

GHOCB 14
HR C- (E)
Perspectiva
Estable



Elizabeth Martínez

Directora Asociada de Corporativos / ABS
Analista Responsable
elizabeth.martinez@hrratings.com



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos /
ABS
heinz.cederborg@hrratings.com

HR Ratings revisó al alza la calificación de HR D (E) con Revisión en Proceso a HR C- (E) con Perspectiva Estable para la Emisión de CEBURS Fiduciarios GHOCB

14

La revisión al alza de la calificación de la Emisión GHOCB 14 (y/o la Emisión), se fundamenta en su reestructura aprobada, a partir de la Asamblea de Tenedores llevada a cabo el día 29 de mayo de 2026, en la cual se autorizaron los nuevos términos y condiciones de la Emisión y se otorgó una dispensa, con efectos a partir del 1 de junio de 2026, sobre los Eventos de Incumplimiento y el devengo de intereses moratorios. De esta manera, la hoja de términos y condiciones se suscribió el 12 de junio de 2026 y el cupón 48, asociado al 30 de julio de 2026, constituye el primer periodo de intereses calculado y aplicado bajo el esquema reestructurado. A la fecha del presente reporte la documentación definitiva de la reestructura no ha sido publicada, por lo que HR Ratings dará seguimiento a la formalización del convenio modificatorio y a la sustitución del título.

La reestructura extiende el vencimiento de la Emisión por seis años, trasladando la fecha del 30 de julio de 2036 al 30 de julio de 2042. Respecto a la tasa de interés, la tasa fija de 9.46% se sustituye por un esquema creciente que arranca en 1.50% y regresa a 9.46% original a partir de 2036, con pago semestral y capitalización de intereses hasta enero de 2027. Las amortizaciones dejan de tener carácter objetivo para volverse obligatorias a partir de julio de 2028, conforme a un calendario creciente, complementado con un mecanismo de *cash sweep* desde 2036. Asimismo, se reconocen los intereses devengados no pagados, por P\$692m, los cuales se liquidarían mediante un pago único posterior a la amortización del principal.

La Perspectiva Estable considera que la Emisión no enfrenta obligaciones de pago en efectivo durante doce meses, en tanto el primer pago de intereses en efectivo ocurre hasta julio de 2027 y las amortizaciones obligatorias inician en julio de 2028.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Descripción de la Emisión

La Emisión GHOCB 14 fue emitida en 2014 por un monto total de P\$3,000.0m (la primera emisión por un monto de P\$1,425m y la segunda por P\$1,575m, ambas en el mes de agosto) y cuenta con vencimiento en julio de 2036. La Emisión fue constituida bajo el Fideicomiso Irrevocable de Emisión No. DB/1791, cuyo Fiduciario es Banco Multiva, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Multiva. La fuente de pago de la Emisión está conformada por el derecho de explotación de los autobuses de Grupo Herradura Occidente, S.A. de C.V. (GHO y/o la Empresa). Conforme a la reestructura suscrita el 12 de junio de 2026, la fecha de vencimiento se amplió de julio de 2036 a julio de 2042. Al 30 de junio de 2026, el saldo insoluto de la Emisión asciende a P\$3,610.3m.

Antecedentes

Con los acuerdos de las asambleas del 27 de abril y 19 de julio de 2021, se aprobó la primera reestructura de la Emisión. Esta incluyó la ampliación del plazo de vencimiento, la modificación de la cascada de pagos y la capitalización de intereses. Así, durante el periodo comprendido entre el 30 de abril de 2021 y el 30 de enero de 2024, se capitalizó hasta el 75.0% de los intereses devengados en cada fecha de pago, elevando el saldo insoluto de P\$2,869.3m a P\$3,610.3m.

Al concluir dicho periodo, el 30 de abril de 2024, la Emisión incurrió en incumplimiento en el pago del cupón 39, al cubrirse únicamente P\$19.8m, equivalentes al 22.9% de los P\$86.3m devengados. A partir de esa fecha, se registraron pagos parciales aplicados de forma rezagada a los cupones más antiguos. Los cupones 39 y 40 quedaron saldados en enero y julio de 2025, respectivamente; por su parte, el cupón 41 recibió cuatro pagos parciales entre julio de 2025 y abril de 2026, los cuales acumularon el 41.5% de lo devengado, mientras que los cupones 42 al 47 no registraron pago alguno. Al no cubrirse la totalidad de los intereses en cada periodo, la Emisión devengó una tasa moratoria de 10.96%, equivalente a la tasa bruta anual de 9.46% más 1.50 puntos porcentuales. El monto pendiente por los cupones 41 a 47 asciende a P\$646.9m y el detalle de los pagos realizados se observa en la siguiente figura.

Figura 1. Detalle de Pago de Intereses (Cifras en miles de pesos)

Cupón	Fecha Cupón	Tasa	Días	Intereses Devengados	Intereses Pagados	% Pagado	Pendiente	Fecha de Pago
39	30/abr/2024	9.46%	90	86,332.8	86,333.0	100.0%	-	Saldado
39	Pago parcial				19,782.0	22.9%		30/abr/2024
39	Pago parcial				28,722.0	33.3%		1/ago/2024
39	Pago parcial				29,131.0	33.7%		10/oct/2024
39	Pago parcial				8,698.0	10.1%		30/ene/2025
40	30/jul/2024	10.96%	91	100,022.0	100,022.0	100.0%	-	Saldado
40	Pago parcial				52,550.0	52.5%		30/ene/2025
40	Pago parcial				29,291.8	29.3%		30/abr/2025
40	Pago parcial				18,180.2	18.2%		30/jul/2025
41	30/oct/2024	10.96%	92	101,121.1	41,922.9	41.5%	59,198.2	Parcial
41	Pago parcial				1,821.5	1.8%		30/jul/2025
41	Pago parcial				10,692.6	10.6%		30/oct/2025
41	Pago parcial				12,619.7	12.5%		30/ene/2026
41	Pago parcial				16,789.1	16.6%		30/abr/2026
42	30/ene/2025	10.96%	92	101,121.1	-	0.0%	101,121.1	n.a.
43	30/abr/2025	9.46%	90	85,384.1	-	0.0%	85,384.1	n.a.
44	30/jul/2025	10.96%	91	100,022.0	-	0.0%	100,022.0	n.a.
45	30/oct/2025	10.96%	92	101,121.1	-	0.0%	101,121.1	n.a.
46	30/ene/2026	10.96%	92	101,121.1	-	0.0%	101,121.1	n.a.
47	30/abr/2026	10.96%	90	98,922.8	-	0.0%	98,922.8	n.a.
Cupones 41 a 47				688,813.3	41,922.9	6.1%	646,890.4	

Fuente: HR Ratings con base en información publicada por la Empresa.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Reestructura Aprobada en 2026

En la Asamblea de Tenedores del 29 de mayo de 2026, se aprobó la reestructura de los términos y condiciones de la Emisión, así como la celebración de la hoja de términos entre el Fideicomitente y los Tenedores, suscrita y con efectos a partir del 12 de junio de 2026. Asimismo, se otorgó una dispensa al Fideicomitente (efectiva desde el 1 de junio de 2026) respecto a los Eventos de Incumplimiento por obligaciones de pago, originados por el impago de los intereses de los cupones 39 al 47 que facultaban a los Tenedores a declarar el vencimiento anticipado. Mediante esta dispensa, los Tenedores se abstuvieron de ejercer dicha facultad sin que ello implicara condonar los montos adeudados, los cuales permanecen exigibles bajo el nuevo esquema. De acuerdo con el aviso del 28 de julio de 2026, los intereses devengados previo al 12 de junio de 2026 conservaron sus tasas originales y su pago se difirió hasta la liquidación total del saldo insoluto. Bajo este contexto, a los P\$646.9m pendientes de los cupones 41 al 47 se suman P\$45.3m correspondientes a los dos tramos del cupón 48 anteriores al 12 de junio de 2026. Por lo tanto, la suma total pendiente y diferida asciende a P\$692.2m, cifra que concilia con las cuentas por pagar reportadas por el Fideicomiso al 30 de junio de 2026 en su Balance General. Finalmente, los intereses devengados con posterioridad a esa fecha se calcularon bajo las nuevas condiciones de reestructura descritas más adelante; en consecuencia, el cupón 48 no registró pago de intereses en efectivo en su vencimiento del 30 de julio de 2026.

Figura 2. Tratamiento de Intereses Cupón 48 (Cifras en miles de pesos)

Periodo	Tasa	Días	Intereses Devengados	Tratamiento
30 abr al 30 mayo 2026	10.96%	30	32,974.3	Diferido hasta liquidar el Saldo Insoluto
30 mayo al 12 de junio de 2026	9.46%	13	12,333.3	Diferido hasta liquidar el Saldo Insoluto
Total Devengado			45,307.5	
Capitalización a Saldo Insoluto (Reestructura 2026)				
12 de junio al 30 de julio de 2026	1.50%	48	7,220.6	
Total Devengado			52,528.2	

Fuente: HR Ratings con base en información publicada por la Empresa.

Saldo, Plazo y Vencimiento

Como se mencionó anteriormente, el 12 de junio de 2026 se suscribió la hoja de términos y condiciones para la reestructura de la Emisión, la cual cuenta con un saldo insoluto de P\$3,610m. Adicionalmente, se reconocieron intereses devengados no pagados por P\$692m; dichos intereses no se capitalizarán al saldo amortizable, sino que se liquidarán mediante un pago único al vencimiento, posterior al pago del principal. La fecha de vencimiento final se fijó para el 30 de julio de 2042.

Existe una Comisión por Reestructura de P\$400m que se pagará al liquidar el saldo insoluto de la Emisión, la cual está sujeta al cumplimiento de las métricas de la hoja de términos (referirse a Figura 4).

Pago de Intereses

El pago de intereses se realizará de manera semestral los días 30 de enero y 30 de julio de cada año. Cabe destacar que se capitalizará el 100% de los intereses devengados en el periodo comprendido entre julio de 2026 y enero de 2027 (con vencimiento el 30 de enero de 2027). Asimismo, la tasa aplicable será creciente a lo largo de la vida de la Emisión, estructurada bajo el siguiente esquema:



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- 1.50% en 2026-2027
- 2.00% en 2028-2029
- 4.00% en 2030-2032
- 7.50% en 2033-2035
- 9.46% de 2036 a 2042

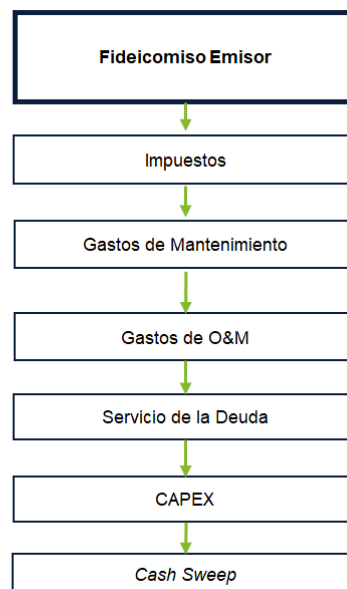
Amortizaciones

El esquema contempla amortizaciones obligatorias semestrales iniciando en julio de 2028, otorgando un periodo de gracia de 2.0 años respecto al cierre del primer semestre de 2026. El perfil de amortización arranca con una tasa del 0.16% sobre el saldo insoluto en julio de 2028, incrementándose de forma paulatina hasta un 7.50% semestral durante 2040 y 2041, proyectando la liquidación del 100.0% del principal al vencimiento de la Emisión. Adicionalmente, se instituye una cláusula de *cash sweep* con periodicidad anual (cada 30 de julio a partir de 2036), bajo la cual el 50% del flujo excedente se aplicará a amortizaciones anticipadas y el porcentaje remanente se mantendrá en el vehículo.

Cascada de Pagos, Fondo de Reserva y Remanentes

La cascada de pagos mantiene la prelación de impuestos, gastos de mantenimiento y costos de O&M por encima del servicio de la deuda. Inmediatamente debajo de este, se ubica el CAPEX, el cual queda sujeto al presupuesto anual y a los financiamientos vigentes con armadoras, concluyendo el orden de prelación con el mecanismo de *cash sweep*. Dado que la estructura operaría sin fondo de reserva, la Emisión no contempla una cuenta de remanentes, ya que todos los recursos excedentes posteriores al pago de CAPEX se canalizarían directamente al *cash sweep*. Cabe señalar que, dentro de los gastos de operación, la estructura no prevé el pago de *fees* ni honorarios a las empresas operadoras. A continuación, se presenta la prelación de pagos bajo la reestructura 2026:

Figura 3. Cascada de Pagos, Reestructura 2026



Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Bajo este contexto, la siguiente tabla resume las condiciones bajo la reestructura de abril de 2021 y las acordadas en el *term sheet* del 12 de junio de 2026

Figura 4. Comparación Reestructuras GHOCB 14

Concepto	Reestructura 2021	Reestructura 2026
Saldo insoluto	P\$2,869m	P\$3,610m
Fecha de Reestructura	27 de abril de 2021	12 de junio de 2026
Plazo remanente	10.3 años	15.3 años
Vencimiento	30 de julio de 2036	30 de julio de 2042
Tasa de interés	Fija 9.46%	Creciente
		1.50%: 2026-2027
		2.00%: 2028-2029
		4.00%: 2030-2032
		7.50%: 2033-2035
		9.46%: 2036-2042
Pago de Intereses	Trimestral (ene, abr, jul y oct).	Semestral (30 de enero y 30 de julio).
	Ene 2022-Ene 2024: 25% pago y 75% capitalización	Jul 2026 a Ene 2027: 100% capitalización
Amortizaciones	Objetivo, semestrales desde enero de 2025	Obligatorias, semestrales desde julio de 2028
Periodo de gracia	3.5 años (abr 2021 - ene 2025)	1.7 años (abr 2026 - ene 2028)
Cash Sweep	N/A	Cada 30 de julio de 2036: 50% a amortización anticipada y 50% permanece en Emisión
Renovación de Flota	Pago de Contado	Financiamiento con armadoras a TIIE+2.70%:
		P\$54m (CAPEX 2026-2027) y P\$45m (2028-2029), con 50% enganche
Aportación	N/A	20% de CAPEX anual proyectado 2026-2042
Intereses Devengados No Pagados	N/A	P\$692m, via balloon payment posterior a pago principal
Comisión por Reestructura Contingente (Intereses sobre IDNP)	N/A	P\$400m, sujetos al cumplimiento simultáneo de :
		(i) DSCR mayor a 1.5x, (ii) Deuda / EBITDA menor a 3.0x, (iii) Margen EBITDA mayor a 20.0%. Medido 12 meses antes del liquidar el saldo insoluto.
Fee a Operadoras	3.0% de ingresos mensuales si el margen operativo > 18%; se elimina desde 2026	N/A
Fondo de Reserva	N/A	N/A

Fuente: HR Ratings con base en información publicada por la Empresa.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

Metodologías utilizadas para el análisis*	Evaluación de Riesgo Corporativo, Febrero 2024 Criterios Generales Metodológicos, Octubre 2024
Calificación anterior	GHOEB 14: HR D (E) con Revisión en Proceso
Fecha de última acción de calificación	13 de mayo de 2025
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T19-2T26.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información mensual proporcionada por Fiduciario y documentación legal pública reportada a la Bolsa Mexicana de Valores
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
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)	n.a.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

*Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/

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) y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad, emisor o tercero distinto a la entidad o emisor 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 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, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de 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.

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. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings, o un tercero, 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 calificadora 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, 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 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (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 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS