

# FEXI21: Inicio de Cobertura

## La Fibra E independiente de concesiones carreteras más importante de México

FEXI21	COMPRA
Valor Intrínseco Estimado (P\$)	\$ 24.50
Dividendo Esperado	\$ 0.78
Precio Actual (P\$)	\$ 19.60
Min / Máx (12 M)	\$ 19.00 - 19.60
Rend. Esperado	29.0%
Valor de Mercado (Mill. de P\$)	22,859
CBFE's en Circulación	1,166.3
CBFE's Flotantes	100.0%
Imp. Prom. Diario (Mill. de P\$)	3.1

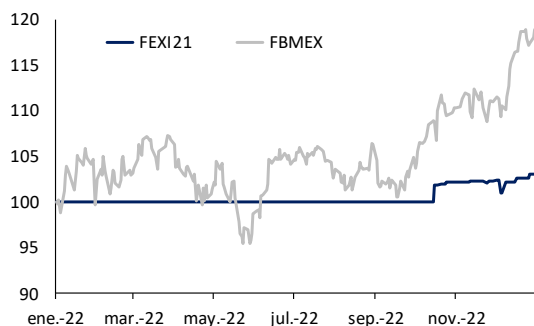
### TESIS DE INVERSIÓN

*Estamos iniciando cobertura en Fideicomiso Irrevocable de Emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios de Inversión en Energía e Infraestructura No. 5073 ("FEXI21") con una recomendación de COMPRA y valor intrínseco estimado a 12 meses de P\$24.50 por Certificado Bursátil Fiduciario de Inversión en Energía e Infraestructura (CBFE).*

**Atractivo portafolio maduro y resiliente de concesiones carreteras de largo plazo.** FEXI21 cuenta con un portafolio de 5 activos carreteros que incluyen a "Autovía Querétaro, S.A. de C.V." (AQSA, vencimiento 2043), "Consortio del MAYAB, S.A. de C.V." (MAYAB, vencimiento 2050), "ICA San Luis, S.A. de C.V." (ICASAL, vencimiento 2047), el Contrato de Prestación de Servicios Río Verde, "Libramiento ICA la Piedad, S.A. de C.V." (LIPSA, vencimiento 2054) y "Túneles Concesionados de Acapulco, S.A. de C.V." (TUCA, vencimiento 2034).

**Alto potencial de crecimiento.** Esperamos que los ingresos y el EBITDA de concesiones FEXI21 crezcan a una tasa anual promedio del 12% y del 14% durante el periodo 2023-2028, respectivamente, debido a una combinación de mayor tráfico, **tarifas indexadas la inflación** y mayor rentabilidad derivada de las eficiencias y operación a costo de Operadora Quantum, el operador de las concesiones.

**Posibilidad de adquisiciones.** FEXI21 cuenta con los mecanismos y está estructurando financiamiento adicional para llevar a cabo adquisiciones de activos carreteros que cumplan con los requisitos de las Fibras E. Recientemente, la Asamblea de Tenedores de la FIBRA autorizó un Programa de Emisión de CBFEs por P\$25 mil millones y de Certificados Bursátiles de Deuda (CEBURES) por P\$5 mil millones.



**Stephanie Aroesti**

+5233-1409-6669

stephanie.aroesti@miranda-gr.com

**Martin Lara**

+5255-6413-8563

martin.lara@miranda-gr.com

Enero 31, 2023

**Atractivos atributos fiscales.** Como consecuencia de la adquisición de los activos durante el IPO, FEXI21 cuenta con atractivos atributos fiscales que le permitirán tipificar como reembolso de capital (sin fricción fiscal) las distribuciones de recursos realizadas durante los siguientes 5 ejercicios fiscales.

**Sponsor reconocido.** Mexico Infrastructure Partners (MIP), el sponsor de FEXI21, es el líder y principal administrador de fondos de infraestructura en México y Latinoamérica.

**Desarrollo del mercado secundario:** A la fecha, FEXI21 se identifica como la única FIBRA E en el mercado que cuenta con un Fondo de Recompra y opera con un Market Maker. A través de lo anterior, FEXI21 se identifica dentro de los niveles medios de bursatilidad (lugar 94 de 180) de acuerdo con el Índice de Bursatilidad de la Bolsa Mexicana de Valores.

**Distribuciones crecientes.** FEXI21 propuso pagar distribuciones, sin que esto sea un compromiso, con un dividend yield de P\$0.78 por CBFE en 2023, el cual se espera que alcance 15.6% en 2028, comparado contra el precio de colocación de P\$19.00/CBFE de la oferta pública inicial de 2021, de acuerdo con el prospecto de esa transacción.

**Sólido gobierno corporativo.** El Comité Técnico está integrado por 9 consejeros, de los cuales 5 son independientes. Además, la Fibra cuenta con un Comité de Auditoría y un Comité de Conflictos, que en ambos se integran por a 3 consejeros independientes. FEXI21 es administrada por Mexico Infrastructure Partners F1, S.A.P.I de C.V.

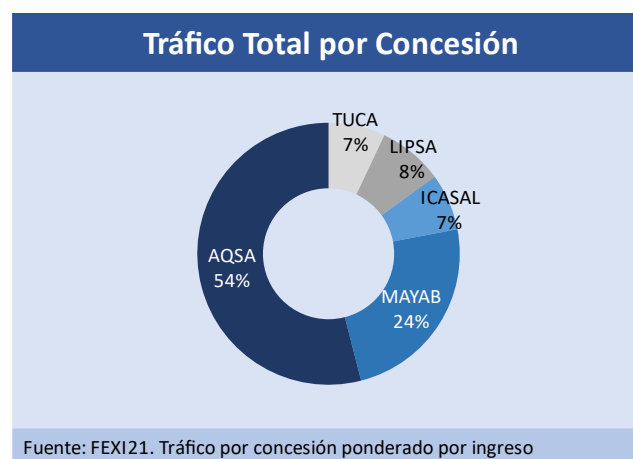
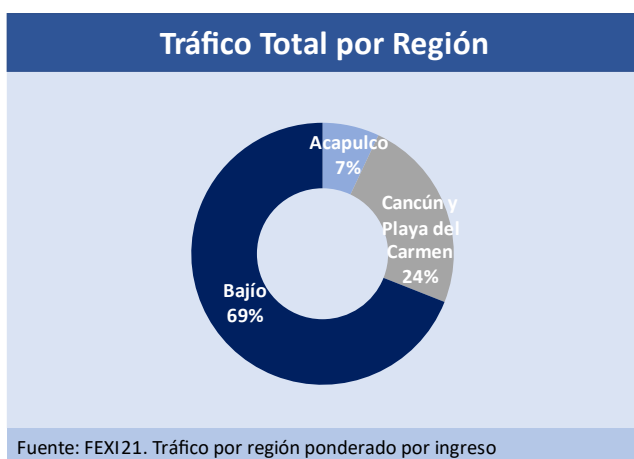
**Valuación.** Consideramos que la valuación de los certificados de FEXI21 es baja ya que cotizan a un descuento del 24% contra el valor de sus activos netos (“P/NAV” por sus siglas en ingles), lo cual significa que es la Fibra E más barata en México.

**Valor intrínseco estimado.** Establecimos un valor intrínseco estimado de P\$24.50/CBFE por medio de un modelo de flujos descontados que incluye las siguientes variables: i) tasa de descuento (“WACC” por sus siglas en inglés) del 11.6%; y, ii) una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2.3% en términos nominales. Utilizamos una Beta de 0.72 contra el S&P / BMV IPC que calculamos a partir de la Beta promedio de las empresas concesionarias de carreteras (desapalancada y re-apalancada con la estructura financiera de FEXI21). Esta Beta es más conservadora que la Beta original de 0.001 de la Fibra.

**Los principales riesgos incluyen:** i) cambios en las políticas gubernamentales relacionadas con las concesiones carreteras federales y estatales; ii) modificaciones en el régimen fiscal o legal de las Fibra E; iii) volatilidad macroeconómica; iv) cambios en el equipo administrativo y v) terminación anticipada del CPS Rio Verde.

**PRINCIPALES VENTAJAS DE FEXI21**

**Atractivo portafolio maduro y resiliente de concesiones carreteras de largo plazo.** FEXI21 cuenta con un portafolio de 5 activos carreteros que incluyen Concesiones Federales, las cuales son “Autovía Querétaro, S.A. de C.V.” (AQSA, vencimiento 2043), “Consortio del MAYAB, S.A. de C.V.” (MAYAB, vencimiento 2050), “ICA San Luis, S.A. de C.V.” (ICASAL, vencimiento 2047), el Contrato de Prestación de Servicios Río Verde y “Libramiento ICA la Piedad, S.A. de C.V.” (LIPSA, vencimiento 2054) y una Concesión Estatal, la cual es “Túneles Concesionados de Acapulco, S.A. de C.V.” (TUCA, vencimiento 2034). Los activos de FEXI 21 están localizados en las regiones de mayor crecimiento del país dentro de los principales corredores económicos, industriales y turísticos. Las concesiones son de largo plazo con plazos remanentes que terminan entre 2034 y 2054.



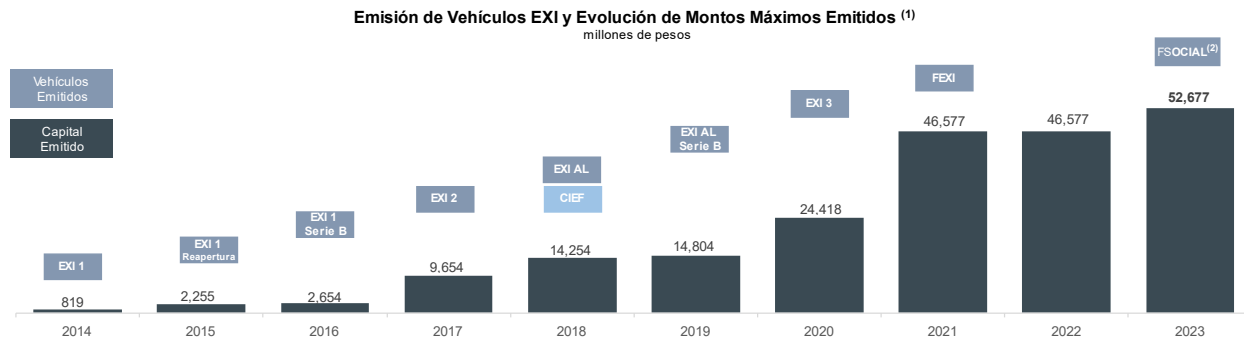
**Tarifas en línea con la inflación.** Las concesiones de FEXI21 cuentan con un esquema tarifario indexado a la inflación que le permite mantener sus ingresos en términos reales. Históricamente, la autoridad ha autorizado los incrementos de tarifa por inflación y no se identifica que lo anterior pudiese presentar modificaciones en el plazo remanente de las concesiones.

**Posibilidad de adquisiciones.** FEXI21 planea llevar a cabo adquisiciones de nuevos activos carreteros, siempre que cumplan con los requisitos de una Fibra E. Cuenta con una opción de compra sobre el 24.99% de MAYAB, ICASAL, LIPSA y TUCA que actualmente ostenta ICA Tenedora, S.A. Además, tiene disponible una línea de crédito disponible por P\$500 millones con BBVA y la Asamblea de Tenedores aprobó en noviembre del año pasado un programa dual de certificados bursátiles por P\$30 mil millones, que incluye P\$25 mil millones de capital (CBFEs) y P\$5 mil millones de deuda (CEBURES).

**Sponsor reconocido / Experimentada administración.** Mexico Infrastructure Partners (MIP), el sponsor de FEXI21, es el principal administrador de fondos de infraestructura en México y Latinoamérica, y el 62º a nivel internacional, de acuerdo con “Infrastructure Investor”.

Entre 2014 y 2020, MIP ha colocado cuatro fondos en México (EXI, EXI 2, EXI 3 y EXI AL) y un fondo en Colombia (CIEF), todos ellos enfocados en invertir en diversos activos de infraestructura y energía, llevando a cabo con éxito la inversión de más de 26 proyectos de alto impacto. En 2021 llevó a cabo la emisión de la primera Fibra E (FEXI21) y se encuentra en proceso para emitir una segunda fibra enfocada en proyectos sociales. En la actualidad, MIP cuenta con activos administrados por un monto de US\$2.6 mil millones.

## México Infrastructure Partners (MIP) y los Fondos EXI



(1) Montos acumulados de Monto Máximo de Emisión por vehículo. Emisión estimada para el 1T23.

Fuente: FEXI21

Los principales funcionarios del Administrador de FEXI21 son los siguientes:

- **Guillermo Fonseca Torres.** Director General de MIP F1 y Miembro del Comité Técnico. Es Ingeniero Civil por la Universidad Iberoamericana y cuenta con un MBA de Stanford Graduate School of Business. El Sr. Fonseca fue Director de Finanzas de MIP y sus afiliadas desde su incorporación al grupo en el 2013. Cuenta con 20 años de experiencia en el desarrollo, inversión, financiamiento, manejo, operación y desinversión de proyectos en energía e infraestructura en México, América Latina, Europa y Asia. En los últimos 8 años, ha estructurado diversos financiamientos de recurso limitado en transacciones cuyo valor agregado asciende a más de US\$5,000 millones en sectores diversos como transporte, P3, plantas de tratamiento, tuberías de gas, puertos multimodales, plataformas ultra-profundas, instalaciones militares, aeropuertos, activos inmobiliarios, entre otros.
- **Ramon Gerardo Colosio Córdova.** Director de Operaciones de MIP F1. Estudió la Licenciatura en Economía en el Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM). Durante los últimos 10 años, el Sr. Colosio ha estructurado y emitido 4 fondos para infraestructura y energía en México y 1 para Colombia. El Sr. Colosio tiene amplia experiencia en el sector de hidrocarburos en México, desde la exploración y producción de petróleo crudo y gas natural y en la transformación industrial. Hasta diciembre de 2012, se desempeñó como Subdirector en la Subsecretaría de Hidrocarburos de la Secretaría de Energía.
- **Raúl Daniel Martínez Chávez.** Director de Finanzas de MIP F1. Estudió la Licenciatura en Economía en el Instituto Tecnológico Autónomo de México y cuenta con un MPP de Macquarie University en Sídney, Australia. Cuenta con 15 años de trayectoria en análisis de crédito, financiero y de desarrollo de negocios. Previamente, fungió como CFO en Micros LAFIN, CCO en el Banco Nacional de Crédito y Servicios Financieros.

**Importantes sinergias con Operadora Quantum.** Operadora Quantum se encarga de la operación, aspectos legales, recursos humanos, y tesorería corporativa de las diferentes concesiones de FEXI21. Opera bajo un esquema de centro de costos sin generación de márgenes ni utilidades. Por lo anterior, ha generado una reducción de aproximadamente el 25% en los costos y gastos de las Concesiones que opera. Creemos que la plataforma de Operadora Quantum le permite a FEXI21 generar sinergias adicionales en

el futuro, sobre todo si las concesiones actuales siguen creciendo y la Fibra lleva a cabo adquisiciones de activos carreteros, tal como lo esperamos.

Los principales funcionarios de Operadora Quantum tienen una amplia experiencia en el sector de infraestructura:

- Andrés Alija, Director General. Fue Director General de concesiones de IDEAL. Anteriormente fue CFO, COO, IRO y Director de Business Development en IDEAL. Cuenta con una experiencia de más de 15 años en la Administración, Gestión y Financiamiento de Proyectos en el sector de infraestructura;
- Pablo García, CFO. Fue Director Ejecutivo de Administración y Finanzas de Grupo Kaluz. Previamente ocupó el puesto de Director Corporativo de Finanzas y Tesorería de Empresas ICA. Cuenta con una experiencia de más de 20 años en administración, gestión y financiamiento de proyectos en el sector de infraestructura;
- José F. Chavarría, Director de Autopistas. Fue Director de operación de carreteras de ICA. Previamente fue Subdirector de Infraestructura y Mantenimiento en OMA. Tiene una experiencia de más de 20 años en el desarrollo y gestión de concesiones en todas sus fases.

**Sólido gobierno corporativo.** El Comité Técnico está integrado por 9 consejeros, de los cuales 5 son independientes. Además, la Fibra cuenta con un Comité de Auditoría y un Comité de Conflictos, que en ambos casos se integran por 3 consejeros independientes.

Comité Técnico			
Nombre	Cargo	Sexo	Edad
Guillermo Fonseca Torres	Consejero por el Administrador	Masculino	53
Andrés Alija Guerrero	Consejero por el Administrador	Masculino	40
Ramón Gerardo Colosio Córdova	Consejero por el Administrador	Masculino	34
Jesús Agustín Velasco Suárez	Consejero por el Administrador	Masculino	39
Luis Alberto Ibarra Pardo	Miembro Independiente	Masculino	55
Verónica Baranda Sepulveda	Miembro Independiente	Femenino	56
José Manuel Fernández	Miembro Independiente	Masculino	73
José Luis Guerrero	Miembro Independiente	Masculino	77
Jamie Ian Morton	Miembro Independiente	Masculino	54

Fuente: FEXI21

FEXI21 es administrada externamente por Mexico Infrastructure Partners F1, S.A.P.I. de C.V., la cual recibe una compensación fija y única anual de aproximadamente P\$104 millones más I.V.A. Dicha compensación puede ser ajustada por efectos inflacionarios.

Además de la Comisión por Administración mencionada, el Administrador puede recibir un “Derecho Excedente de Rendimiento”, una vez que FEXI21 haya cubierto el 100% del “Monto de Distribución Mínima” a sus tenedores. Este esquema de remuneraciones es similar al de las demás Fibras “E” existentes en el país.

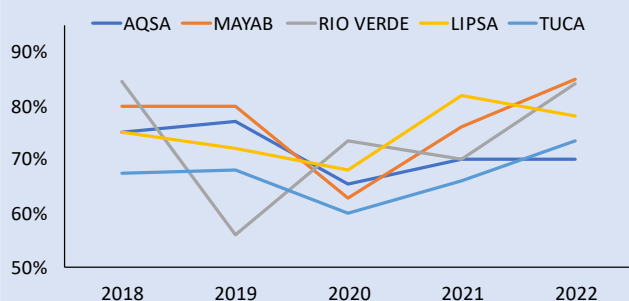
### Gobierno Corporativo de Fibras E

	Fexi 21	FCFE 18	Fideal 20	Fvia 16	Infraex
Administración	Externa (Sponsor)	Externa (Sponsor)	Externa (Sponsor)	Externa (Sponsor)	Externa (Sponsor)*
Miembros del Comité Técnico	9	10	8	4	8
Miembros Independientes Comité Técnico	5	6	5	3	5
% Miembros Independientes	56%	60%	63%	75%	63%
Mujeres Miembros Comité Técnico	1	1	2	0	0
Mujeres Miembros Independientes	1	0	1	0	0
Comités	Auditoría, Conflictos			Conflictos	Conflictos
Distribución por Desempeño	Si	No	No	Si	Si

\* Subsidiaria de PROINFRA, que es dueña del 49.41% de Fibra Infraex

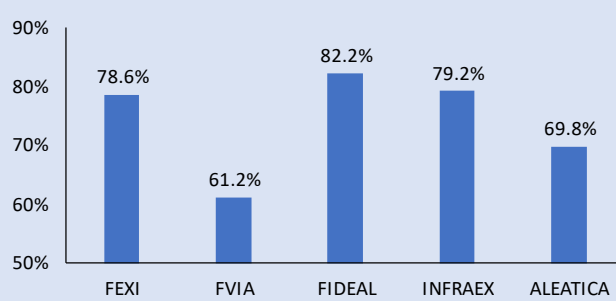
**Altos márgenes.** Como resultado de la relación con Operadora Quantum, las concesiones de FEXI21 históricamente han generado altos márgenes, similares o superiores al de las demás Fibra E especializadas en carreteras y/o empresas que participan en este segmento de mercado.

#### Margen EBITDA Histórico



Fuente: FEXI21

#### Margen EBITDA 3T22



Fuente: FEXI21, Fibras E, Empresas. Margen de concesiones

#### Margen EBITDA

	2018	2019	2020	2021	9M22
AQSA	75.00%	77.00%	65.50%	70.00%	70.10%
MAYAB	80.00%	80.00%	62.80%	76.00%	84.90%
RIO VERDE	84.50%	56.00%	73.50%	70.00%	84.20%
LIPSA	75.00%	72.00%	68.00%	82.00%	78.00%
TUCA	67.50%	68.00%	60.00%	66.00%	73.50%

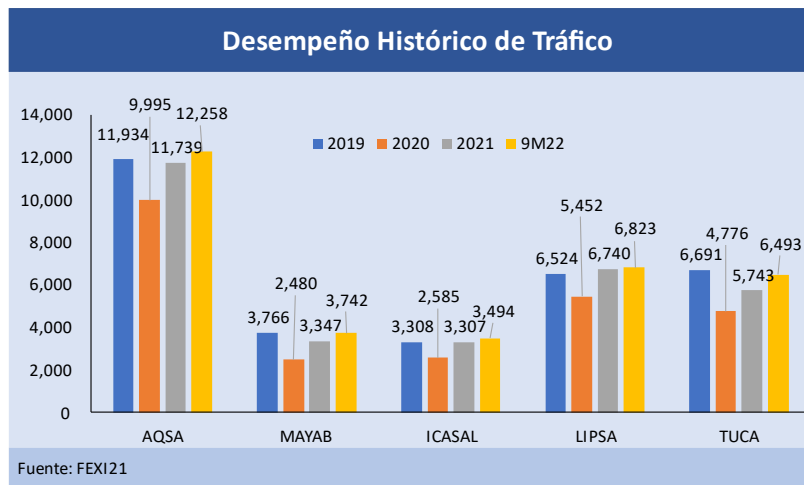
Fuente: FEXI21

**Distribuciones crecientes.** FEXI21 prouso pagar un “Dividend Yield”, sin que esto sea un compromiso, de P\$0.78 por CBF E en 2023, el cual se estima alcanzará 15.6% en 2028, comparado contra el precio de colocación de P\$19.00/CBF E de la oferta pública inicial que se llevó a cabo en 2021, de acuerdo con el prospecto de esta operación.

**FAVORABLES PERSPECTIVAS DE FEXI21**

Creemos que las perspectivas de FEXI21 son favorables por la combinación de mayor tráfico, tarifas indexadas a la inflación y sinergias con Operadora Quantum. Esto deberá traducirse en incrementos del 12% en ingresos y 14% en EBITDA de concesiones durante el periodo 2023-2028.

El tráfico ha experimentado una recuperación significativa en todas las concesiones ya que se encuentra por arriba de los niveles pre-pandemia.

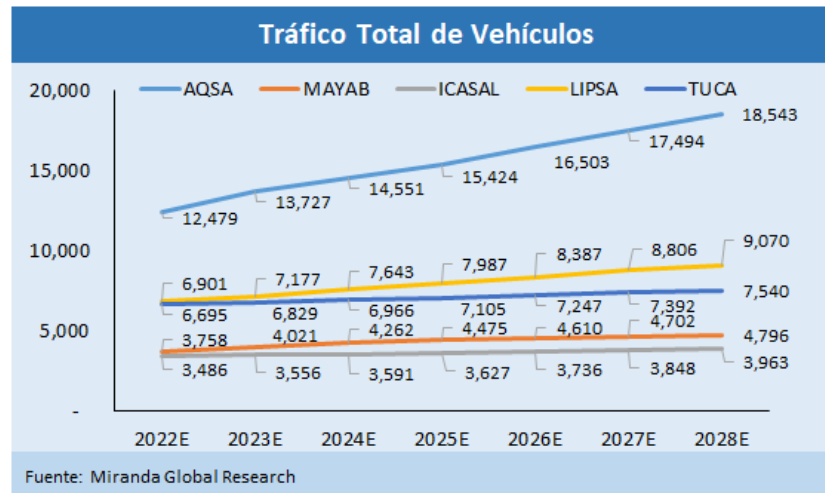


Esperamos que el tráfico total de FEXI21 registre un crecimiento anual promedio del 4.7% durante el periodo 2023-2028 impulsado principalmente por AQSA, LIPSA y MAYAB.

En el caso de AQSA, el pasado 3 de octubre de 2022, la Secretaría de Infraestructura, Comunicaciones y Transportes y el Municipio de Querétaro formalizaron un Convenio de Municipalización del tramo carretero comprendido entre el kilómetro 207 al kilómetro 212 de la Autopista Federal México Querétaro. Dicho Convenio permite al Municipio implementar un Reglamento de Tránsito Urbano que limitará el tránsito del transporte de carga en dicho tramo carretero. Estimamos que dicho Convenio impulsará el tráfico de transporte de carga de AQSA en alrededor del 10-15% durante el 2023. Para los siguientes años, esperamos que el tráfico siga aumentando por una mayor actividad industrial, exportaciones crecientes y un aumento de la población. Esto se traducirá en un incremento anual promedio del 6.8%. Adicionalmente, es relevante mencionar que la formalización del Convenio de Municipalización del tramo carretero se identifica como el cumplimiento de un hito relevante en el plan de negocios del Administrador.

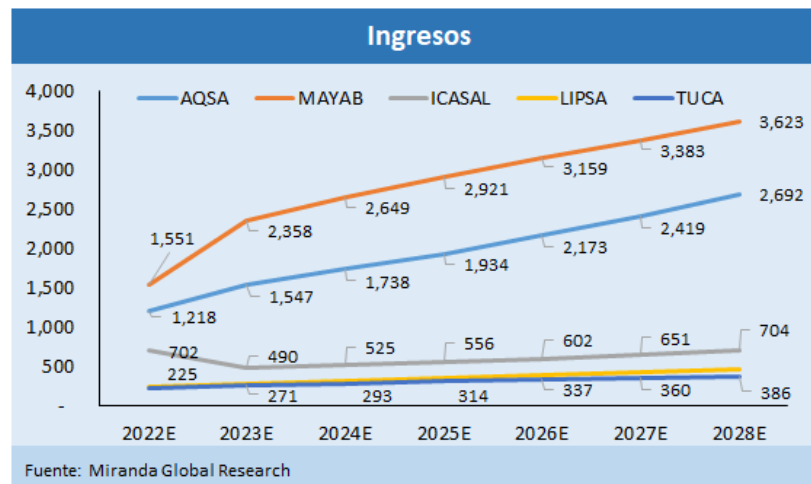
En el caso de MAYAB, estimamos que esta concesión se beneficiará de un mayor turismo en la región. Complementariamente, es relevante destacar que consistentemente los niveles de tráfico han superado la expectativa y, en ningún momento, se han identificado interrupciones temporales que pudieran afectar el servicio. La tasa anual de crecimiento será del 4.1%, ligeramente mayor que el desempeño histórico.

En LIPSA anticipamos una tasa anual promedio del 4.7% derivado de una mayor actividad económica en la zona del Bajío y la tendencia de “nearshoring”. Por otro lado, estimamos que el tráfico de ICASAL y TUCA tendrá un crecimiento anual promedio del 2.2% y del 2.0%, respectivamente.



Proyectamos que las tarifas de todas las concesiones de FEXI21 se mantendrán en línea con la inflación, tal como lo estipula la concesión. No esperamos que el Gobierno Federal ajuste las tarifas a la baja, ya que no son concesiones de mantenimiento, rehabilitación y operación (MRO). Además, FEXI21 es el que corre con el riesgo de tráfico, no el gobierno federal o estatal.

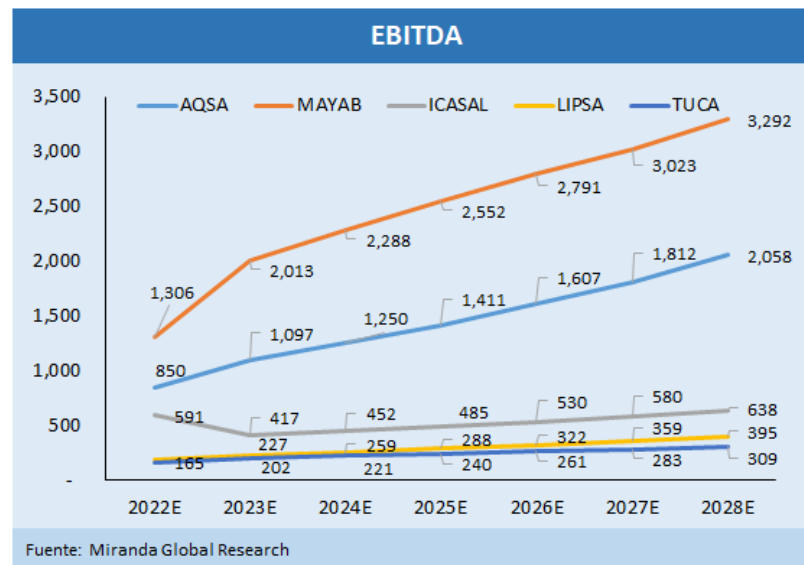
Como resultado, estimamos que los ingresos de las concesiones aumentarán a una tasa anual promedio del 12% durante el periodo 2023-2028, también impulsados principalmente por AQSA, MAYAB e ICASAL.



Los principales gastos de todas las concesiones incluyen operación, mantenimiento menor, la contraprestación de la Secretaría de Infraestructura, Comunicaciones y Transportes (SICT) que en todos los casos representa el 0.5% de los ingresos, mantenimiento mayor y Capex. Estimamos que los márgenes EBITDA de las concesiones de FEXI21 deberán mejorar gradualmente hasta alcanzar 85.0% en 2028, desde el nivel de 78.7% que



proyectamos en 2022, como resultado de las sinergias que seguirán generándose con Operadora Quantum, principalmente en lo que respecta a gastos de operación.



Margen EBITDA	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
AQSA	69.8%	70.9%	71.9%	72.9%	73.9%	74.9%	76.4%
MAYAB	84.2%	85.4%	86.4%	87.4%	88.4%	89.4%	90.9%
ICASAL	84.2%	85.2%	86.2%	87.2%	88.2%	89.2%	90.7%
LIPSA	77.4%	78.3%	79.3%	80.3%	81.3%	82.3%	83.8%
TUCA	73.4%	74.4%	75.4%	76.4%	77.4%	78.4%	79.9%
Total	76.5%	74.6%	75.7%	76.6%	77.5%	78.5%	79.8%
Concesiones	78.7%	79.8%	80.8%	81.8%	82.7%	83.6%	85.0%

Fuente: Miranda Global Research

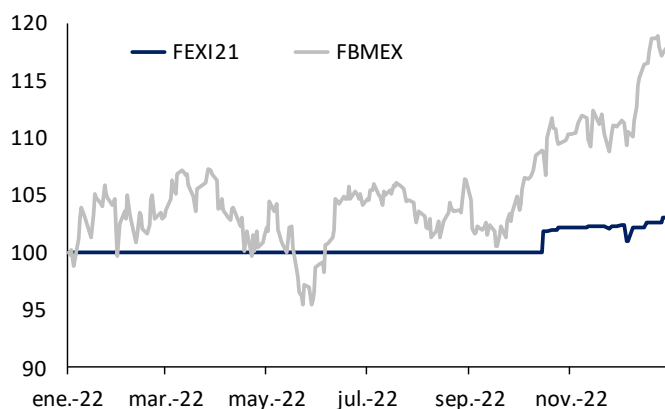
El apalancamiento de FEXI21 se mantendrá por debajo del máximo del 55% que fue establecido por la Asamblea de Tenedores, a pesar de que es probable que el valor contable de los activos disminuya cada año derivado de la amortización de las concesiones.

## VALUACIÓN

### Desempeño vs. FBMEEX

Los CBEF's de FEXI21 han presentado un desempeño inferior al del índice FBMEEX durante los últimos doce meses creemos que debido a su mediana pero creciente liquidez. Sin embargo, esperamos que tengan un desempeño superior al de este índice en el futuro debido a su atractiva valuación y a las favorables perspectivas de FEXI21. Además, anticipamos que la liquidez de los certificados mejorará gradualmente como consecuencia de las gestiones realizadas por el Administrador resultando en un mayor interés por parte de los inversionistas.

**FEXI21 vs. FBME X**



Fuente: Bloomberg

A la fecha, FEXI21 se identifica como la única Fibra E que cuenta con un esquema integral de desarrollo de bursatilización (Fondo de Recompra y Market Maker). FEXI21 se ubica en un nivel de Bursatilización Medio posicionándose en el lugar 94 de 180 de conformidad con lo reportado en el Índice de Bursatilización de la Bolsa Mexicana de Valores.

Estimamos que lo anterior se identifica como un diferenciador relevante respecto de los niveles de Bursatilización que presentan las otras Fibras E.

**Comparativo con Fibras E**

Los CBF E's de FEXI21 cotizan a un descuento del 24% contra el valor neto de sus activos ("P/NAV" por sus siglas en ingles), lo cual significa que es la Fibra E más barata en México. Creemos que este descuento no está justificado dadas sus excelentes perspectivas, lo cual compensa el hecho de que su rendimiento por dividendos es menor que el de algunas de las demás Fibras E derivado de su reciente creación.

	Precio 26-ene.-23	Cambio (P\$)		Valor Mdo. (Mill. de P\$)	VE (Mill. de P\$)	Dividend Yield	Precio / NAV	Precio / VL	LTV
		5D	YTD						
Fexi 21	\$ 19.60	0.5%	2.1%	22,859	42,908	3.5%	0.76x	0.8x	43.7%
Fideal 20	\$ 108.00	0.0%	0.0%	41,049	56,057	1.7%	4.11x	4.1x	60.2%
FCFE 18	\$ 27.16	2.5%	3.8%	30,897	30,846	8.9%	1.03x	1.0x	0.0%
Fvia 16	\$ 25.50	0.0%	0.0%	31,402	37,134	5.4%	0.93x	0.9x	15.6%
Fibra Infraex	\$ 18.50	0.0%	0.0%	8,745	8,308	13.6%	0.90x	0.9x	0.0%
Fibra Orion	\$ 929.90	0.0%	0.0%	3,178	3,122	17.1%	0.90x	0.9x	0.0%
<b>Total / Promedio</b>				<b>138,130</b>	<b>178,478</b>	<b>5.6%</b>	<b>1.18x</b>	<b>1.2x</b>	<b>27.6%</b>

Fuente: Fibras; n.d.= no disponible

**Modelo de Flujos Descontados**

Establecimos un valor intrínseco estimado a 12 meses de P\$24.50/CBFE por medio de un modelo de flujos descontados que incluye las siguientes variables: i) tasa de descuento ("WACC" por sus siglas en inglés) del 11.6%; y, ii) una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2.3% en términos nominales. Utilizamos una Beta de 0.72 contra el S&P / BMV IPC que calculamos a partir de la Beta promedio de las empresas públicas concesionarias de carreteras (desapalancada y re-apalancada con la estructura financiera de FEXI21). Esta Beta es más conservadora que la Beta original de 0.001 de la Fibra.

## Modelo de Flujos Descontados

(Cifras en Millones de Pesos)						
Fuente: Miranda Global Research	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Perp.
UT. OPERACIÓN (NOPLAT)	2,807	3,314	3,852	4,401	5,037	5,155
Cambios en Capital de Trabajo	-339	-346	-355	-395	-375	-383
Depreciación y Amortización	1,705	1,705	1,705	1,705	1,705	1,745
CAPEX	-60	-66	-72	-78	-84	-86
FCFF	4,114	4,608	5,130	5,633	6,283	6,431
Tasa de Crec. a Perp. (Nominal)						2.3%
VP del Periodo Explicito (2024 - 2028E)						18,332
Valor de la Perpetuidad						69,335
VP de la Perpetuidad						35,861
Valor de la Empresa						54,192
Deuda Neta						17,911
Interés Minoritario						7,713
Valor de Mercado						28,569
CBFE's en Circ.						1,166
Valor Intrínseco						P\$ 24.50
Precio de Mercado Actual						P\$ 19.60
Rendimiento Potencial c/ Dividendos						28.9%
Costo de Deuda Después de Impuestos						9.9%
Costo de Capital						13.0%
Premio por Riesgo de Mdo.						6.0%
Tasa Libre de Riesgo						8.6%
Beta						0.72
% Deuda Total						43.7%
% Capital						56.3%
WACC						11.6%

Fuente: Miranda Global Research

## DESCRIPCIÓN

FEXI21 es una Fibra E cuyo objetivo principal es la inversión en acciones representativas del capital social de sociedades elegibles bajo el régimen fiscal de Fibra E. En la actualidad es dueña de 99% de AQSA, 51% de MAYAB, 51% de ICASAL, 51% de LIPSA, y 51% de TUCA. Además, cuenta con una opción de compra del 24.99% del capital de MAYAB, ICASAL, LIPSA y TUCA que es propiedad de ICA Tenedora S.A. de C.V. (ICATEN). En el caso de que existan oportunidades interesantes de inversión, el Fideicomiso podrá llevar a cabo adquisiciones, siempre y cuando cumplan con las especificaciones de las Fibras E.

El administrador del Fideicomiso es Mexico Infrastructure Partners F1, S.A.P.I. de C.V. ("MIP F1") cuyas funciones principales incluyen la identificación oportunidades de inversión, la gestión de dichas inversiones y la identificación e implementación de desinversiones. Mexico Infrastructure Partners F1, S.A.P.I. de C.V. es propiedad al 99.99% de Análisis y Servicios Para Infraestructura, S.A.P.I. de C.V., sociedad anónima mexicana que es promotora de inversión de capital variable.

Concesiones					
Nombre del activo	AQSA	MAYAB	ICASAL	LIPSA	TUCA
Tipo de Activo	Autopista de peaje	Autopista de peaje	Autopista de peaje y tramo PPS	Autopista de peaje	Autopista de peaje
Ubicación	Querétaro y Guanajuato	Yucatán y Quintana Roo	SLP	Michoacán	Guerrero
Tipo de Contrato	Concesión	Concesión	Concesión y CPS	Concesión	Concesión
Concedente	Gobierno Federal	Gobierno Federal	Gobierno Federal	Gobierno Federal	Edo. Guerrero
Inicio de Operaciones	Mayo 2017	Diciembre 1991	Noviembre 2012	Noviembre 2012	Noviembre 1996
Fin de Concesión	Febrero 2043	Diciembre 2050	Agosto 2047	Enero 2054	Mayo 2034

Fuente: FEXI 21



**Concesión Palmillas (AQSA)**

El 28 de febrero de 2013, el Gobierno Federal otorgó una concesión a Autovía Querétaro, S.A. de C.V. (AQSA), que le otorga el derecho y la obligación de construir, operar, explotar, conservar y mantener por 30 años contados a partir de la fecha de otorgamiento a la autopista Palmillas – Apaseo el Grande. Se localiza en los estados de Querétaro y Guanajuato donde conecta a la Ciudad de México con las principales ciudades del Bajío como Guadalajara, León, Irapuato y Celaya.

**Concesión Kantunil (MAYAB)**

La autopista Kantunil-Cancún, es la única carretera de cuota que conecta los Estados de Yucatán y Quintana Roo. Tiene una longitud total de 294 kilómetros. La concesión tiene una vigencia de 30 años que concluirán en el año 2050. La autopista forma parte del corredor carretero que comunica a la ciudad de Mérida con las

ciudades de Cancún, Playa del Carmen y Holbox, los cuales constituyen importantes centros turísticos y forman parte de la Riviera Maya, uno de los principales corredores turísticos a nivel nacional.

### **Concesión Río Verde (ICASAL)**

En agosto de 2007, el Gobierno Federal otorgó una concesión a ICA San Luis, S.A. de C.V. (ICASAL) para: (i) operar, conservar, mantener, modernizar y ampliar el tramo 1, Rioverde-Rayón de 36.60 km de longitud; (ii) para construir, operar, explotar, conservar y mantener el tramo 2, Rayón- La Pitahaya de 68.58 km de longitud y; (iii) operar, conservar, mantener, modernizar y ampliar el tramo 3, La Pitahaya-Ciudad Valles de 8.0 km de longitud, de la carretera de jurisdicción federal Río Verde-Ciudad Valles de 113.18 km de longitud, en el Estado de San Luis Potosí. El plazo inicial de la concesión fue de 20 años e incluía el derecho exclusivo de suscribir el contrato de prestación de servicios de largo plazo (PPS) con el Gobierno Federal. Asimismo, se incluyó también el derecho de vía, las obras, construcciones y demás bienes y accesorios que integran la vía.

El 26 de agosto de 2014, se llevó a cabo la primera modificación del título de concesión para extender la vigencia del tramo 2, Rayón-La Pitahaya por 20 años más, lo que se tradujo en una nueva fecha de expiración el 8 de agosto de 2047, y de 4 años adicionales para para los tramos 1, Rioverde-Rayón y tramo 3, La Pitahaya-Ciudad Valles, por lo que la nueva expiración de dichos tramos será el 8 de agosto de 2031.

ICASAL además le tiene que proporcionar servicios de disponibilidad y servicios de vialidad a la Secretaría de Comunicaciones y Transportes (SCT) por medio del Contrato de Prestación de Servicios Río Verde (CPS Río Verde). Estimamos que este contrato representa alrededor del 40% de los ingresos totales de ICASAL.

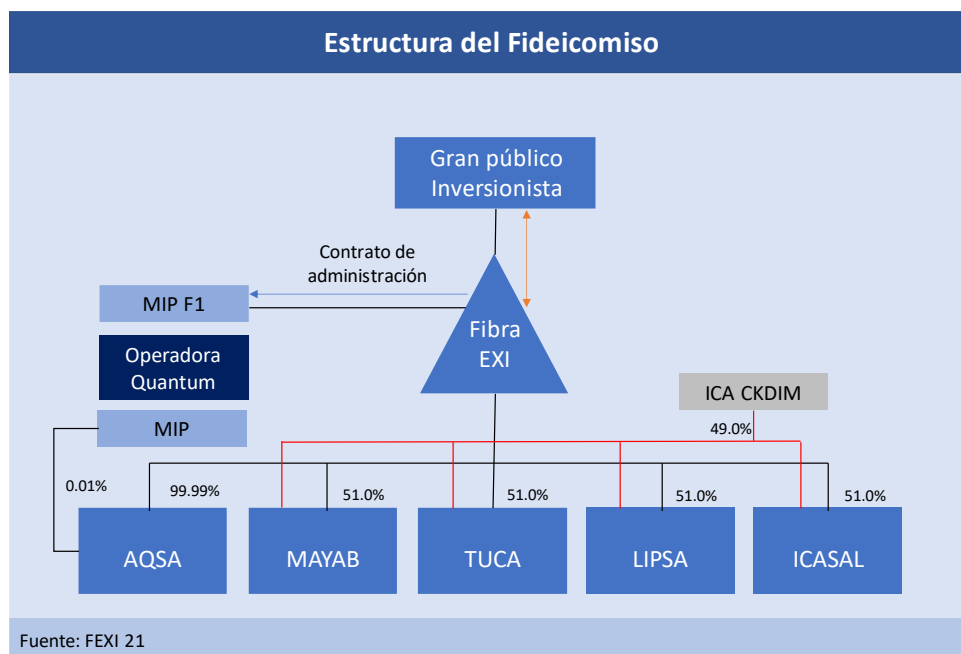
### **Concesión La Piedad (LIPSA)**

El 20 de enero de 2009, el Gobierno Federal adjudicó una concesión con el derecho y la obligación de construir, operar, explotar, conservar y mantener el “Libramiento La Piedad” de 21.388 km de longitud tipo A4, que inicia en el km 75+797, concluyendo en el km 697+186, en donde se intersecta con la Carretera Federal 110.

La vigencia inicial de la concesión fue por un plazo de 30 años contados a partir de la fecha de expedición del título de concesión. El 27 de septiembre de 2013, se llevó a cabo la primera modificación del título de concesión en el cual se amplió el plazo de vigencia por un plazo adicional de 15 años, que expirará el 20 de enero de 2054 para que la concesionaria cumpla con las obligaciones económico financieras previstas en el título de concesión, así como para la recuperación de los costos adicionales que se generaron como consecuencia de diversas reprogramaciones en la etapa de construcción del Libramiento La Piedad y su rendimiento respectivo.

### **Concesión Túnel de Acapulco (TUCA)**

El 20 de mayo del 1994, el Gobierno de Guerrero, otorgó a Túneles Concesionados de Acapulco, S.A. de C.V., (TUCA) una concesión para construir, operar, explotar, conservar y mantener el Túnel del acceso Acapulco-Las Cruces en el Estado de Guerrero, por un periodo de 25 años, contados a partir de la fecha de su publicación en el periódico oficial del Gobierno de Guerrero, el 7 de junio de 1994. En Noviembre de 2022, el Estado de Guerrero, se otorgó la ampliación de 15 años adicionales del plazo de la concesión por lo que el vencimiento del título de concesión será hasta el 20 de mayo de 2034.



### Distribuciones

Dado su carácter de Fibra E, FEXI21 deberá distribuir entre sus tenedores por lo menos el 95% de su resultado fiscal del año previo, cuando menos una vez al año y a más tardar el 15 de marzo del siguiente año. Puede llevar a cabo distribuciones de menos del 95% de la utilidad fiscal, siempre que éstas sean aprobadas por la Asamblea de Tenedores. Cabe mencionar que FEXI21 registra pérdidas fiscales desde su creación, por lo cual no puede pagar dividendos. Sin embargo, sí puede llevar a cabo reembolsos de capital.

El Fideicomiso hasta el momento ha llevado a cabo reembolsos de capital por un monto de P\$664.8 millones (P\$0.57 por CBFE) el 7 de marzo de 2022 y por un monto de P\$145.4 millones (P\$0.1246/CBFE) el 15 de agosto de 2022. El rendimiento combinado de estas dos distribuciones fue de 3.7% comparado contra el precio de mercado de la Emisión Inicial, ligeramente superior al rendimiento propuesto de 3.3% en el prospecto de la oferta pública inicial.

### Derecho Excedente de Rendimiento

El Administrador del Fideicomiso puede recibir distribuciones como incentivo (“Derecho Excedente de Rendimiento”) siempre y cuando: i) los Tenedores hayan recibido distribuciones iguales o superiores al “Monto de Distribución Mínima” para dicho año, y ii) no existan faltantes de “Montos de Distribución Mínima” de periodos anuales anteriores, pendientes de ser cubiertos a los Tenedores. La siguiente tabla incluye la fórmula para el cálculo del “Derecho Excedente de Rendimiento”.

Cálculo del Derecho Excedente de Rendimiento		
	Monto Distribuido	Derecho Excedente de Distribución
Nivel 0	Menor a Monto de Distribución Mínima	Cero
Nivel 1	Mayor que Monto de Distribución Mínima Pero igual o menor a Monto de Distribución Mínima * 1.15	20% multiplicado por Monto Distribuible Menos Monto de Distribución Mínima
Nivel 2	Mayor que Monto de Distribución Mínima * 1.15 Pero igual o menor que Monto de Distribución Mínima * 1.25	30% multiplicado por Monto Distribuible Menos Monto de Distribución Mínima * 1.15 Más 20% multiplicado por Monto Distribuible Menos Monto de Distribución Mínima * 1.15
Nivel 3	Mayor que Monto de Distribución Mínima * 1.25 Pero igual o menor que Monto de Distribución Mínima * 1.35	40% multiplicado por Monto Distribuible Menos Monto de Distribución Mínima * 1.25 Más 30% multiplicado por Monto Distribuible Menos Monto de Distribución Mínima * 1.25 Más 20% multiplicado por Monto Distribuible Menos Monto de Distribución Mínima * 1.15
Nivel 4	Mayor que Monto de Distribución Mínima * 1.35	50% multiplicado por Monto Distribuible Menos Monto de Distribución Mínima * 1.35 40% multiplicado por Monto Distribuible Menos Monto de Distribución Mínima * 1.35 Más 30% multiplicado por Monto Distribuible Menos Monto de Distribución Mínima * 1.25 Más 20% multiplicado por Monto Distribuible Menos Monto de Distribución Mínima * 1.15

Fuente: FEXI 21

### Resultados 3T22

*Nota: No existe comparativo del año previo ya que FEXI21 comenzó a reportar resultados a partir de su constitución el 4 de agosto de 2021.*

Durante los primeros nueve meses del 2022, FEXI21 registró ingresos totales de P\$3,050 millones, que incluyeron ingresos por concesiones de P\$2,313 millones. Este desempeño se debió principalmente a MAYAB, la cual registró ingresos de P\$1,004 millones y AQSA con P\$676 millones. MAYAB es la concesión con una mayor longitud, lo cual le permitió cobrar una tarifa promedio de P\$1,501 por vehículo, la mayor de todas. Por su parte, AQSA se benefició de un tráfico que promedió 12,258 automóviles diarios, muy superior al de las demás concesiones, lo cual compensó la tarifa de P\$288.45. El ingreso por kilómetro recorrido fue de P\$1.98 en el caso de TUCA, P\$0.50 en LIPSA, P\$0.41 en ICASAL, P\$0.37 en MAYAB y P\$0.27 en AQSA. El cobro electrónico representó el 72.1% de los ingresos totales de AQSA, el mayor porcentaje de todas las concesiones, y de 29.1% en el caso de TUCA, su menor nivel.

El EBITDA de las concesiones fue de P\$2,226 millones de forma acumulada con un margen del 79.1%. MAYAB fue el activo más productivo con un margen del 85%, seguido por ICASAL con 84%. Por el otro lado, el margen de AQSA fue de 70%.

Concepto	Del 1 de enero al 30 de septiembre de 2022				
	AQSA	MAYAB	ICASAL	LIPSA	TUCA
Total ingresos de peaje y otros ingresos de concesión	\$ 871	\$ 1,015	\$ 588	\$ 181	\$ 159
EBITDA	\$ 610	\$ 862	\$ 495	\$ 141	\$ 117
Margen EBITDA	70%	85%	84%	78%	74%
Efvo. y Eq. de Efvo. Disponible (Septiembre 22)	\$ 151	\$ 80	\$ 102	\$ 35	\$ 2
Efectivo restringido (Septiembre 22)	\$ 504	\$ 1,173	\$ 629	\$ 114	\$ 171
Deuda (Septiembre 22)	\$ 8,556	\$ 3,742	\$ 4,097	\$ 1,754	\$ 698

Fuente: FEXI 21

Concepto	Métrica	Del 1 de enero al 30 de septiembre de 2022				
		AQSA	MAYAB	ICASAL	LIPSA	TUCA
Información General	Tarifa total promedio (Sin IVA)	\$ 288.45	\$ 1,501.21	\$ 352.76	\$ 103.28	For: \$245.40 Res: \$101.72
	Kilómetros totales	84.00	294.00	68.58	21.39	5.00
Tráfico e Ingresos	Tránsito Promedio Diario Anual (TPDA)	12,258	3,742	3,506	6,823	6,293
	Ingreso por Kilómetro (\$ Pesos / VKT)	\$ 0.27	\$ 0.37	\$ 0.41	\$ 0.50	\$ 1.98
Seguridad	Costos de accidente (\$ Pesos / VKT)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Utilidad de los Activos	Calificación en puntos (2do sem 2019)	432.67	464.25	448.57	455.94	409.76
	Kilómetros en estado físico "Bueno-Aceptable" (%)	99.76%	92.85%	100.00%	98.94%	100.00%
Servicio al Cliente	Cobro Electrónico (% de ingresos)	72.09%	49.60%	45.64%	53.17%	29.06%
	Cobro Electrónico (% de cruces)	53.05%	22.86%	30.95%	42.82%	34.18%
	Atención al Usuario (Servicios / MVKT)	2	0.35	2	1	2

Fuente: FEXI 21

## Estructura financiera

La deuda total de FEXI21 ascendió a P\$23,466 millones al cierre del 3T22, de los cuales solamente el 5% es de corto plazo y el resto es a largo plazo. Esto se traduce en un apalancamiento ("LTV" por sus siglas en inglés) de 44%, por debajo del máximo del 55% que fue aprobado por la Asamblea de Tenedores. El total de efectivo y equivalentes de efectivo fue de P\$673 millones mientras que el efectivo restringido ascendió a P\$2,640 millones.

La deuda de FEXI21 incluyó lo siguiente:

- AQSA - Deuda total de P\$8,556 millones correspondiente a un crédito simple con Inbursa con vencimiento en 2039 y tasa de interés fija de 5.40%;
- MAYAB - Deuda total de P\$3,742 millones correspondiente a Certificados Bursátiles Fiduciarios a un plazo de 22 años por los siguientes montos: i) P\$1,195 millones a tasa fija de 9.67%; ii) P\$3,305 millones en Udibonos a tasa real de 5.80%;
- ICASAL - Deuda total de P\$4,097 millones que incluye las siguientes emisiones conjuntas con LIPSA: i) Cebures por un monto de P\$2,000 millones en UDIS a tasa fija del 5.40% y vencimiento en 12.6 años; ii) Cebures de P\$1,799 millones a una tasa real de 5.95% y vencimiento en 22.1 años; iii) Cebures a un plazo de 30 años con tasa de interés real de 8.519%;
- LIPSA - Deuda total de P\$1,754 millones que incluye las emisiones conjuntas con ICASAL:



- TUCA - Deuda total de P\$698 millones que incluye una bursatilización de derechos de cobro con vencimiento en 2031 y con un tasa de interés de TIE más 265 pbs;
- El 10 de febrero de 2022, FEXI21 obtuvo una línea de crédito por un monto de P\$500 millones por parte de BBVA. Este fue el primer crédito ESG otorgado a una Fibra E y está vinculado a la sostenibilidad por medio de factores de intensidad energética. FEXI21 aún no ha llevado a cabo ninguna disposición.

### **Información de los CBFÉ's**

El 30 de julio de 2021, FEXI21 llevó a cabo una oferta pública inicial en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y en la Bolsa Institucional de Valores (BIVA) por un monto de P\$22,158.9 millones. Colocó 1,166,260,453 CBFÉ's (que incluyeron 981,786,771 CBFÉ's que fueron parte de la oferta de intercambio por los activos iniciales) a un precio de P\$19.00 cada uno. Los principales inversionistas en la oferta pública inicial fueron Afores, aseguradoras, y otros inversionistas institucionales.

Como parte del proceso de formación, FEXI21 firmó la carta convenio put / call OVT por medio de la cual el Fideicomiso podrá ejercer la opción de compra del 24.9% del capital de MAYAB, ICASAL, LIPSA y TUCA de las que ICA Tenedora S.A. de C.V. (ICATEN) sea titular. ICATEN cuenta con una opción de venta de estos activos. Al 30 de septiembre de 2022, esta opción tenía un precio de P\$2,358 millones.

La Asamblea de Tenedores del 2 de junio de 2022 aprobó la creación de una reserva de recompra por un monto de P\$50 millones para el ejercicio 2022. Posteriormente, el 4 de noviembre de 2022 la Asamblea de Tenedores autorizó un presupuesto de P\$50 millones para el ejercicio 2023.

## PRINCIPALES RIESGOS

**Cambios en las políticas gubernamentales.** Tales cambios podrían tener un impacto negativo en los ingresos de las diferentes concesiones.

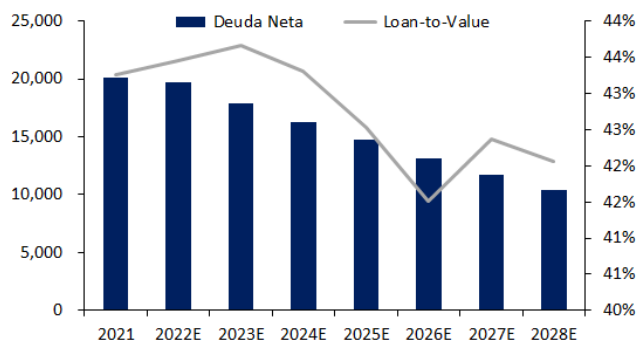
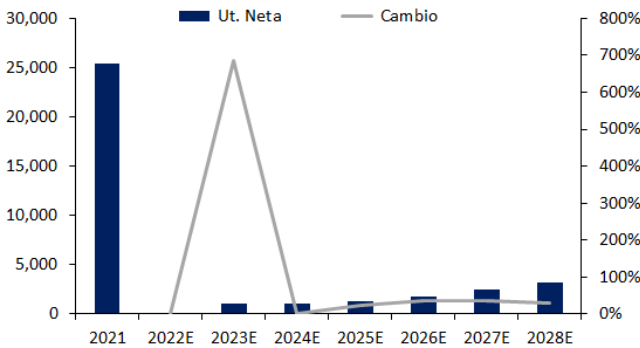
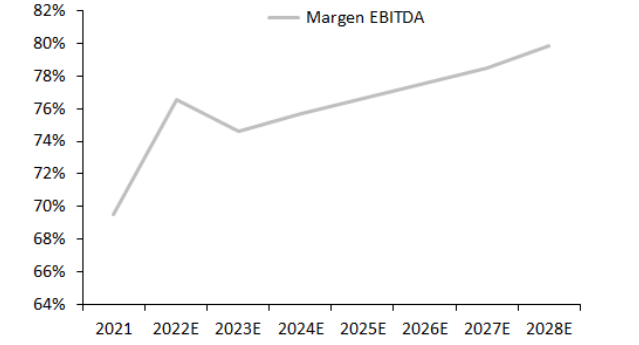
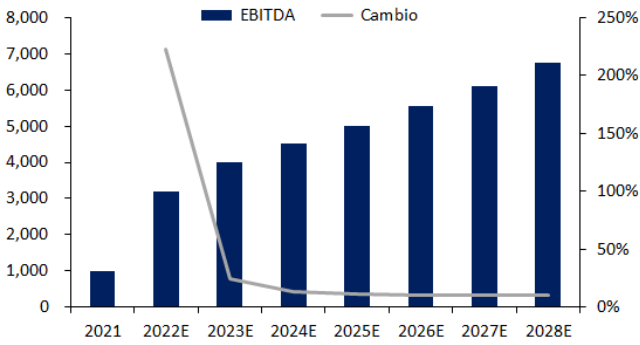
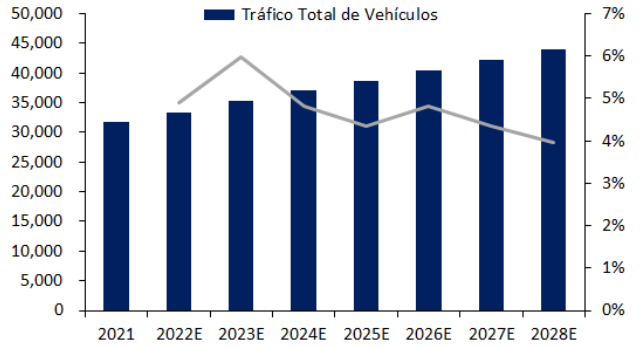
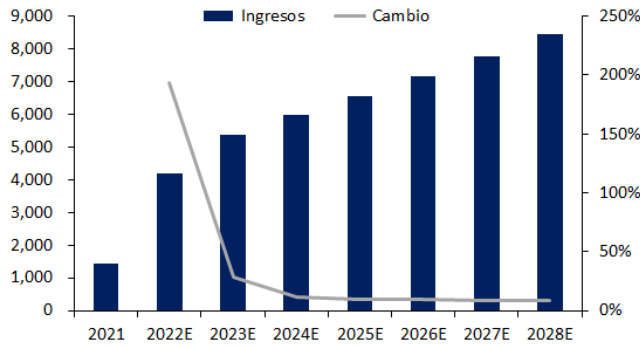
**Reformas fiscales o legales.** El régimen fiscal aplicable a las Fibras E ha experimentado algunas actualizaciones en el pasado. A pesar de lo anterior, no se identifica como un riesgo real que la autoridad elimine el Régimen de Fibra E de la Resolución Miscelánea Fiscal.

**Volatilidad macroeconómica.** Una recesión macroeconómica podría afectar el desempeño operativo de FEXI21 y/o el de sus principales clientes.

**Cambios en el equipo administrativo.** Creemos que un cambio en los principales funcionarios del Comité Técnico y/o Administrador podría tener un efecto negativo en el precio de los certificados de FEXI21 debido a su amplio conocimiento del sector, así como su sólida trayectoria de creación de valor para los accionistas.

**Terminación anticipada del Contrato de Prestación de Servicios (CPS) Río Verde.** El Gobierno Federal puede dar por terminado este contrato en cualquier momento, de forma anticipada a su fecha de terminación y sin que exista ningún incumplimiento. En ese momento, ICASAL será acreedor a un pago por terminación voluntaria. Estimamos que el CPS representa alrededor del 40% de los ingresos de ICASAL.

(Cifras en Millones de Pesos)



Fuente: BMV

**PROYECCIONES FINANCIERAS**

(Cifras en Millones de Pesos)

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
Ingresos	1,425	4,182	5,355	5,962	6,554	7,165	7,779	8,446
Gtos. de Adm. y Mant. (Incl./ Depr.)	-1,159	-2,661	-3,065	-3,154	-3,240	-3,314	-3,378	-3,409
EBITDA	990	3,200	3,996	4,513	5,020	5,557	6,106	6,743
<i>Margen de EBITDA</i>	<i>69.5%</i>	<i>76.5%</i>	<i>74.6%</i>	<i>75.7%</i>	<i>76.6%</i>	<i>77.5%</i>	<i>78.5%</i>	<i>79.8%</i>
Ganancia Financiera	26,213	1,228	1,570	1,056	802	651	638	651
Costo Financiero	-1,124	-2,613	-2,793	-2,788	-2,802	-2,701	-2,585	-2,533
Utilidad Neta	25,355	136	1,068	1,075	1,314	1,802	2,453	3,156
<b>BALANCE GENERAL</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
ACTIVOS TOTALES	55,503	53,611	54,250	53,882	52,963	52,089	52,552	51,850
Activos Circulantes	4,654	4,353	6,644	7,921	8,642	9,401	11,492	12,410
Activos de Largo Plazo	50,848	49,258	47,606	45,961	44,321	42,688	41,061	39,440
PASIVOS TOTALES	24,008	23,294	23,687	23,337	22,527	21,620	22,268	21,809
Pasivo Circulante	1,209	1,230	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
Pasivos No Circulantes	22,799	22,064	22,458	22,108	21,298	20,391	21,039	20,580
DEUDA TOTAL	24,008	23,294	23,687	23,337	22,527	21,620	22,268	21,809
DEUDA NETA	20,124	19,668	17,911	16,301	14,788	13,140	11,748	10,394
Cap. Contable Part. Controladora	23,063	22,666	22,850	22,837	22,755	22,780	22,642	22,460
Interés Minoritario	8,431	7,651	7,713	7,708	7,681	7,689	7,642	7,581

Fuente: Miranda Global Research

**DISCLAIMER**

El presente reporte fue elaborado por Miranda Global Research (“Miranda GR”) para Vector Casa de Bolsa S.A. de C.V. La información se presenta en forma resumida y no pretende ser completa. No existe declaración o garantía alguna, expresa o implícita, respecto de la exactitud, imparcialidad, o integridad de esta información.

Miranda GR, de conformidad con la legislación aplicable, se ha asegurado que la presente recomendación personalizada es razonable para el cliente, pues ha verificado la congruencia entre el perfil del cliente y el perfil del producto financiero. En ningún caso deberá entenderse que la realización de lo anterior, garantiza el resultado, o el éxito de las estrategias propuestas en el presente documento.

La información contenida en este reporte fue obtenida por fuentes públicas y/o privadas. Las proyecciones o previsiones contenidas en este reporte son una recomendación generalizada y están basadas en suposiciones y estimaciones subjetivas sobre eventos y circunstancias que todavía no ocurren y están sujetas a variaciones significativas. De esta manera, no es posible garantizar que cualquier resultado proveniente de este reporte ocurra en el futuro, es decir, no garantiza el resultado ni el éxito de las estrategias planteadas.

Este reporte fue preparado solamente con fines informativos. No se hace declaración alguna respecto a la precisión, suficiencia, veracidad o exactitud de la información y opiniones aquí contenidas. Miranda GR no responderá (ni por negligencia ni por cualquier otro motivo) de daño o perjuicio alguno derivado de o relacionado con el uso de este reporte o su contenido, o que se relacione con este reporte. Miranda GR no asume responsabilidad alguna relacionada con esta información, incluyendo, sin limitación cualquier declaración, expresa o implícita o garantía u omisiones contenidas en esta información.

Este reporte se basa en hechos y/o eventos que han ocurrido hasta esta fecha, por lo que hechos y/o eventos futuros pueden perjudicar las conclusiones aquí expresadas. Miranda GR no asume ninguna responsabilidad de actualizar, revisar, rectificar o anular este reporte en función de cualquier acontecimiento futuro.

Las opiniones relacionadas con este reporte eventualmente expresadas por Miranda GR, deben considerarse únicamente como una sugerencia/recomendación para conducir de una mejor manera diversos temas relacionados con la misma.

Este reporte y su contenido son propiedad de Miranda GR y no pueden ser reproducidos o difundidos en todo o en parte sin el consentimiento previo por escrito de Miranda GR.

Miranda GR recibe honorarios por parte de FEXI21 por servicios de analista independiente. Las empresas o Fibras bajo coberturas no tendrán oportunidad de influir en las recomendaciones, proyecciones o valor intrínseco que Miranda GR establezca en sus reportes.