandoval

Director Ejecutivo de Instituciones  
Financieras / ABS  
fernando.sandoval@hrratings.com

### Evolución de la Calificación



Fuente: HR Ratings.

### Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para las Emisiones de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra NAVISCB 15, NAVISCB 16 y NAVISCB 17 es HR AAA (E) con Perspectiva Estable. La calificación determinada significa que las emisiones se consideran de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Mantienen mínimo riesgo crediticio.

Características de los CEBURS Fiduciarios			
	NAVISCB 15	NAVISCB 16	NAVISCB 17
Tipo de Valor	Certificados Bursátiles Fiduciarios		
Clave de Pizarra	NAVISCB 15	NAVISCB 16	NAVISCB 17
Monto Inicial de la Emisión	P\$916.0m	P\$934.4m	P\$937.0m
Saldo Insoluto de la Emisión*	P\$106.2m	P\$168.0m	P\$393.3m
Plazo de la Emisión	62 meses	65 meses	65 meses
Plazo Remanente de la Emisión	27 meses	40 meses	53 meses
Periodo de Amortización Objetivo		36 meses	
Meses Transcurridos*	35 meses	25 meses	12 meses
Servicio de la Deuda		Mensual	
Aforo Actual de la Emisión*	1.30x	1.30x	1.29x
Aforo Mínimo de la Emisión	1.30x	1.15x	1.29x
Aforo Objetivo de la Emisión	1.30x	1.30x	1.29x
No. del Fideicomiso	F2537	F2844	F3290
Tasa de Interés	TIE <sub>3m</sub> + 140 pts	TIE <sub>3m</sub> + 155 pts	TIE <sub>3m</sub> + 180 pts
Fideicomitente y Administrador	Navistar, S.A. de C.V., SOFOM, E.R.		
Fiduciario Emisor	Banco Inxev, S.A., Grupo Financiero		
Representante Común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero		

\*Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Agente Estructurado.

\*Al corte de septiembre de 2018.

## HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para las emisiones NAVISCB 15, NAVISCB 16 & NAVISCB 17.

La ratificación de la calificación para las emisiones de CEBURS Fiduciarios con claves de pizarra NAVISCB 15<sup>1</sup>, NAVISCB 16<sup>2</sup> y NAVISCB 17<sup>3</sup> se sustentan en la TIM que soporta cada una de ellas de 25.9%, 30.7% y 31.9%, respectivamente. Esto se compara con una TIPPH de Navistar de 5.0% (vs. 5.8% en el análisis anterior), lo que resulta en una VTI de 5.2x, 6.1x y 6.4x, respectivamente. Adicionalmente, se ha observado un adecuado comportamiento de las carteras cedidas y del aforo de cada Emisión, además de considerar la contratación de instrumentos de cobertura que mitigan el riesgo de interés.

La Emisión NAVISCB 15 fue realizada el 10 de noviembre de 2015 por un monto de P\$616.6m a un plazo de 52 meses, de los cuales los primeros 36 son de amortización objetivo, y los restantes de amortización acelerada. Por tanto, al corte de septiembre de 2018 se tiene un saldo insoluto de P\$106.2m, y un plazo remanente de 38 meses. Mientras tanto, la Emisión NAVISCB 16 fue realizada el 9 de septiembre de 2016 por un monto de P\$536.4m a un plazo de 65 meses, de los cuales los primeros 36 son de amortización objetivo, y los restantes de amortización acelerada. Por tanto, al corte de septiembre de 2018 se tiene un saldo insoluto de P\$168.0m y un plazo remanente de 40 meses. Finalmente, la Emisión NAVISCB 17 fue realizada el 20 de octubre de 2017 por un monto de P\$737.0m a un plazo de 65 meses, de los cuales los primeros 36 son de amortización objetivo, y los restantes de amortización acelerada. Por tanto, al corte de septiembre de 2018 se tiene un saldo insoluto de P\$393.3, y un plazo remanente de 54 meses. Cada Emisión fue realizada por un Fideicomiso Emisor distinto, constituido por Navistar Financial<sup>4</sup> como fideicomitente, por Banco Inxev<sup>5</sup> como fiduciario y por Monex<sup>6</sup> como representante común. Las Emisiones estarán respaldadas por Derechos al Cobro provenientes de portafolios de crédito y arrendamiento originados y administrados por Navistar Financial, con cada Emisión respaldada por un portafolio en particular.

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- **Fortaleza de las Emisiones a través de los Derechos al Cobro cedidos y el efectivo fideicomitido.** La cobranza no realizada por mora que soportarían las emisiones en un escenario de estrés es equivalente al incumplimiento de 102 créditos para la NAVISCB 15, 96 créditos para la NAVISCB 16 y 213 créditos para la NAVISCB 17, de acuerdo con el monto promedio de cada uno de los portafolios.
- **Adecuado comportamiento de los aforos de las emisiones, al ubicarse en un nivel de 1.30x para la NAVISCB 15; 1.305x para la NAVISCB 16 y 1.295x para la NAVISCB 17.** Los aforos se han mantenido en niveles adecuados gracias a las amortizaciones parciales que se han llevado periodo a periodo con los recursos provenientes de la cobranza de cartera.
- **Flujos de cobranza por encima de nuestras proyecciones en un escenario base.** Lo anterior se explica principalmente por un bajo nivel de incumplimiento y un ritmo de prepagos superior al esperado por HR Ratings. Esto ha beneficiado los ingresos recibidos por el Fideicomiso en los periodos observados.
- **Presiones en los buckets de morosidad de la NAVISCB 15, en donde 16.2% de la cartera se encuentra con atrasos entre 61 y 90 días, aunque el capital exigible es equivalente a 2.5% del saldo de cartera total.** No obstante, 84.8% de estos contratos mantienen un historial de pago sostenido a la fecha. De igual forma, las Emisiones NAVISCB 16 y NAVISCB 17 mantienen una buena calidad de sus carteras.
- **Contratación de instrumentos de cobertura (CAP) para cada una de las Emisiones, lo que reduce el riesgo de tasas asociado a una cartera a tasa fija.** Los instrumentos de cobertura fueron contratados a un nivel de 5.0% para la NAVISCB 15, en 6.0% para la NAVISCB 16 y en 9.0% para la NAVISCB 17 con BBVA Bancomer<sup>7</sup>, quien tiene una calificación equivalente a HR AAA en escala local.
- **Fondo de Depósito para las emisiones NAVISCB 16 y NAVISCB 17, lo que reduce el posible impacto del incumplimiento de algún cliente, al contar con recursos en efectivo equivalentes al depósito en garantía correspondiente.** Esto explica el mayor nivel de TIM que soportan estas emisiones en comparación con la NAVISCB 15.

<sup>1</sup> Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra NAVISCB 15 (NAVISCB 15).

<sup>2</sup> Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra NAVISCB 16 (NAVISCB 16).

<sup>3</sup> Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra NAVISCB 17 (NAVISCB 17), en conjunto con la NAVISCB 15 y NAVISCB 16, las Emisiones.

<sup>4</sup> Navistar Financial, S.A. de C.V., SOFOM, E.R. (Navistar Financial y/o el Fideicomitente).

<sup>5</sup> Banco Inxev, S.A., Institución de Banca Múltiple, Inxev Grupo Financiero (Banco Inxev y/o el Fiduciario).

<sup>6</sup> Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero (Monex y/o el Representante Común)

<sup>7</sup> BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Bancomer (BBVA Bancomer).

## Principales Factores Considerados

Navistar Financial inició operaciones en 1997 en la Ciudad de México, con el objetivo de apoyar el crecimiento y desarrollo de la marca de camiones International, así como su red de distribuidores, mediante soluciones financieras tanto para los clientes finales como para los distribuidores. El otorgamiento de dichas soluciones se realiza mediante cuatro principales productos, los cuales son el crédito simple, arrendamiento financiero, crédito en cuenta corriente y arrendamiento puro. Dichos productos se ajustan para satisfacer las necesidades específicas de cada cliente, siempre y cuando se apeguen a las políticas establecidas por Navistar. La Empresa cuenta con presencia en 32 estados.

A la publicación del presente reporte de calificación se tienen tres emisiones de CEBURS Fiduciarios vigentes realizadas por Navistar Financial. Estas emisiones fueron realizadas en 2015, 2016 y en 2017. Las Emisiones vigentes consisten en bursatilizaciones cerradas con una cesión única de cartera al inicio de cada transacción. Asimismo, las Emisiones presentan características similares en su funcionamiento, plazo y mejoras crediticias.

Las Emisiones no cuentan con Periodo de Revolvencia, por lo que se han llevado a cabo amortizaciones al saldo insoluto de principal de cada una de ellas a partir de su primer mes de vigencia. En los primeros 36 meses de cada una de las Emisiones, se tiene un Periodo de Amortización Objetivo, en donde las amortizaciones parciales se realizarán a través de una fórmula, la cual es el resultado de restar (i) el Saldo de Principal de los CEBURS Fiduciarios, menos (ii) el Saldo Total de los Activos y el Saldo de la Cuenta de Reserva, ente la Razón de Aforo Objetivo.

Una vez que haya transcurrido el Periodo de Amortización Objetivo en cada una de las Emisiones, comenzará un Periodo de Amortización Acelerada, en donde todos los recursos en efectivo fideicomitados serán utilizados para la amortización de principal de los CEBURS Fiduciarios, una vez que se hayan cubierto los gastos de mantenimiento y los pagos de intereses a los tenedores.

Las Emisiones cuentan con un aforo de 1.30x para la NAVISCB 15; 1.305x para la NAVISCB 16 y 1.295x para la NAVISCB 17, calculado como el resultado de 1 menos el resultado de dividir el saldo insoluto de los activos vigentes, más el efectivo en la Cuenta de Reserva, entre el Saldo de Principal de los CEBURS Fiduciarios. En caso de que la Razón de Aforo se ubique por debajo de la Razón de Aforo Mínimo de 1.15x, esto representará un Evento de Amortización Anticipada.

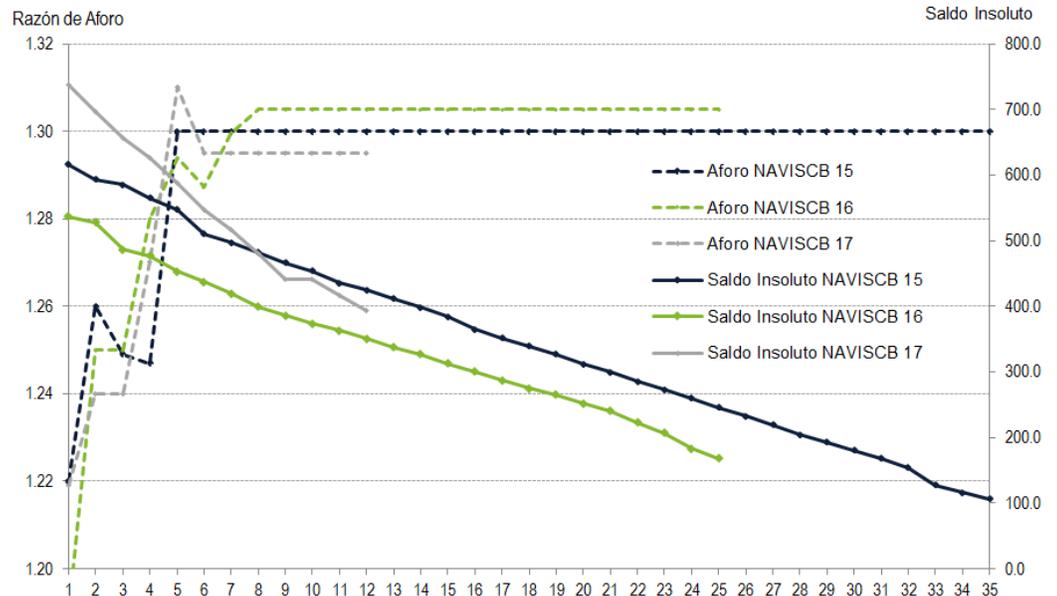
Las tres Emisiones cuentan con un Fondo de Mantenimiento en donde se reservará 1/12 de los gastos anuales cada mes, y un Fondo de Reserva con un saldo objetivo equivalente a tres meses pagaderos de intereses. Finalmente, las Emisiones NAVISCB 15 & 16 cuentan con un Fondo de Depósitos que contienen recursos en efectivo por un monto equivalente a los depósitos en garantía de los créditos bursatilizados, los cuales se utilizarán en caso de que dicho crédito caiga en incumplimiento.

Como mejora crediticia, cada Emisión cuenta con un instrumento de cobertura (CAP), contratado durante toda su vigencia y con una contraparte con una calificación equivalente a HR AAA en escala local. Los CAP están contratados a un nivel de 5.0% para la NAVISCB 15, en 6.0% para la NAVISCB 16 y en 9.0% para la NAVISCB 17. En particular, las Emisiones de 2015 y 2016 han recibido un importante beneficio por los bajos niveles de estos instrumentos en comparación con la TIIE en los últimos meses.

## Desempeño Histórico de las Emisiones

Las emisiones de Navistar han mostrado un adecuado comportamiento histórico, en donde cada una de ellas ha presentado una tendencia decreciente en su saldo insoluto debido a las amortizaciones objetivo realizadas durante su vigencia. Con ello, cada Emisión ha alcanzado su Razón de Aforo Objetivo en los primeros doce meses de vigencia, y se ha mantenido en estos niveles. La Razón de Aforo Objetivo para cada Emisión es de 1.30x para la NAVISCB 15, 1.305x para la NAVISCB 16 y de 1.295x para la NAVISCB 17. Asimismo, el saldo insoluto de las Emisiones al corte de septiembre de 2018 es de P\$106.2m para la NAVISCB 15; P\$168.0m para la NAVISCB 16 y P\$393.3m para la NAVISCB 17.

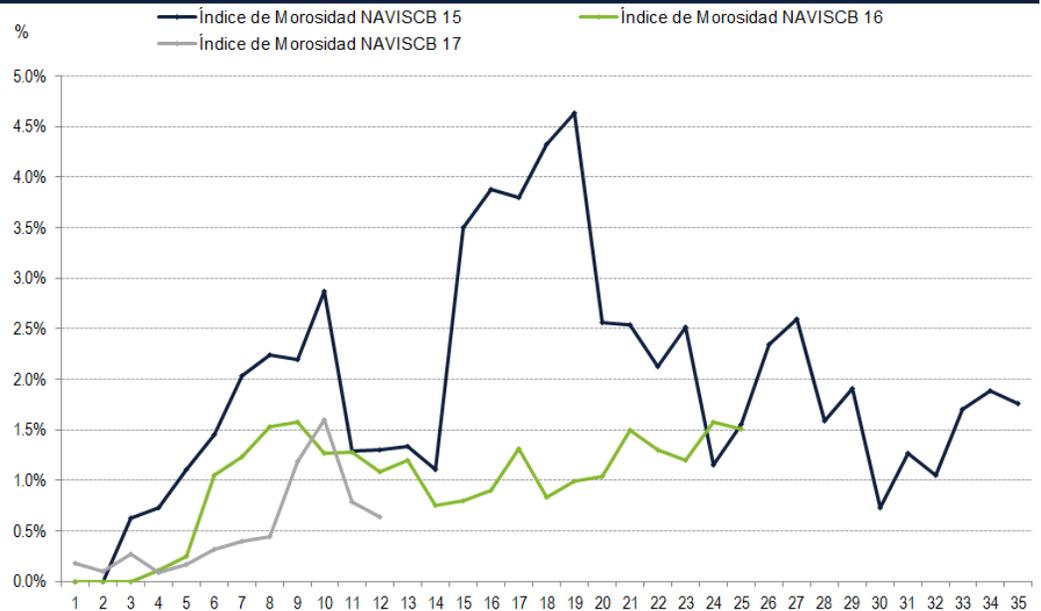
**Gráfica 1. Evolución del Aforo vs. Saldo Insoluto (P\$m)**



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

Asimismo, la cartera de cada una de las Emisiones ha mostrado un adecuado comportamiento en donde el índice de morosidad se ha mantenido en niveles bajos. Lo anterior ha beneficiado el flujo de cobranza recibido por los Fideicomisos, lo que les ha permitido cumplir con sus obligaciones de pago en tiempo y forma. En particular, la cartera de la NAVISCB 15 ha mostrado el mayor nivel de incumplimiento, al alcanzar un nivel de 4.6% en su décimo noveno mes de vigencia. Posteriormente, el cliente en incumplimiento que causó este incremento normalizó su situación de pago, de manera que el indicador de morosidad de esta Emisión se normalizó en periodos subsecuentes. Con ello, el índice de morosidad de las Emisiones se ubicó en 1.8% para la NAVISCB 15, 1.5% para la NAVISCB 16 y 0.6% para la NAVISCB 17 (vs. 1.6%, 1.1% y 0.0% en el análisis anterior).

**Gráfica 2. Calidad de la Cartera**

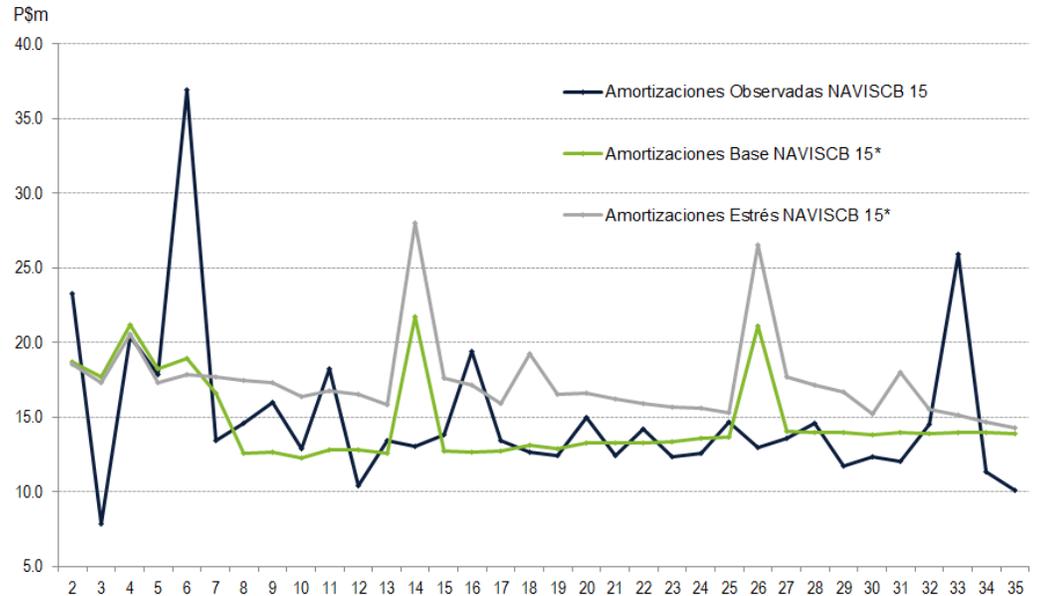


Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

## NAVISCB 15

Al comparar el desempeño de la NAVISCB 15 con nuestras proyecciones, se observa un comportamiento favorable, en donde las amortizaciones realizadas durante los 35 meses de vigencia de la Emisión se han mantenido en línea con nuestro escenario base, en donde las amortizaciones acumuladas observadas han sido por P\$510.4m, en comparación con P\$499.9m en nuestros escenarios base. Es importante mencionar que nuestro escenario de estrés incorpora mayores montos de amortización, lo que se explica por una mayor mora en el Periodo de Amortización Objetivo, lo que hace que incrementen las amortizaciones objetivo para alcanzar la Razón de Aforo Objetivo.

**Gráfica 3. Amortizaciones Observadas vs. Proyectadas NAVISCB 15 (Base y Estrés)**

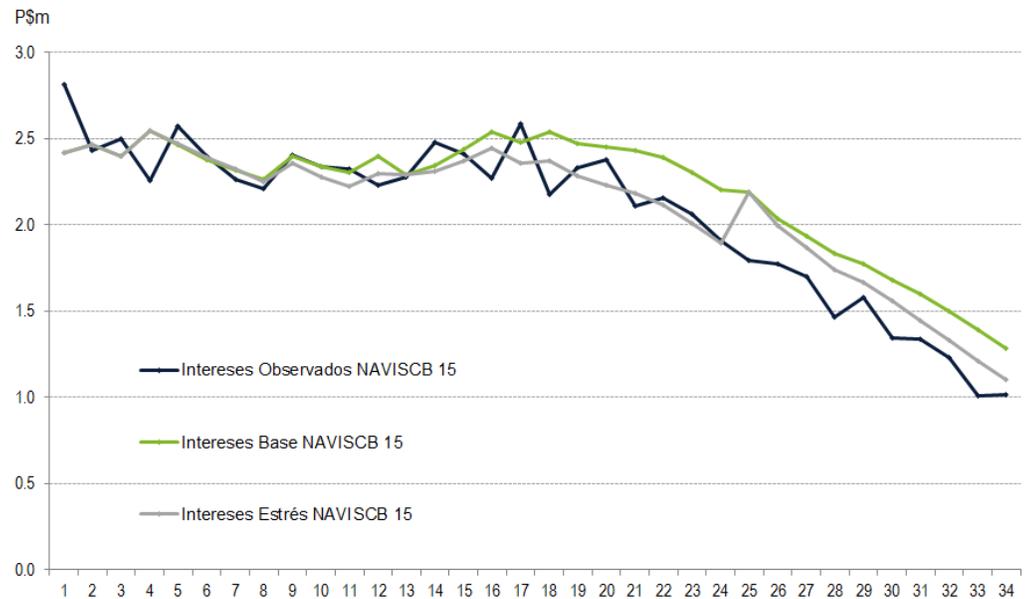


Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

\*Proyecciones realizadas por HR Ratings en los reportes de calificación con fecha de publicación del 14 de diciembre de 2015, el 30 de septiembre de 2016 y el 25 de septiembre de 2017.

Dado que las amortizaciones se han mantenido en línea con nuestros escenarios base, de igual manera el pago de intereses realizado por el Fideicomiso se mantiene en línea con nuestros escenarios, ya que el saldo insoluto de la Emisión ha disminuido conforme a nuestras proyecciones. Adicionalmente, la contratación de un instrumento de cobertura a un nivel de 5.0% proporciona estabilidad en los egresos para pagos de intereses del Fideicomiso a pesar de los incrementos observados en la TIIE. Dado el nivel al que fue contratado el CAP, la Emisión se ha beneficiado a partir de diciembre de 2016 cuando la TIIE superó el nivel establecido en la cobertura. Con ello, los tenedores han recibido intereses por P\$70.1m, en comparación con P\$74.8m en el escenario base y en P\$71.4m en el escenario de estrés. Tomando en cuenta los ingresos por el instrumento de cobertura, los egresos del Fideicomiso netos por concepto de intereses han sido por P\$56.7m, monto 19.2% inferior a los intereses pagados a los tenedores.

**Gráfica 4. Pago de Intereses Observado vs. Proyectado NAVISCB 15 (Base y Estrés)**

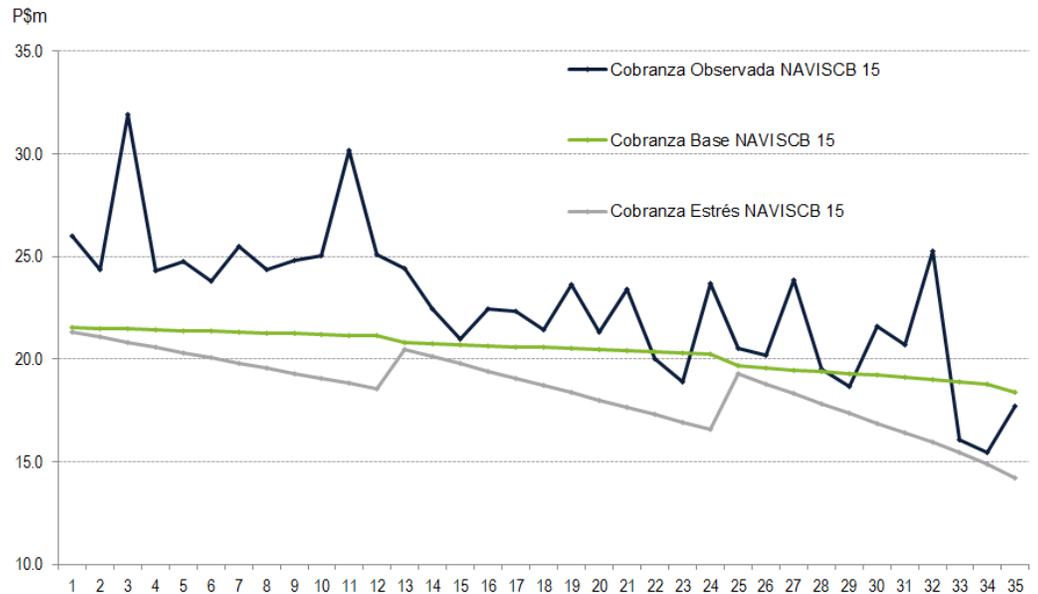


Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

\*Proyecciones realizadas por HR Ratings en los reportes de calificación con fecha de publicación del 14 de diciembre de 2015, el 30 de septiembre de 2016 y el 25 de septiembre de 2017.

Por su parte, los flujos de cobranza observados han resultado superiores a nuestras expectativas en un escenario base, ya que en la vigencia de la Emisión se han recibido ingresos por P\$794.8m, monto 11.4% superior a los P\$713.3m esperados en un escenario base, y 22.8% superior a los P\$647.3m esperados en el escenario de estrés. Los mayores flujos de cobranza se explican por los prepagos de capital que se han registrado en el transcurso de la Emisión, acumulando P\$70.5m. Mientras tanto, los escenarios de HR Ratings no incorporaban el efecto de estos prepagos. A pesar de que la cobranza observada ha superado nuestro escenario base, consideramos que los prepagos realizados implicarán un menor ingreso por intereses en futuros periodos, y éstos no han beneficiado directamente a la Emisión, ya que parte importante de éstos recursos han sido liberados al Fideicomitente.

**Gráfica 5. Cobranza Obseada vs. Proyectada NAVISCB 15 (Base y Estrés)**

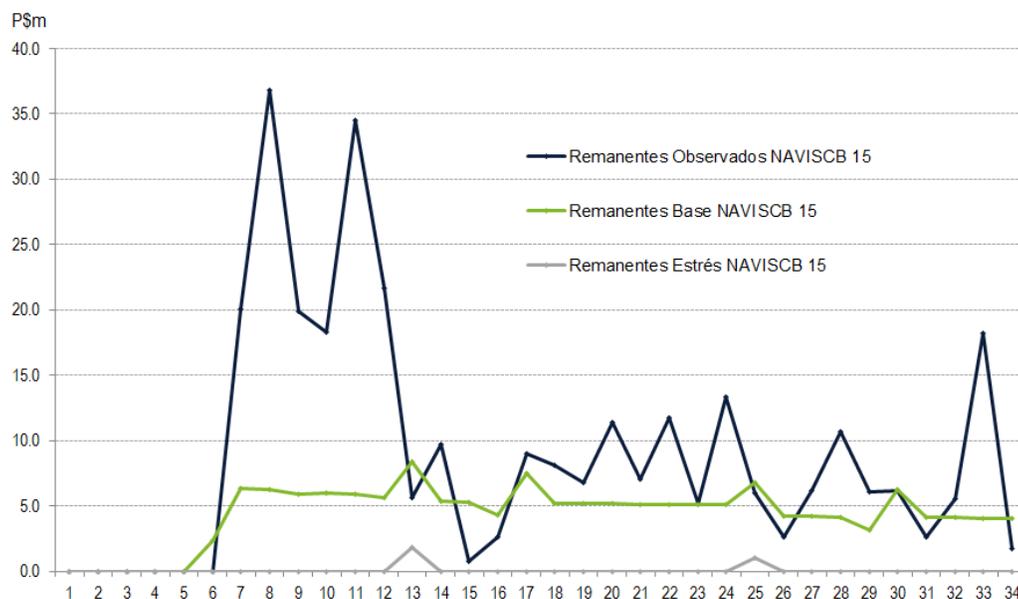


Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

\*Proyecciones realizadas por HR Ratings en los reportes de calificación con fecha de publicación del 14 de diciembre de 2015, el 30 de septiembre de 2016 y el 25 de septiembre de 2017.

Como se mencionó anteriormente, la Emisión ha recibido un mayor flujo de cobranza en comparación con nuestro escenario base, además de que se han registrado menores gastos de mantenimiento. Lo anterior ha permitido que el Fideicomiso lleve a cabo mayores liberaciones de remanentes en comparación con nuestras expectativas. Es importante mencionar que las liberaciones de remanentes únicamente se podrán realizar si el aforo alcanza un nivel mayor o igual a la Razón de Aforo Objetivo. Con ello, se han registrado liberaciones totales por P\$308.9m, en comparación con P\$150.6m en nuestro escenario base. Por otra parte, en nuestro escenario de estrés se incorporó una mora mensual durante el Periodo de Amortización Objetivo tal que la Razón de Aforo no alcanzara en 1.30x, por lo que el monto de remanentes en el escenario de estrés fue únicamente de P\$2.9m, correspondiente a los primeros meses de cada proyección en donde el aforo ya se encontraba en el nivel objetivo.

**Gráfica 6. Liberación de Remanentes Observada vs. Proyectada NAVISCB 15 (Base y Estrés)**



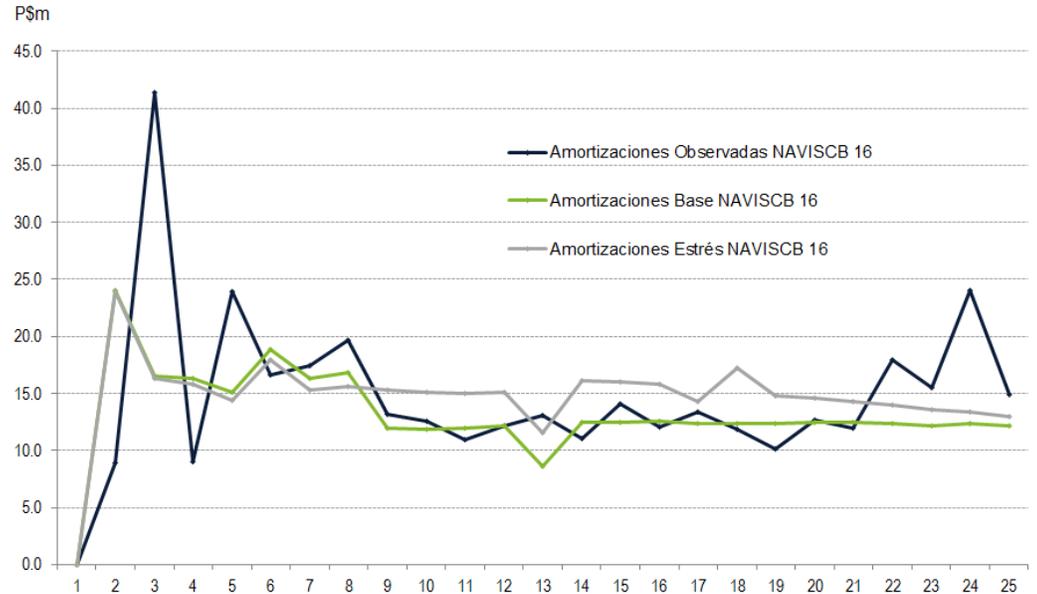
Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

\*Proyecciones realizadas por HR Ratings en los reportes de calificación con fecha de publicación del 14 de diciembre de 2015, el 30 de septiembre de 2016 y el 25 de septiembre de 2017.

## NAVISCB 16

La Emisión NAVISCB 16 ha registrado amortizaciones por encima de nuestro escenario base, al acumular P\$368.4m en 25 meses de vigencia, en comparación con P\$328.8m. La diferencia entre los escenarios se explica por los prepagos que se han tenido en los primeros meses de la Emisión, lo que disminuyó el saldo insoluto de la cartera vigente, y requirió de un mayor monto de amortización para poder alcanzar la Razón de Aforo Objetivo, que en este caso es de 1.305x. A consideración de HR Ratings, el mayor monto de amortizaciones resulta positivo, al contar con una menor deuda y alcanzar su Razón de Aforo Objetivo.

**Gráfica 7. Amortizaciones Observadas vs. Proyectadas NAVISCB 16 (Base y Estrés)**

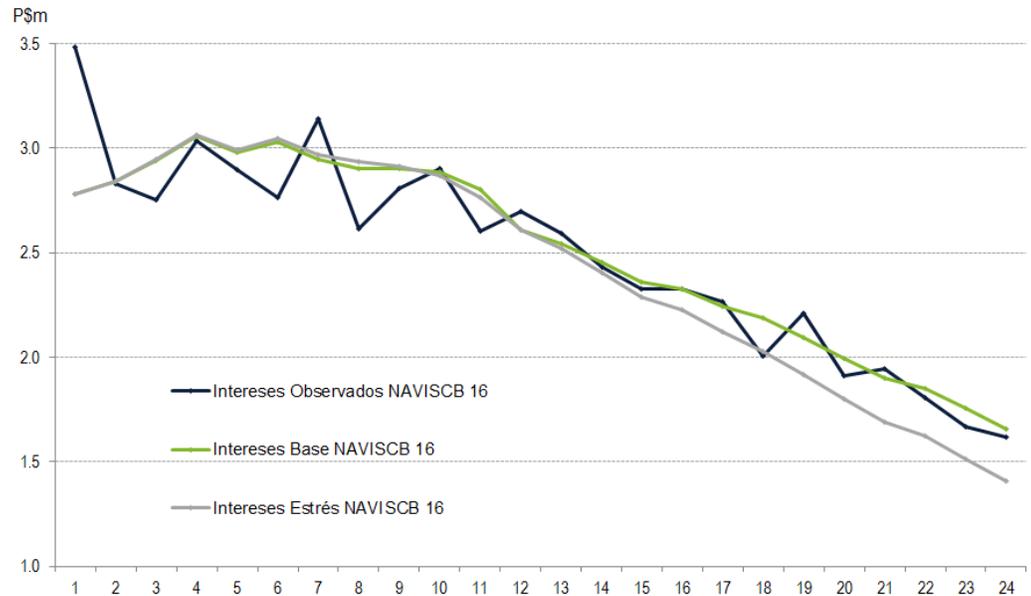


Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

\*Proyecciones realizadas por HR Ratings en los reportes de calificación con fecha de publicación del 11 de octubre de 2016 y el 25 de septiembre de 2017.

Por su parte, el pago de intereses a los tenedores se ha mantenido en línea con nuestros escenarios base, debido a que, a pesar de un mayor monto de amortizaciones registrado, éstos ocurrieron únicamente en ciertos periodos, por lo que el saldo de principal promedio de los CEBURS Fiduciarios se asemeja a aquel de nuestro escenario base. Con ello, los intereses pagados a los tenedores acumulan P\$59.6m en 24 pagos de cupón, en comparación con P\$60.1m en un escenario base. Similar al comportamiento de la Emisión NAVISCB 15, la NAVISCB 16 cuenta con un instrumento de cobertura a un nivel de 6.0% (vs. 5.0% para la NAVISCB 15), lo que ha beneficiado al Fideicomiso dado que la TIIE ha superado este nivel desde marzo de 2017. Con ello, los egresos por intereses netos se ubicaron en un nivel de P\$52.7m, monto 11.7% inferior a aquel sin tomar en cuenta el beneficio de la cobertura (vs. P\$52.8m en un escenario base).

**Gráfica 8. Pago de Intereses Observado vs. Proyectado NAVISCB 16 (Base y Estrés)**

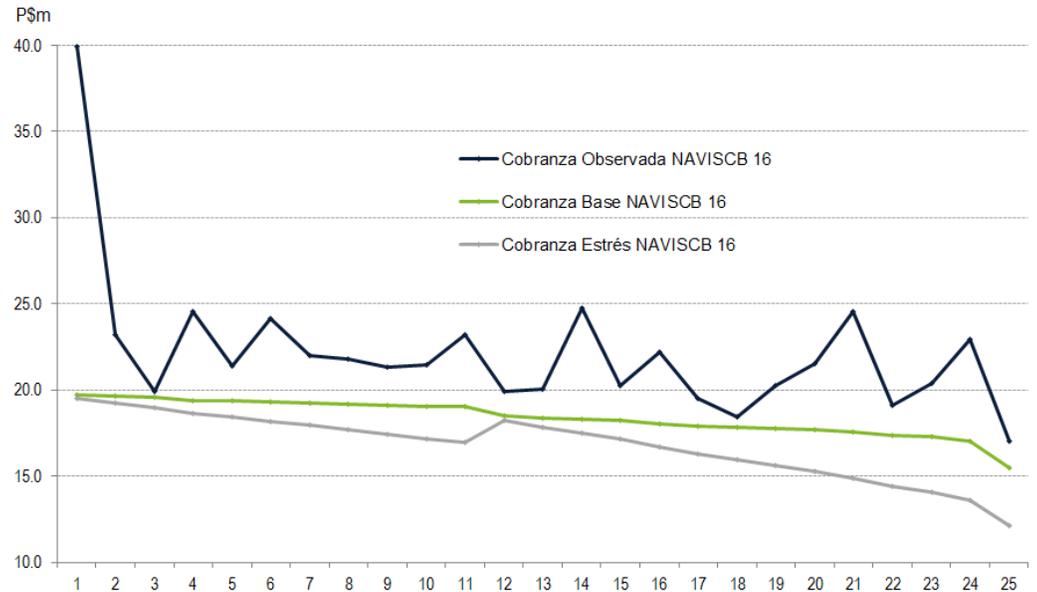


Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

\*Proyecciones realizadas por HR Ratings en los reportes de calificación con fecha de publicación del 11 de octubre de 2016 y el 25 de septiembre de 2017.

La cobranza observada se ha ubicado por encima de nuestras expectativas en ambos escenarios, al ubicarse en P\$554.0m en 25 meses de vigencia, en comparación con P\$460.1m en nuestro escenario base, y de P\$420.0m en el escenario de estrés. Las diferencias principales se explican por el monto de prepagos recibido, el cual acumula P\$56.5m en los meses de vigencia de la Emisión. Asimismo, se tiene el efecto extraordinario de la reclamación de seguros contra un par de activos financiados que sufrieron siniestros; ya que ninguno de estos efectos había sido considerado por HR Ratings en sus escenarios. Al igual que en el análisis de la Emisión NAVISCB 15, consideramos que el elevado monto de prepagos no favorece directamente a la Emisión, ya que esto repercutirá en la cobranza futura de intereses, y parte de estos recursos han sido liberados.

**Gráfica 9. Cobranza Observada vs. Proyectada NAVISCB 16 (Base y Estrés)**

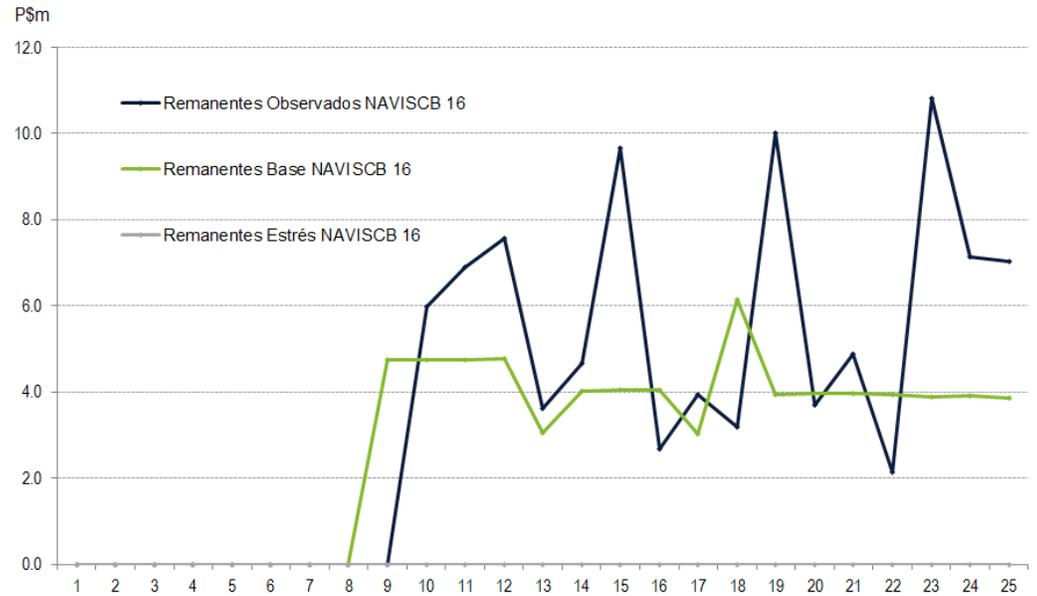


Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

\*Proyecciones realizadas por HR Ratings en los reportes de calificación con fecha de publicación del 11 de octubre de 2016 y el 25 de septiembre de 2017.

La liberación de remanentes de la NAVISCB 16 se ha mantenido por encima de nuestras expectativas en un escenario base, aunque la diferencia entre lo observado y lo proyectado es menor en comparación con la NAVISCB 15. Con ello, los remanentes observados acumulados han sido por P\$93.9m, monto 32.6% superior a lo esperado en un escenario base. Por otra parte, el escenario de estrés no contemplaba la liberación de remanentes, ya que el aforo de la Emisión sería menor a la Razón de Aforo Objetivo, lo que no permite que se liberen remanentes en este escenario.

**Gráfica 10. Liberación de Remanentes Observada vs. Proyectada NAVISCB 16 (Base y Estrés)**



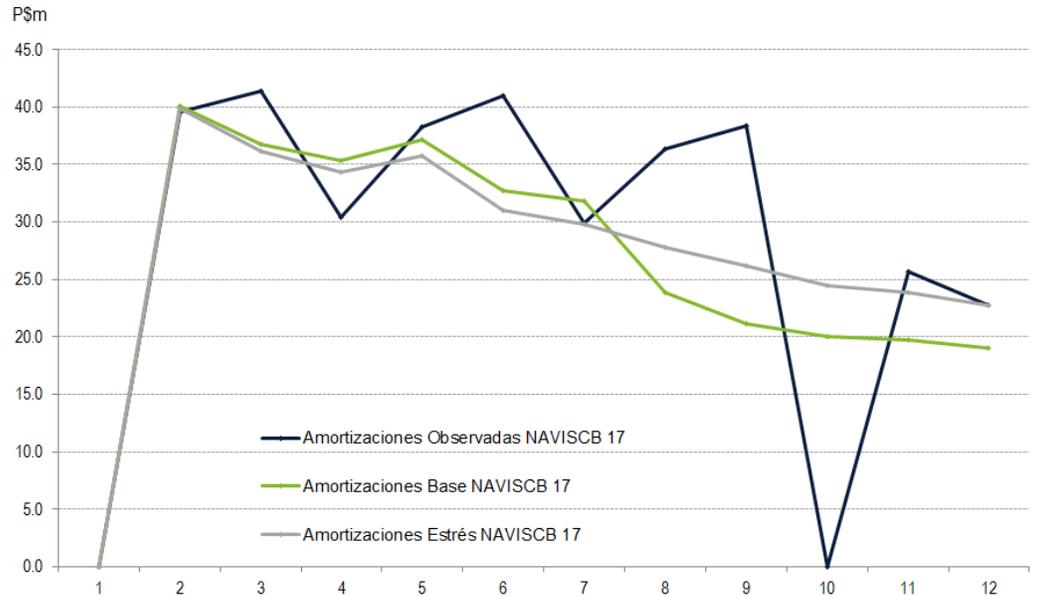
Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

\*Proyecciones realizadas por HR Ratings en los reportes de calificación con fecha de publicación del 11 de octubre de 2016 y el 25 de septiembre de 2017.

## NAVISCB 17

La Emisión NAVISCB 17 tiene 12 meses vigente a partir de su colocación en el mercado. En este periodo, el flujo de amortizaciones se ha ubicado por encima de nuestro escenario base, ya que se acumulan P\$343.7m en comparación con P\$317.4m en nuestro escenario base, y por P\$331.8m en el escenario de estrés. Al igual que en las emisiones NAVISCB 15 y 16, esto se explica principalmente por los prepagos de cartera ocurridos, lo que ha llevado a una disminución en el saldo insoluto de los activos, y ha requerido un mayor monto de amortización.

**Gráfica 11. Amortizaciones Observadas vs. Proyectadas NAVISCB 17 (Base y Estrés)**

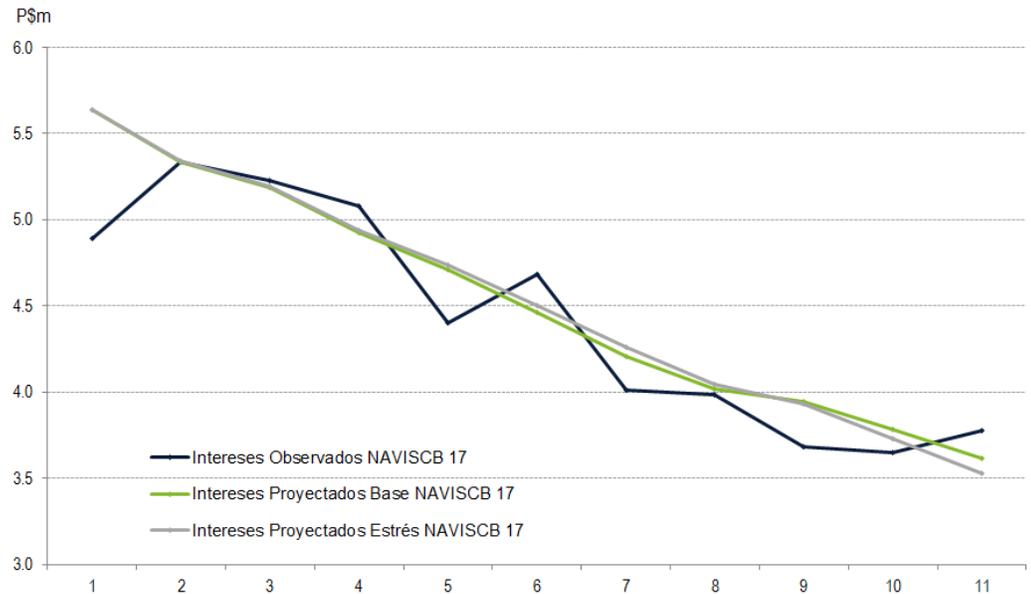


Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

\*Proyecciones realizadas por HR Ratings en el reporte de calificación con fecha de publicación del 15 de diciembre de 2017.

En cuanto al pago de intereses, éste se ha ubicado ligeramente por debajo de nuestras expectativas en ambos escenarios, al acumular P\$48.7m en 11 fechas de cupón. Lo anterior en comparación con P\$49.8m esperados en el escenario base, y P\$49.9m en el escenario de estrés. En este sentido, en el escenario base los intereses resultaron mayores debido a que se esperaba una menor amortización de principal de los CEBURS Fiduciarios, lo que llevó a que el monto de intereses a los tenedores fuera superior. Mientras tanto, aunque las amortizaciones del escenario estrés se alinean a las observadas, la curva de TIIE implementada resulta en un mayor pago de intereses a los tenedores. Es importante mencionar que la NAVISCB 17 cuenta con un instrumento de cobertura (CAP) al igual que las otras Emisiones; sin embargo, éste está en un nivel de 9.0% de manera que la Emisión aún no ha recibido beneficio alguno por la contratación de dicho instrumento.

**Gráfica 12. Pago de Intereses Observado vs. Proyectado NAVISCB 17 (Base y Estrés)**

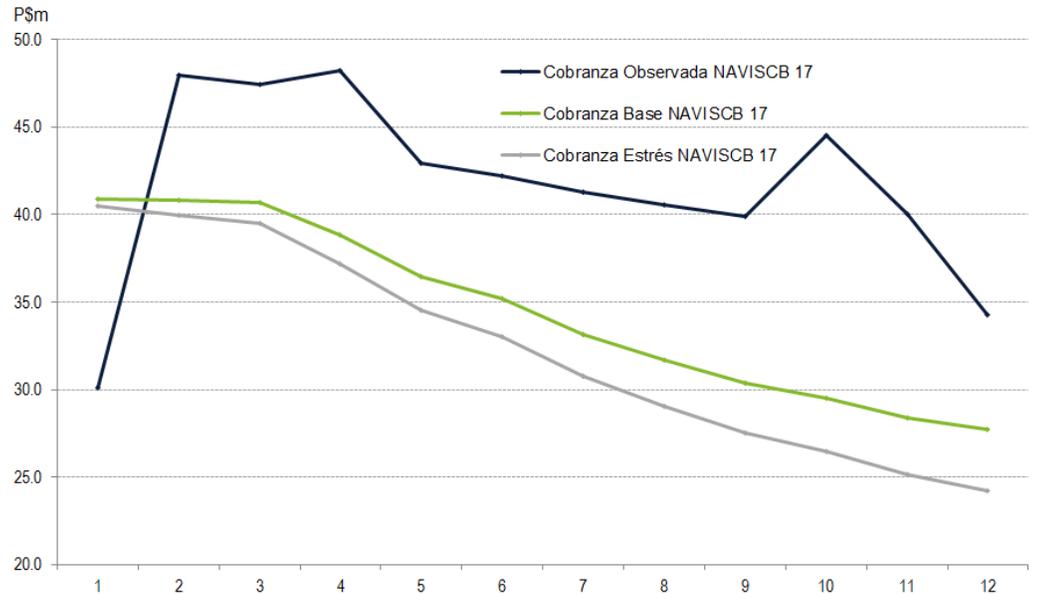


Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

\*Proyecciones realizadas por HR Ratings en el reporte de calificación con fecha de publicación del 15 de diciembre de 2017.

La cobranza real recibida por el Fideicomiso ha resultado superior a nuestras expectativas en un escenario base, al acumularse flujos por P\$499.5m, en comparación con P\$413.7m en un escenario base y P\$387.9m en un escenario de estrés. La diferencia principal en comparación con nuestro escenario base se explica por P\$51.8m en prepagos de capital no considerados en nuestros escenarios. HR Ratings considera que la cobranza ha mostrado un buen comportamiento, aunque los prepagos recibidos impactarán los ingresos por intereses en periodos futuros.

**Gráfica 13. Cobranza Obseveda vs. Proyectada NAVISCB 17 (Base y Estrés)**

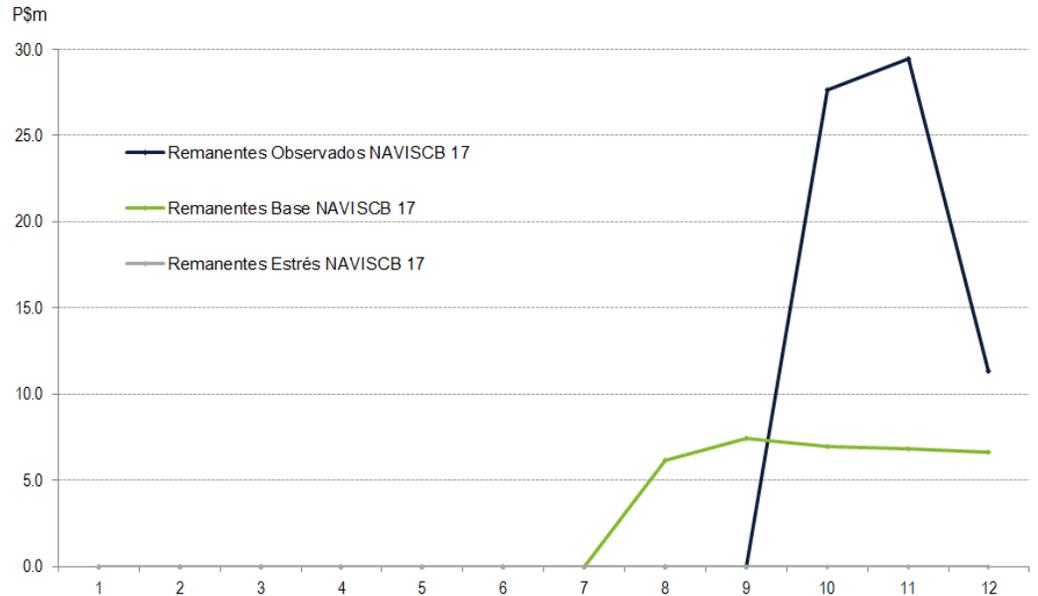


Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

\*Proyecciones realizadas por HR Ratings en el reporte de calificación con fecha de publicación del 15 de diciembre de 2017.

Finalmente, la liberación de remanentes ha resultado ligeramente por encima de nuestras expectativas, al ubicarse en P\$68.4m, monto que duplica nuestras proyecciones en un escenario base de P\$34.0m. Esto se explica por el mayor ingreso de cobranza en comparación con nuestras expectativas, lo que permitió una mayor liberación de recursos una vez que se cumplió la Razón de Aforo Objetivo de 1.295x. HR Ratings considera que las tres emisiones de Navistar muestran un comportamiento similar en comparación con nuestros escenarios.

**Gráfica 14. Liberación de Remanentes Observada vs. Proyectada NAVISCB 17 (Base y Estrés)**



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

\*Proyecciones realizadas por HR Ratings en el reporte de calificación con fecha de publicación del 15 de diciembre de 2017.

## Características de los Colaterales

Al cierre de agosto de 2018, la cartera cedida de cada una de las Emisiones muestra una disminución en su plazo y en el número de contratos cedidos, lo que se debe a que las Emisiones consistieron en una cesión única de cartera al inicio de las mismas. De tal manera, conforme la cartera va amortizando, se reduce su saldo insoluto y su plazo, sin que ésta sea sustituida por nuevos contratos. Con ello, tenemos que los plazos remanentes de las carteras son menores conforme más antigüedad tienen las Emisiones. Asimismo, las carteras cuentan con tasas fijas, siendo éstas de 11.6% para la NAVISCB 15, 10.7% para la NAVISCB 16 y 12.3% para la NAVISCB 17. Finalmente, consideramos que la concentración de las carteras en sus clientes principales es baja, por lo que no hay un riesgo de concentración relevante.

**Tabla 1. Características de las Carteras Cedidas**

	NAVISCB 15	NAVISCB 16	NAVISCB 17
Número de Contratos Totales	393	312	669
Plazo Remanente Promedio Ponderado	13.3 meses	21.8 meses	29.8 meses
Plazo Remanente Máximo	25 meses	35 meses	47 meses
Plazo Remanente Mínimo	1 mes	1 mes	1 mes
Tasa de Interés Promedio Ponderada	11.6%	10.7%	12.3%
Saldo Insoluto (P\$m)	P\$129.9m	P\$213.9m	P\$495.9m
Concentración 10 Principales Clientes	18.0%	15.6%	12.0%

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

En cuanto al desempeño de las carteras de crédito, se puede observar que aquellas de las Emisiones NAVISCB 16 y NAVISCB 17 mantienen un adecuado comportamiento al tener 91.1% y 89.7% de su saldo insoluto con atrasos menores a 30 días. La cartera de la Emisión NAVISCB 15 cuenta con un menor porcentaje de 75.0% en este *bucket* de morosidad, conteniendo un capital exigible con atrasos entre 61 a 90 días equivalente a 2.5% del saldo insoluto total. Esto se debe a que 16.2% de la cartera que respalda a esta Emisión se encuentra con atrasos entre 61 y 90 días. La mayor parte de los acreditados en este *bucket* de morosidad son clientes que han mantenido un comportamiento constante de pago, sin dejar que sus créditos lleguen a cartera vencida, de manera que el capital exigible o cartera vencida en este *bucket* es de P\$3.0m, equivalente a 2.5% del saldo insoluto total.

**Tabla 2. Buckets de Morosidad**

Días de Atraso	Monto	% Cartera	Monto	% Cartera	Monto	% Cartera
	NAVISCB 15*	NAVISCB 15	NAVISCB 16*	NAVISCB 16	NAVISCB 17*	NAVISCB 17
<b>0 - 30 días</b>	91.7	75.0%	186.4	91.1%	428.6	89.7%
<b>31 - 60</b>	8.6	7.0%	6.4	3.1%	36.6	7.7%
<b>61 - 90</b>	19.8	16.2%	8.7	4.2%	9.4	2.0%
<b>91 - 120</b>	1.8	1.4%	0.0	0.0%	0.2	0.0%
<b>más de 120</b>	0.4	0.3%	3.1	1.5%	2.8	0.6%
<b>TOTAL</b>	<b>122.2</b>	<b>100.0%</b>	<b>204.6</b>	<b>100.0%</b>	<b>477.7</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.  
\*Cifras en millones de pesos a septiembre de 2018.

En cuanto a los criterios de elegibilidad más relevantes, éstos se mantienen en las tres Emisiones, limitando la clasificación crediticia de los acreditados a un nivel mínimo de B1. Adicionalmente, se establecieron límites de concentración por cliente principal y por entidad federativa para reducir la sensibilidad de las carteras ante condiciones específicas de una región o algún acreditado. Dado que las bursatilizaciones analizadas son cerradas, los criterios de elegibilidad fueron evaluados al inicio de las transacciones, y no se esperaba un cambio relevante en la composición de las carteras.

**Tabla 3. Criterios de Elegibilidad**

	NAVISCB 15	NAVISCB 16	NAVISCB 17
Los Activos cuenten con una calificación crediticia interna otorgada por el Fideicomitente de A1, A2 o B1	Sí Cumple	Sí Cumple	Sí Cumple
Los Activos no cuentan con una renta mayor a 60 días de vencidos	Sí Cumple	Sí Cumple	Sí Cumple
El plazo del vencimiento original de los Activos no es mayor a 60 meses	Sí Cumple	Sí Cumple	Sí Cumple
Los Activos no son arrendamiento operativo	Sí Cumple	Sí Cumple	Sí Cumple
Saldo insoluto de principal de un Deudor no represente más del 5.0% del Saldo Total de los Activos.	Sí Cumple	Sí Cumple	Sí Cumple
Concentración por Entidad Federativa	Sí Cumple	Sí Cumple	Sí Cumple

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

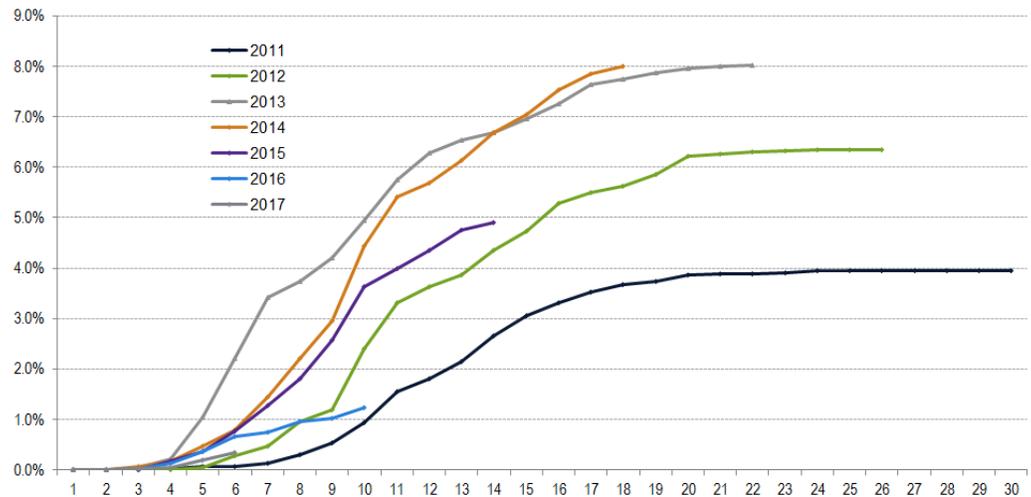
## Análisis de Cosechas

Para determinar el comportamiento histórico de las cartera originada y administrada por Navistar, HR Ratings realizó el análisis de cosechas tomando en cuenta información proporcionada desde 2009 hasta 2017. En este sentido, se consideró como cartera incumplida aquella con atrasos mayores a 120 días. Este criterio se utiliza debido a que Navistar ha mostrado una elevada capacidad de recuperación de créditos con cobranza

atrasada entre 90 y 120 días, acorde con su modelo de negocio y de relación con sus clientes.

Con ello, se puede observar que aquellas cosechas con un mayor nivel de incumplimiento son aquellas de 2013 y 2014, las cuales han alcanzado niveles de incumplimiento de 8.0% en cada una de ellas. Asimismo, las cosechas de 2015 y 2016 han presentado una mejora en su tendencia, aunque ésta última no tiene la suficiente madurez para ser tomada en cuenta para el cálculo de la TIPPH. Tomando en cuenta que cosechas de años anteriores muestran menores niveles de incumplimiento, consideramos que ha habido un incremento en el perfil de riesgo de la cartera del Fideicomitente.

**Gráfica 15. Análisis de Cosechas (120 Días)**



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por el Fideicomitente.

Considerando la información presentada en el análisis de cosechas, HR Ratings calculó la TIPPH del portafolio originado y administrado por Navistar, tomando en cuenta las últimas cuatro cosechas maduras; es decir, de 2013 a 2016. Obteniendo el promedio del máximo incumplimiento por cosecha, ponderado por la originación de cada año, obtenemos una TIPPH de 5.0%, nivel inferior al 5.8% presentado en el análisis anterior.

**Tabla 4. TIPPH**

Año	Origenación*	% Incumplimiento
2011**	1,867	4.0%
2012**	2,455	6.4%
2013	2,435	8.0%
2014	1,993	8.0%
2015	2,032	4.9%
2016	3,393	1.2%
2017**	3,045	0.4%
<b>TIPPH**</b>	<b>10,783</b>	<b>5.0%</b>

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por la Empresa.

\*Cifras en millones de pesos.

\*\*Cosechas no tomadas en cuenta para el cálculo de la TIPPH.

## **Análisis de Flujo de Efectivo**

Con la finalidad de determinar el comportamiento esperado de las Emisiones, HR Ratings llevó a cabo un análisis de flujos de efectivo bajo un escenario base y un escenario de alto estrés. Este último es el de mayor relevancia para HR Ratings ya que a partir de él se determinará la TIM que soportan cada una de las Emisiones manteniendo su capacidad de pago. Asimismo, el escenario base busca determinar el desempeño de las Emisiones ante condiciones probables.

### **Escenario de Estrés**

#### **NAVISCB 15**

El escenario de estrés planteado para las Emisiones incorpora supuestos económicos y de mercado que buscan reflejar sus factores de riesgo, y con ello determinar el máximo nivel de mora que se incorpora, y aún así mantener su capacidad de pago en tiempo y forma. A continuación, se presentan los supuestos de estrés para la Emisión NAVISCB 15:

- A. Saldo insoluto de la Emisión de P\$106.2m (vs. P\$299.2m en el análisis anterior).
- B. Plazo Remanente de la Emisión de 28 meses, de los cuales dos son de Amortización Objetivo (vs. 41 meses y 15 meses en el análisis anterior).
- C. Pago de intereses mensual a los tenedores, a una tasa variable de TIIE de 28 días, mas una sobretasa de 140 puntos base.
- D. Contratación de un instrumento de cobertura (CAP) a un nivel de 5.0% para la TIIE de 28 días.
- E. Curva de TIIE bajo un escenario de estanflación económica.
- F. Aforo de la Emisión, y Razón de Aforo Objetivo de 1.30x (vs. 1.30x en ambos casos en el análisis anterior).
- G. Razón de Aforo Mínimo de 1.15x.
- H. Gastos de mantenimiento mensuales equivalentes a 0.7% anual sobre el saldo insoluto de la cartera vigente. (vs. 0.7% en el análisis anterior).
- I. Gastos de mantenimiento anuales de P\$0.95m, y Monto Máximo de Gastos de P\$2.15m (vs. P\$0.95m y P\$2.15m en el análisis anterior).
- J. Cuenta de Reserva equivalente a 3 meses de pago de intereses.
- K. Cuenta de Gastos Anuales en donde se reservará 1/12 del monto de gastos estimado cada mes para el cumplimiento de estos gastos.
- L. El escenario de HR Ratings no considera prepagos de la cartera cedida.
- M. Uso de todas las reservas para el pago de obligaciones.

A continuación, se presenta un resumen de los principales supuestos y resultados del escenario de estrés para la Emisión NAVISCB 15:

**Tabla 5. Escenario de Estrés Proyectado por HR Ratings NAVISCB 15**

Supuestos	
Saldo Insoluto de la Emisión (P\$m)	106.2
Flujos de Cobranza Totales (P\$m)	139.0
Saldo Insoluto de la Cartera (P\$m)	129.9
Intereses por Cobrar (P\$m)	9.1
Saldo Inicial en la Cuenta de Reserva (P\$m)	8.1
Razón de Aforo Actual	1.300x
Aforo Objetivo	1.300x
Aforo Mínimo	1.150x
Plazo Remanente de la Emisión	28 meses
Plazo Remanente del Periodo de Amortización Objetivo	2 meses
Resultados	
Evento de Amortización Acelerada	No
Mora Mensual Periodo de Amortización Objetivo	8.7%
Mora Mensual Periodo de Amortización Acelerada	1.7%
TIM	25.9%
TIPPH	5.0%
VTI	5.2x
Aforo al Final del Periodo de Amortización Objetivo	1.151x
Plazo Real Para Amortización Total	28 meses

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

## NAVISCB 16

El escenario de estrés para la Emisión NAVISCB 16 busca incorporar supuestos de estrés similares al de la Emisión NAVISCB 15 dado que éstas comparten características similares. A continuación, se presentan los supuestos de estrés para la Emisión NAVISCB 16:

- Saldo insoluto de la Emisión de P\$168.0m (vs. P\$350.6m en el análisis anterior).
- Plazo Remanente de la Emisión de 40 meses, de los cuales 11 son de Amortización Objetivo (vs. 54 meses y 25 meses en el análisis anterior).
- Pago de intereses mensual a los tenedores, a una tasa variable de TIIE de 28 días, más una sobretasa de 155 puntos base.
- Contratación de un instrumento de cobertura (CAP) a un nivel de 6.0% para la TIIE de 28 días.
- Curva de TIIE bajo un escenario de estanflación económica.
- Aforo de la Emisión, y Razón de Aforo Objetivo de 1.305x (vs. 1.305x en ambos casos en el análisis anterior).
- Razón de Aforo Mínimo de 1.15x.

- H. Gastos de mantenimiento mensuales equivalentes de P\$0.1m a (vs. P\$0.1m en el análisis anterior).
- I. Gastos de mantenimiento anuales de P\$0.95m, y Monto Máximo de Gastos de P\$2.15m (vs. P\$0.95m y P\$2.15m en el análisis anterior).
- J. Cuenta de Reserva equivalente a 3 meses de pago de intereses.
- K. Cuenta de Gastos Anuales en donde se reservará 1/12 del monto de gastos estimado cada mes para el cumplimiento de estos gastos.
- L. Saldo del Fondo de Depósitos de P\$24.4m (vs. P\$29.9m en el análisis anterior).
- M. El escenario de HR Ratings no considera prepagos de la cartera cedida.
- N. Uso de todas las reservas para el pago de obligaciones.

A continuación, se presenta un resumen de los principales supuestos y resultados del escenario de estrés para la Emisión NAVISCB 16:

<b>Tabla 6. Escenario de Estrés Proyectado por HR Ratings NAVISCB 16</b>	
<b>Supuestos</b>	
Saldo Insoluto de la Emisión (P\$m)	168.0
Flujos de Cobranza Totales (P\$m)	236.4
Saldo Insoluto de la Cartera (P\$m)	213.9
Intereses por Cobrar (P\$m)	22.5
Saldo Inicial en la Cuenta de Reserva (P\$m)	5.3
Razón de Aforo Actual	1.305x
Aforo Objetivo	1.305x
Aforo Mínimo	1.150x
Plazo Remanente de la Emisión	40 meses
Plazo Remanente del Periodo de Amortización Objetivo	11 meses
<b>Resultados</b>	
Evento de Amortización Acelerada	No
Mora Mensual Periodo de Amortización Objetivo	2.9%
Mora Mensual Periodo de Amortización Acelerada	2.1%
TIM	30.7%
TIPPH	5.0%
VTI	6.1x
Aforo al Final del Periodo de Amortización Objetivo	1.150x
Plazo Real Para Amortización Total	40 meses

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

## NAVISCB 17

A continuación, se presentan los supuestos de estrés para la Emisión NAVISCB 17:

- A. Saldo insoluto de la Emisión de P\$393.3m (vs. P\$737.0m en el análisis anterior).
- B. Plazo Remanente de la Emisión de 54 meses, de los cuales 25 son de Amortización Objetivo (vs. 65 meses y 36 meses en el análisis anterior).

- C. Pago de intereses mensual a los tenedores, a una tasa variable de TIIE de 28 días, más una sobretasa de 180 puntos base.
- D. Contratación de un instrumento de cobertura (CAP) a un nivel de 9.0% para la TIIE de 28 días.
- E. Curva de TIIE bajo un escenario de estanflación económica.
- F. Aforo de la Emisión, y Razón de Aforo Objetivo de 1.295x (vs. Aforo de la Emisión de 1.195x y Razón de Aforo Objetivo de 1.295x en el análisis anterior).
- G. Razón de Aforo Mínimo de 1.15x.
- H. Gastos de mantenimiento mensuales equivalentes de P\$0.1m a (vs. P\$0.1m en el análisis anterior).
- I. Gastos de mantenimiento anuales de P\$0.95m, y Monto Máximo de Gastos de P\$2.15m (vs. P\$0.95m y P\$2.15m en el análisis anterior).
- J. Cuenta de Reserva equivalente a 3 meses de pago de intereses.
- K. Cuenta de Gastos Anuales en donde se reservará 1/12 del monto de gastos estimado cada mes para el cumplimiento de estos gastos.
- L. Saldo del Fondo de Depósitos de P\$48.6m (vs. P\$70.2m en el análisis anterior).
- M. El escenario de HR Ratings no considera prepagos de la cartera cedida.
- N. Uso de todas las reservas para el pago de obligaciones.

A continuación, se presenta un resumen de los principales supuestos y resultados del escenario de estrés para la Emisión NAVISCB 17:

**Tabla 7. Escenario de Estrés Proyectado por HR Ratings NAVISCB 17**

Supuestos	
Saldo Insoluto de la Emisión (P\$m)	393.3
Flujos de Cobranza Totales (P\$m)	580.3
Saldo Insoluto de la Cartera (P\$m)	496.0
Intereses por Cobrar (P\$m)	84.3
Saldo Inicial en la Cuenta de Reserva (P\$m)	13.4
Razón de Aforo Actual	1.295x
Aforo Objetivo	1.295x
Aforo Mínimo	1.150x
Plazo Remanente de la Emisión	54 meses
Plazo Remanente del Periodo de Amortización Objetivo	25 meses
Resultados	
Evento de Amortización Acelerada	No
Mora Mensual Periodo de Amortización Objetivo	1.9%
Mora Mensual Periodo de Amortización Acelerada	2.2%
TIM	31.9%
TIPPH	5.0%
VTI	6.4x
Aforo al Final del Periodo de Amortización Objetivo	1.150x
Plazo Real Para Amortización Total	54 meses

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

Al evaluar la composición de los flujos de efectivo de cada Emisión, en la NAVISCB 15 se esperarían ingresos totales por P\$116.8m, de los cuales 72.5% correspondería a ingresos recibidos en el Periodo de Amortización Full-Turbo, mientras que el 27.5% restante se recibiría en el Periodo de Amortización Objetivo (vs. 75.3% y 24.7% en el análisis anterior). Los ingresos totales corresponderían en un 88.4% a la cobranza de cartera cedida, con el restante proveniente de la liberación de reservas, y de intereses generados por inversiones permitidas (vs. 92.7% en el análisis anterior). Mientras tanto, los egresos del Fideicomiso serían en un 90.9% para la amortización de principal, seguido de 3.0% para el pago de intereses, 2.9% para la reconstitución de fondos y 2.1% para gastos de mantenimiento. (vs. 90.7%, 5.0%, 1.8% y 1.9% en el análisis anterior).

Tabla 8. Flujo de la Emisión NAVISCB 15

Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Amortización Objetivo	Periodo de Amortización Full-Turbo	TOTAL
<b>Cobranza Esperada</b>	<b>29.6</b>	<b>109.4</b>	<b>139.0</b>
Capital	27.3	102.6	129.9
Intereses	2.4	6.8	9.1
<b>Cobranza No-Realizada por Mora</b>	<b>3.8</b>	<b>32.0</b>	<b>35.7</b>
Capital	3.4	30.1	33.6
Intereses	0.3	1.8	2.1
<b>Cobranza Real</b>	<b>25.9</b>	<b>77.4</b>	<b>103.3</b>
Capital	23.8	72.5	96.3
Intereses	2.1	4.9	7.0
+ Inversiones Permitidas	0.1	0.3	0.4
+ Liberación de Fondos	6.1	7.1	13.2
- Reconstitución de Fondos	0.2	3.2	3.4
- Gastos de Mantenimiento	0.1	2.3	2.5
- Pago de Intereses	1.0	2.5	3.5
- Amortización	30.7	75.4	106.2
- Liberación de Remanentes	0.0	1.3	1.3
<b>TOTAL</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>

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

Por su parte, para el flujo de efectivo de la NAVISCB 16 se esperarían ingresos totales por P\$234.6m, correspondientes en un 62.3% para el Periodo de Amortización Objetivo, y en 37.7% para el Periodo de Amortización Full Turbo. (vs 80.4% y 19.6% en el análisis anterior). Los ingresos totales estarían compuestos en un 70.4% por la cobranza de cartera, seguidos de 7.2% proveniente de las inversiones permitidas, además de 5.1% del Fondo de Depósitos, y 2.8% por la liberación de reservas (vs. 79.8%, 11.7%, 3.5% y 204% en el análisis anterior).

En cuanto a los egresos totales, estos estarían distribuidos en un 71.6% para la amortización de principal de los CEBURS Fiduciarios, seguido de 4.5% para el pago de intereses, 3.2% para la reconstitución de reservas y 2.5% para gastos de mantenimiento (vs. 76.5%, 7.0%, 2.9% y 1.8% en el análisis anterior). El 18.3% restante correspondería a los recursos del Fondo de Depósitos que no fueron utilizados durante la vigencia de la Emisión, ya que únicamente se consideró que se podrían destinar recursos de este fondo en caso de que el crédito correspondiente haya caído en incumplimiento (vs. 11.8% en el análisis anterior).

Tabla 9. Flujo de la Emisión NAVISCB 16

Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Amortización Objetivo	Periodo de Amortización Full-Turbo	TOTAL
<b>Cobranza Esperada</b>	132.2	104.2	236.4
Capital	117.0	96.9	213.9
Intereses	15.2	7.3	22.5
<b>Cobranza No-Realizada por Mora</b>	20.6	50.7	71.3
Capital	18.3	47.4	65.7
Intereses	2.3	3.3	5.6
<b>Cobranza Real</b>	111.6	53.5	165.1
Capital	98.7	49.5	148.2
Intereses	12.9	4.0	16.9
+ Inversiones Permitidas	2.3	4.3	6.6
+ Liberación de Fondos	5.7	6.3	12.0
+ Saldo Inicial Fondo de Depósitos	26.6	24.4	51.0
- Reconstitución de Fondos	3.0	4.5	7.5
- Gastos de Mantenimiento	2.1	3.8	5.8
- Pago de Intereses	7.6	2.9	10.5
- Amortización	109.1	58.8	168.0
- Liberación de Remanentes	0.0	0.0	0.0
- Saldo Final Fondo de Depósitos	24.4	18.4	42.8
<b>TOTAL</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>

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

Finalmente, para el flujo de la NAVISCB 17 se esperarían ingresos totales por P\$528.9m, distribuidos en un 81.7% durante el Periodo de Amortización Objetivo y en un 18.3% en el Periodo de Amortización Full-Turbo (vs. 87.3% y 12.7% en el análisis anterior). Asimismo, el principal ingreso del Fideicomiso sería la cobranza de la cartera cedida, por un monto equivalente a 75.9% de los ingresos totales (vs 80.3% en el análisis anterior). Por otra parte, el principal egreso del Fideicomiso sería la amortización de principal de los CEBURS Fiduciarios, por un monto equivalente a 74.4% de los egresos totales (vs. 76.2% en el análisis anterior). Posteriormente, se tendría el pago de intereses por 8.1%, la reconstitución de fondos por 1.7%, y el pago de mantenimiento por 1.5% (vs. 10.0%, 1.1% y 1.1% en el análisis anterior).

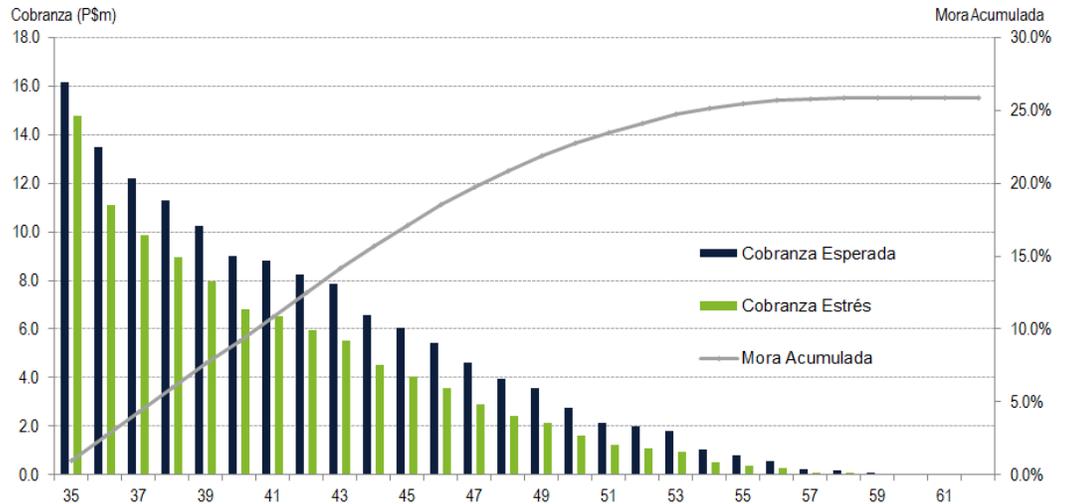
Tabla 10. Flujo de la Emisión NAVISCB 17

Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Amortización Objetivo	Periodo de Amortización Full-Turbo	TOTAL
<b>Cobranza Esperada</b>	<b>458.0</b>	<b>122.2</b>	<b>580.3</b>
Capital	383.1	112.8	496.0
Intereses	74.9	9.4	84.3
<b>Cobranza No-Realizada por Mora</b>	<b>99.6</b>	<b>79.3</b>	<b>178.9</b>
Capital	84.7	73.5	158.2
Intereses	14.8	5.8	20.6
<b>Cobranza Real</b>	<b>358.5</b>	<b>42.9</b>	<b>401.4</b>
Capital	298.4	39.3	337.7
Intereses	60.1	3.6	63.7
+ Inversiones Permitidas	8.8	6.8	15.6
+ Liberación de Fondos	16.2	5.6	21.8
+ Saldo Inicial Fondo de Depósitos	48.6	41.5	90.1
- Reconstitución de Fondos	3.9	4.8	8.8
- Gastos de Mantenimiento	4.4	3.7	8.1
- Pago de Intereses	40.0	2.9	43.0
- Amortización	341.2	52.1	393.3
- Liberación de Remanentes	1.0	0.2	1.2
- Saldo Final Fondo de Depósitos	41.5	33.1	74.6
<b>TOTAL</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>

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

En el escenario de estrés se incorporó una mora mensual incremental de 8.7% durante el Periodo de Amortización Objetivo, con el propósito de que el aforo de la Emisión alcance la Razón de Aforo Mínimo de 1.15x (vs. 2.4% en el análisis anterior). Es importante mencionar que el incremento en la mora incorporada en este periodo obedece a que únicamente le quedan dos meses para que el aforo disminuya de 1.30x hasta 1.15x, de manera que el impacto en la mora tendrá que ser elevado (vs. 15 meses en el análisis anterior). Posteriormente, se incorporó una mora mensual incremental de 1.7% a partir del inicio del Periodo de Amortización Full-Turbo, llevando a que la Emisión alcance su máximo estrés manteniendo su capacidad de pago (vs 1.1% en el análisis anterior). Estos supuestos resultan en una TIM de 25.9%, lo que se compara con una TIPPH de 5.0% de la cartera administrada y originada por Navistar, resultando en una VTI de 5.2x (vs. 27.5%, 5.8% y 4.7x en el análisis anterior).

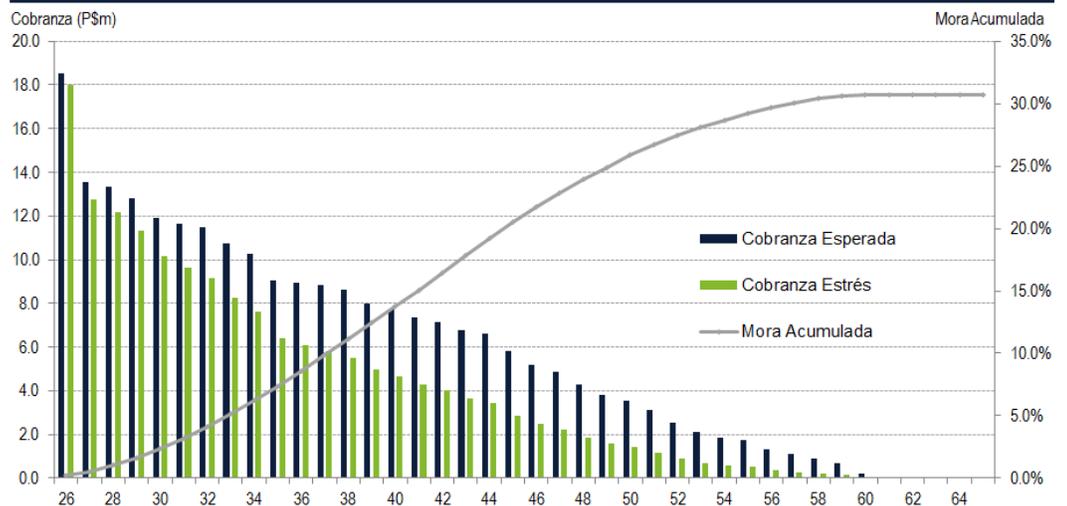
**Gráfica 16. Cobranza Esperada vs. Cobranza Estrés vs. TIM NAVISCB 15**



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

El escenario de estrés para la NAVISCB 16 incorpora una mora mensual incremental de 2.9% (vs. 1.8% en el análisis anterior) durante el Periodo de Amortización Objetivo, llevando a que el aforo cierre este periodo en un nivel de 1.15x, consistente con el Aforo Mínimo de la Emisión. Posteriormente, se tiene una mora mensual de 2.1% durante el Periodo de Amortización Full-Turbo (vs. 1.8% en el análisis anterior). Esto llevaría a que la Emisión soporte una TIM de 30.7% en comparación con una TIPPH de 5.0%, resultando en una TIPPH de 6.1x. (vs. 31.3%, 5.8% y 5.4x en el análisis anterior). Es importante mencionar que tanto la NAVISCB 16 como la NAVISCB 17 muestran mayores niveles de TIM en comparación con la NAVISCB 15, lo que se explica principalmente por la presencia del Fondo de Depósitos que beneficia a estas transacciones en comparación con la NAVISCB 15.

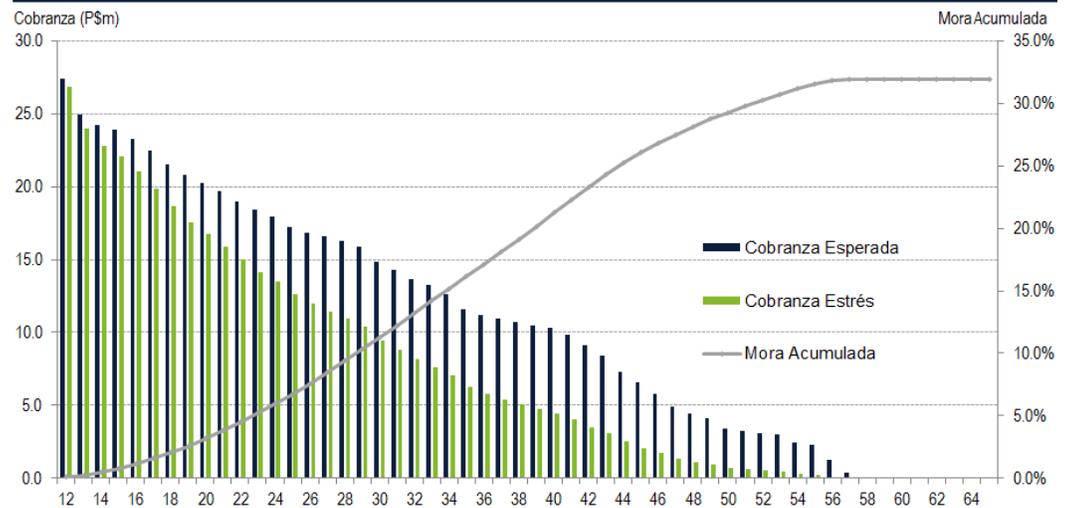
**Gráfica 17. Cobranza Esperada vs. Cobranza Estrés vs. TIM NAVISCB 16**



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

El escenario de la NAVISCB 17 incorpora una mora mensual incremental de 1.9% durante el Periodo de Amortización Objetivo, con lo que se llegaría a que el aforo de la Emisión se ubique en un nivel de 1.15x (vs. 1.3% en el análisis anterior). Posteriormente, se incorporó una mora de 2.2% durante el Periodo de Amortización Full-Turbo (vs. 2.7% en el análisis anterior). Esto llevaría a que la Emisión soporte una TIM de 31.9%, en comparación con una TIPPH de 5.0%, resultando en una VTI de 6.4x (vs. 26.1%, 4.7% y 5.5x en el análisis anterior).

**Gráfica 18. Cobranza Esperada vs. Cobranza Estrés vs. TIM NAVISCB 17**



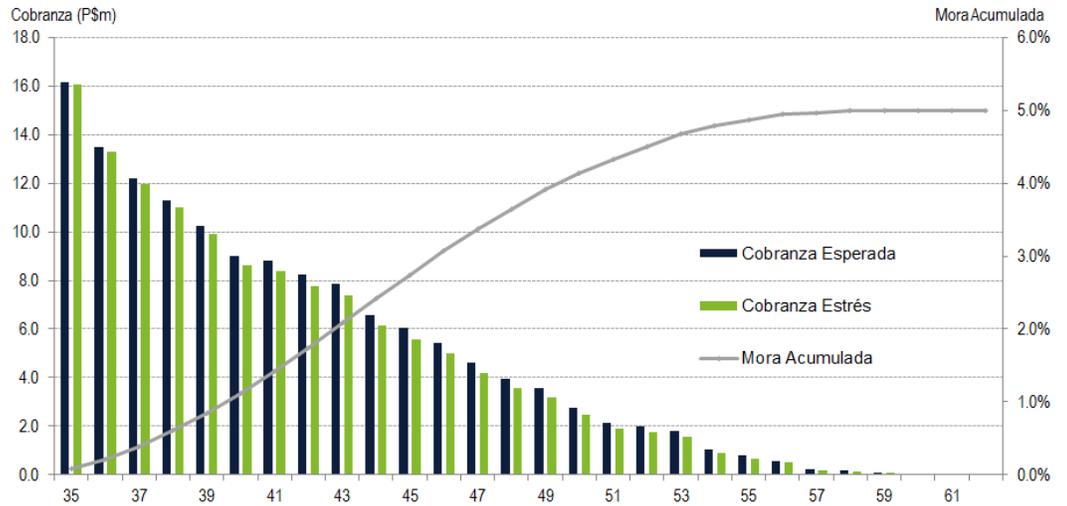
Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

## Escenario Base

El escenario base planteado por HR Ratings busca determinar el comportamiento esperado de las Emisiones ante condiciones económicas y de mercado probables, lo cual incluye una curva de TIIE bajo un escenario económico base, y un menor nivel de incumplimiento para cada una de las carteras cedidas. En este sentido, la mora incorporada será constante en cada una de las Emisiones durante toda su vigencia, y será tal que la TIM sea equivalente al 5.0% determinado de la TIPPH. Con ello, se tendrían mayores flujos de cobranza recibidos por el Fideicomiso, lo que beneficiaría su desempeño en comparación con el escenario de estrés.

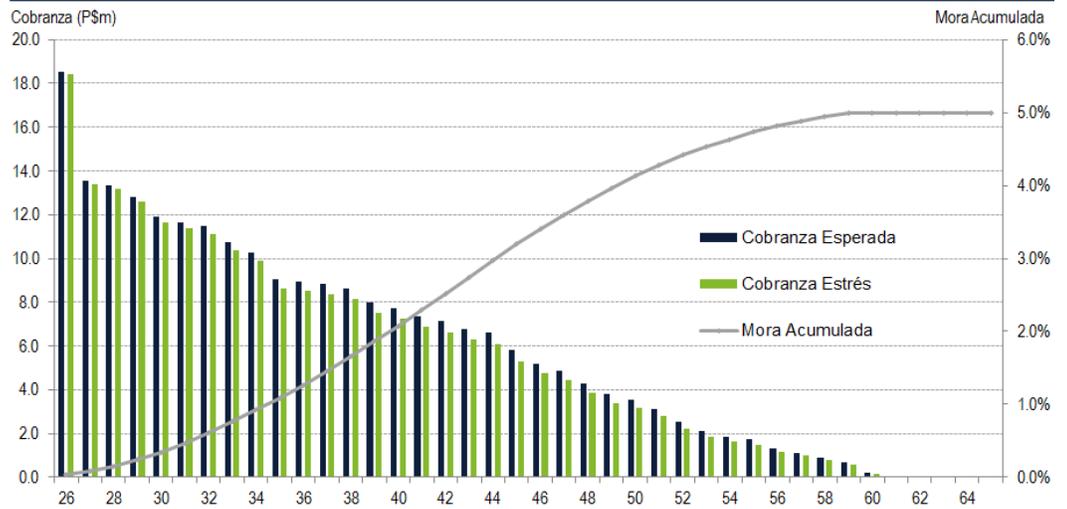
En línea con lo anterior, para la Emisión NAVISCB 15 se incorporó una mora mensual incremental de 0.7%; para la Emisión NAVISCB 16 una mora de 0.4% y para la NAVISCB 17 de 0.3%. Las tres moras incorporadas resultarían en una TIM de 5.0% para cada Emisión. Debido al menor nivel de incumplimiento, las Emisiones mantendrían su aforo en su respectiva Razón de Aforo Objetivo durante sus primeros 36 meses de vigencia.

**Gráfica 19. Cobranza Esperada vs. Cobranza Estrés vs. TIM NAVISCB 15**



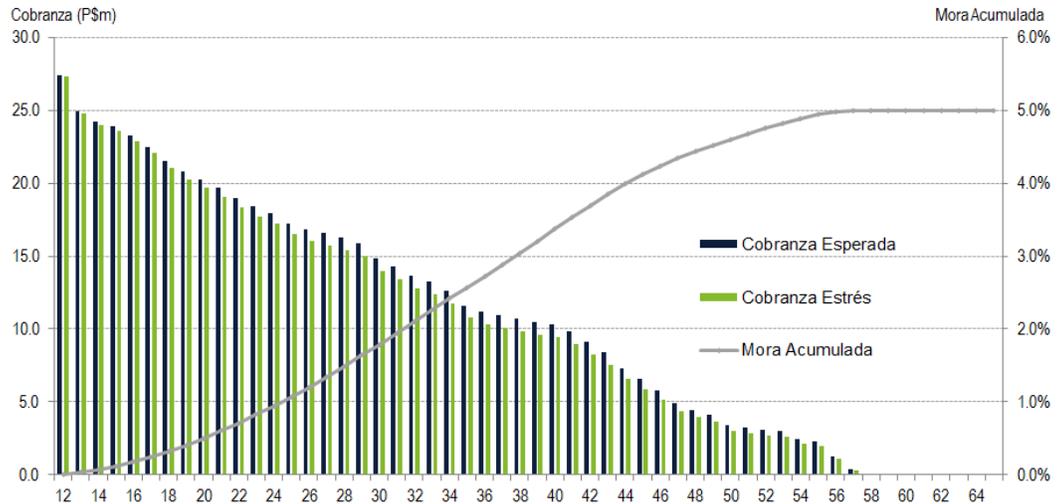
Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario base.

**Gráfica 20. Cobranza Esperada vs. Cobranza Estrés vs. TIM NAVISCB 16**



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario base.

**Gráfica 21. Cobranza Esperada vs. Cobranza Estrés vs. TIM NAVISCB 17**



Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario base.

Al analizar los flujos de efectivo bajo un escenario base, la cobranza recibida en cada uno de los Fideicomisos sería superior a aquella proyectada en el escenario de estrés, debido principalmente al menor nivel de mora incorporada mes a mes. Adicionalmente, la otra diferencia sustancial sería que las Emisiones mantendrían su Razón de Aforo Objetivo durante este periodo, lo que les permitiría a los Fideicomisos llevar a cabo la liberación de remanentes al Fideicomitente; situación que no ocurría en el escenario de estrés. Con ello, se tendrían liberaciones de remanentes por P\$31.5m para la NAVISCB 15, P\$55.6m para la NAVISCB 16 y P\$139.0m en la NAVISCB 17. Aun así, los Fideicomisos contarían con los suficientes recursos para amortizar anticipadamente la totalidad de su deuda, llevando a que se tenga un monto remanente de cobranza en cada una de las Emisiones.

**Tabla 11. Flujo de la Emisión NAVISCB 15**

Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Amortización Objetivo	Periodo de Amortización Full-Turbo	TOTAL
<b>Cobranza Esperada</b>	<b>29.6</b>	<b>109.4</b>	<b>139.0</b>
Capital	27.3	102.6	129.9
Intereses	2.4	6.8	9.1
<b>Cobranza No-Realizada por Mora</b>	<b>0.3</b>	<b>6.6</b>	<b>6.9</b>
Capital	0.3	6.2	6.5
Intereses	0.0	0.3	0.4
<b>Cobranza Real</b>	<b>29.3</b>	<b>102.8</b>	<b>132.2</b>
Capital	27.0	96.4	123.4
Intereses	2.3	6.4	8.8
+ Inversiones Permitidas	0.1	0.2	0.3
+ Liberación de Fondos	6.0	5.5	11.6
- Reconstitución de Fondos	0.2	1.6	1.8
- Gastos de Mantenimiento	0.1	1.3	1.5
- Pago de Intereses	1.0	2.0	3.0
- Amortización	26.7	79.5	106.2
- Liberación de Remanentes	7.4	24.1	31.5
<b>TOTAL</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario base.

**Tabla 12. Flujo de la Emisión NAVISCB 16**

Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Amortización Objetivo	Periodo de Amortización Full-Turbo	TOTAL
<b>Cobranza Esperada</b>	<b>132.2</b>	<b>104.2</b>	<b>236.4</b>
Capital	117.0	96.9	213.9
Intereses	15.2	7.3	22.5
<b>Cobranza No-Realizada por Mora</b>	<b>3.1</b>	<b>8.5</b>	<b>11.6</b>
Capital	2.7	8.0	10.7
Intereses	0.3	0.5	0.9
<b>Cobranza Real</b>	<b>129.2</b>	<b>95.7</b>	<b>224.8</b>
Capital	114.3	88.9	203.2
Intereses	14.9	6.7	21.6
+ Inversiones Permitidas	2.3	4.5	6.8
+ Liberación de Fondos	5.4	5.1	10.5
+ Saldo Inicial Fondo de Depósitos	26.6	26.3	52.9
- Reconstitución de Fondos	3.0	2.0	5.0
- Gastos de Mantenimiento	2.1	2.2	4.2
- Pago de Intereses	8.2	2.5	10.7
- Amortización	95.8	72.2	168.0
- Liberación de Remanentes	28.2	27.4	55.6
- Saldo Final Fondo de Depósitos	26.3	25.3	51.5
<b>TOTAL</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario base.

**Tabla 13. Flujo de la Emisión NAVISCB 17**

Flujo de Efectivo (P\$m)	Periodo de Amortización Objetivo	Periodo de Amortización Full-Turbo	TOTAL
<b>Cobranza Esperada</b>	<b>458.0</b>	<b>122.2</b>	<b>580.3</b>
Capital	383.1	112.8	496.0
Intereses	74.9	9.4	84.3
<b>Cobranza No-Realizada por Mora</b>	<b>16.9</b>	<b>12.2</b>	<b>28.1</b>
Capital	13.5	11.3	24.8
Intereses	2.4	0.9	3.3
<b>Cobranza Real</b>	<b>442.2</b>	<b>110.0</b>	<b>552.2</b>
Capital	369.6	101.5	471.2
Intereses	72.5	8.5	81.1
+ Inversiones Permitidas	8.8	7.6	16.4
+ Liberación de Fondos	15.7	5.3	21.0
+ Saldo Inicial Fondo de Depósitos	48.6	47.5	96.2
- Reconstitución de Fondos	3.9	1.8	5.7
- Gastos de Mantenimiento	4.4	2.1	6.5
- Pago de Intereses	44.6	2.9	47.5
- Amortización	311.4	81.9	393.3
- Liberación de Remanentes	103.5	35.5	139.0
- Saldo Final Fondo de Depósitos	47.5	46.2	93.7
<b>TOTAL</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario base.

## Glosario

**Aforo:** (el saldo total de los activos + el saldo de la cuenta de reserva al cierre de operaciones el último día hábil del periodo mensual correspondiente a dicha fecha de cálculo) / (el saldo de principal de los CEBURS Fiduciarios al cierre de operaciones del último día hábil del periodo mensual correspondiente a dicha fecha de cálculo - las cantidades que, conforme al reporte mensual, vayan efectivamente a utilizarse para amortizar el principal de los CEBURS Fiduciarios, en la fecha de pago inmediato siguiente).

**Mora Total:** (Cobranza de Principal no realizado / Cobranza esperada de principal).

**Monto Objetivo de Amortización:** el saldo de principal de los CEBURS Fiduciarios - ((la suma el saldo total de los activos + el saldo de la cuenta de reserva) / la razón de aforo objetivo)

**TIM del Periodo:** (Cobranza No Realizada durante el mes / Cobranza Esperada durante el mes).

**TIPHH:** Tasa de Incumplimiento Promedio Ponderado Histórico.

**TIM:** (Flujo Vencido Pass / (Flujo Total + Flujo Vencido)).

**VTI:** TIM / TIPPH.

## 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

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

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

#### Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130  
fernando.montesdeoca@hrratings.com

### Análisis

#### Dirección General de Análisis

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

#### Dirección General Adjunta de Análisis

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

#### Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

#### Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546  
fernando.sandoval@hrratings.com

#### Deuda Corporativa / ABS

José Luis Cano +52 55 1500 0763  
joseluis.cano@hrratings.com

#### Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140  
alfonso.sales@hrratings.com

### Regulación

#### Dirección General de Riesgo

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

#### Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817  
rafael.colado@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134  
francisco.valle@hrratings.com



México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, 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 Respalada por los Flujos Futuros Generados de un Conjunto de Activos Financieros (México), Abril 2016

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar [www.hrratings.com/es/metodologia.aspx](http://www.hrratings.com/es/metodologia.aspx)

**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.**

Calificaciones Anteriores:	NAVISCB 15: HR AAA (E) / Perspectiva Estable NAVISCB 16: HR AAA (E) / Perspectiva Estable NAVISCB 17: HR AAA (E) / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación:	NAVISCB 15: 25 de septiembre de 2017 NAVISCB 16: 25 de septiembre de 2017 NAVISCB 17: 15 de diciembre de 2017
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero de 2018 – agosto de 2018
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera, legal y de cosechas proporcionada por el Fideicomitente y por el Agente Estructurador.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación de contraparte de AAA (mex) con Perspectiva Estable para BBVA Bancomer otorgada por Fitch Ratings el 23 de julio de 2018.
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)	Las calificaciones ya incorporan 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](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

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

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).