

HR Ratings asignó la calificación de CP de HR3 con Observación Negativa para el Nuevo Programa de CEBURS de CP con Carácter Revolvente de Grupo Senda Autotransporte, S.A. de C.V.

México, D.F., (23 de julio de 2014) – HR Ratings asignó la calificación de HR3 con Observación Negativa para el Nuevo Programa de Certificados Bursátiles (CEBURS) de Corto Plazo de Grupo Senda Autotransporte, S.A. de C.V. (Grupo Senda y/o la Empresa). El Programa busca ser autorizado por un monto acumulado de hasta P\$300.0 millones (m) y un plazo legal de 2 años contados a partir de su fecha de autorización por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). Dicho Programa servirá para sustituir el Programa de CEBURS de CP anterior, el cual era por un monto de hasta P\$200.0m y con fecha de vencimiento legal el 21 de junio de 2014. Dicho Programa cuenta con una emisión vigente (SENDA 00314) al amparo del mismo, por un monto acumulado de P\$110.0m y con una fecha de vencimiento del 14 de agosto de 2014.

La Observación Negativa es como consecuencia a posibles dificultades para el refinanciamiento de corto plazo, reflejado en la ausencia de línea de back stop otorgado por un banco comercial en este Nuevo Programa, niveles de cobertura de deuda inferiores a 1.0x y posible incremento en el apalancamiento de Corto Plazo dado el incremento en la línea del Programa. En caso de no mejorar los niveles de cobertura de deuda y continúe el deterioro financiero, la observación negativa podría materializarse.

La calificación asignada de HR3 significa que el emisor o emisión con esta calificación ofrece moderada capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantienen mayor riesgo crediticio comparado con instrumentos de mayor calificación crediticia. La calificación se basa en los resultados observados al cierre 2013 y en los Últimos Doce Meses (UDM) al 1T14, los cuales se vieron afectados por una caída en los ingresos y un incremento en los costos. Con ello se observa un deterioro en sus márgenes operativos, lo cual junto con un mayor nivel de endeudamiento debido al refinanciamiento de su deuda reflejan un deterioro en la cobertura del servicio de la Deuda (DSCR por sus siglas en inglés). Aun cuando se entiende que los resultados al 1T14 se vieron impactados por la ausencia del periodo de Semana Santa.

De acuerdo a la información entregada por la Empresa, las características del Programa de Corto Plazo que busca ser autorizado se detallan a continuación:

Características del Programa de Corto Plazo	
Tipo de Valor	Certificados Bursátiles de Corto Plazo
Monto Autorizado del Programa	Hasta \$300.0 millones (m)
Vigencia del Programa	2 años contados a partir de la fecha de autorización por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
Monto de las emisiones	El monto, tasa y vencimiento de cada emisión serán determinados por la Emisora, sin exceder del monto autorizado. En ningún caso el vencimiento de los títulos podrá coincidir con un día inhábil.
Garantía	Las obligaciones de pago del Emisor cuentan con el aval de Multicarga, S.A. de C.V., Transportes Tamaulipas, S.A. de C.V., Transportes del Norte México-Laredo y Anexas, Servicio Internacional, S.A. de C.V., Servicios T de N, S.A. de C.V. y Servicios Especializados Senda, S.A. de C.V. (conjuntamente, las "Avalistas"), todas ellas subsidiarias del Emisor, pero no cuentan con garantía específica alguna.
Destino de los Recursos	Los recursos serán utilizados para capital de trabajo de la Empresa.
Representante Común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero
Depositario	S.D. Ineval Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V.

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

Perfil de la Empresa

Grupo Senda es uno de los principales proveedores de servicios de transportación terrestre de pasajeros en México. Su base se ubica en Monterrey, Nuevo León, y ofrece salidas regulares en más de 250 rutas, llegando a más de 1,000 destinos en 12 estados de la República Mexicana y 11 en los Estados Unidos de América. Cuenta con un promedio de 2,000 salidas diarias y una flota de alrededor de 750 autobuses. Por otra parte, la Empresa también se encuentra en el negocio del transporte de empleados y estudiantes a centros de trabajo y escuelas, mediante contratos, con presencia en 8 grandes ciudades y a través de una flota superior a los 1,600 camiones.

Asimismo, buscando maximizar el uso de su flota, la Empresa ofrece servicios de paquetería, y fletes. En este último la gente los contrata para realizar viajes especiales y/o eventos corporativos.

Entre los supuestos que se consideran en nuestra calificación están los siguientes:

- **Incremento del apalancamiento de Corto Plazo:** Dado el monto del nuevo Programa de P\$300.0m, existe el riesgo de un incremento en el endeudamiento de Corto Plazo, el cual en caso de emitirse la totalidad del Programa pudiera reflejar un crecimiento del 28.4% de la deuda a Corto Plazo.
- **Riesgo de refinanciamiento:** Consideramos que dado los niveles de cobertura de deuda proyecto y la ausencia de una línea back stop en el Programa, reflejando menor flexibilidad en el manejo de pasivos, la entidad podría presentar dificultades en el refinanciamiento de sus obligaciones financieras.
- **Riesgo de Liquidez:** El DSCR¹ en los UDM al 1T14 ha mostrado un deterioro alcanzando una cobertura de 0.4x y 0.5x con caja (vs. 0.6x y 0.8x, respectivamente, al 1T13). Por otro lado la Empresa llevó a cabo el refinanciamiento de la mayoría de su Deuda en el 1T14, reduciendo sus obligaciones financieras de corto plazo. Se estima que durante 2014 se continuará observando una presión en el DSCR, estimándose niveles por debajo de la unidad, derivado principalmente por menores ventas en el segmento de pasajeros y un incremento de la deuda neta.
- **Incremento de Deuda Neta:** Al 1T14 la deuda Neta de la Empresa alcanzó niveles de P\$2,975.2m (vs. P\$2,572.3m al 1T13), incrementando 15.7%, aumentando los años de pago a EBITDA y a FLE en los UDM a 3.6 años y 8.1 años, respectivamente al 1T14 (vs. 2.8 años y 7.2 años al 1T13).
- **Deterioro en Márgenes Operativos:** Los márgenes de la Empresa se han visto afectados en los UDM, principalmente por la ausencia de Semana Santa en el periodo del 1T14. Esto aunado a un incremento del costo del combustible así como el inicio de la incorporación del cobro de IVA dentro del costo de los boletos de pasajeros que en el 1T14 no fue traspasado por completo a los consumidores. Se espera que el margen mejore en los próximos periodos, debido a la implementación de las iniciativas estratégicas así como de control de costos.
- **Sector de la Industria altamente sensible a la economía del país:** La Empresa se encuentra en un sector industrial muy sensible ante los cambios macroeconómicos del país donde la industria mostró un crecimiento del 0.4% en relación al mismo periodo del año anterior.
- **Caída en ingresos del Segmento de Pasajeros:** La caída mostrada en el Segmento de Pasajeros del 4.7% en los UDM al 1T14 (P\$2,816.4m vs. P\$2,955.4m al 1T13) derivado por la inseguridad vivida en México al igual que factores macroeconómicos.
- **Diversificación del segmentos de Negocio:** Los ingresos del Segmento de Personal alcanzaron niveles de P\$1,066.5m en los UDM al 1T14 (vs. P\$936.2m al 1T13), lo cual permite compensar la caída que han mostrado los ingresos por pasajeros. No obstante el crecimiento observado, se estima que a futuro este se lleve a cabo a través de las nuevas plazas, con lo cual existe el riesgo proyecto, factor que se tomó en consideración en la calificación.
- **Impacto de la Nueva Reforma Fiscal:** A partir del 1T14 se empezó a implementar la nueva Reforma Fiscal, afectando a la Empresa en temas de IVA e ISR. Respecto al IVA, la Empresa al 1T14 absorbió parcialmente el efecto del IVA sin embargo se estima que para el 2015, dicho efecto se traslade totalmente a los consumidores mediante un incremento en las tarifas, con lo cual se estima que el Margen EBITDA pudiera mejorar.

¹ DSCR= (Flujo Libre de Efectivo 12 meses / Servicio de la Deuda 12 meses)

Eventos Relevantes

Impacto en Impuestos por Reforma Fiscal

La Reforma Fiscal implementada en nuestro país a principios de 2014, causará ciertos impactos dentro de la Empresa. Para este año los impactos que se reflejarán en la Empresa son los siguientes. Primero se elimina el régimen de coordinación fiscal, lo cual se traduce en que cada Subsidiaria tendrá que estimar y determinar su impuesto de ISR. Como segundo punto, se elimina el impuesto por IETU, el cual se causaba en algunas compañías del Grupo. Por otra parte también se elimina el régimen simplificado y el porcentaje de facilidades administrativas del 9.0% al 7.0% sobre el total de los ingresos. Asimismo los ingresos por conceptos de transporte federal de pasajeros se verán impactados causando IVA al 16.0%, el cual no se cobraba anteriormente. Al 1T14 la Empresa absorbió parcialmente dicho efecto sin embargo se estima que para 2015 dicho efecto se traslade totalmente a los consumidores, con lo cual se estima que el Margen EBITDA mejore alcanzando los niveles históricos.

Refinanciamiento de la Deuda Internacional de Senda

El 29 de enero de 2014 la Empresa anunció la contratación de su primer crédito sindicado por más de P\$2,350.0m a un plazo de 5 años, el cual fue sindicado entre 9 instituciones mexicanas y extranjeras. El principal objetivo de este crédito fue refinanciar el bono "High-Yield", con una calificación equivalente a "HR BBB-" otorgada por otra agencia calificadora, el cual era por USD\$150.0m a una tasa de 10.5%, el cual estaba colocado en mercados internacionales, y con fecha de vencimiento de octubre de 2015. El resto de este crédito se empleó para prepagar aquellos arrendamientos que representaran el mayor costo para Senda.

El crédito sindicado está conformado por un componente en pesos y uno en dólares estadounidenses por P\$1,900.0m y USD\$35.0m, respectivamente. La Empresa decidió mantener una parte en dólares para alinear el financiamiento con su generación de flujos (derivado principalmente de las rutas internacionales las cuales son cotizadas y cobradas en dólares), con lo cual estima la Empresa eliminar el efecto de la volatilidad por tipo de cambio en los resultados. Con este crédito, Senda busca extender el plazo del vencimiento de su deuda y disminuir sus gastos financieros por alrededor de P\$90.0m anuales. Esto le permitirá tener una mejor estructura de deuda y una menor presión en el corto plazo para el pago de sus obligaciones financieras dado que el crédito cuenta con un año de gracia para el pago de principal y con pagos programados trimestrales a partir del periodo 12 correspondientes al 5% del saldo original y una amortización final en enero del 2019 correspondiente al 20% del total del crédito.

Apertura Zacatecas y Ciudad Juárez

En el 3T13 se abrieron dos nuevas plazas: una en Zacatecas, la cual tiene como destinos Fresnillo, Río Grande, Tlaltenango y Zacatecas y la segunda en Ciudad Juárez. Estas nuevas aperturas aumentaron el volumen de pasajeros en el segmento de personal, viéndose reflejado en un incremento en los ingresos de dicho segmento del 13.9% en los UDM. Sin embargo también se observó un efecto en el gasto de operación debido al mayor volumen de kilómetros recorridos y a los gastos de arranque.

A pesar del incremento antes mencionado, se estima que las operaciones en ambas plazas incrementen a partir del 2T14, obteniendo una mejor rentabilidad para finales de 2014. Se estima que en los próximos 3 años estas plazas tengan un crecimiento en ingresos de aproximadamente el 50.0% adicional.

Análisis Cuantitativo

De acuerdo con la metodología de HR Ratings, se realizaron proyecciones financieras de la Empresa en donde se evalúan sus métricas financieras y efectivo disponible, bajo un escenario base y un escenario de estrés. Las proyecciones abarcan desde el 2T14 hasta el 4T16. A continuación se muestran los resultados proyectados:

Supuestos y Resultados: (m)	Escenario Base						Escenario Estrés		
	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Ventas de Bienes	3,665	3,865	3,907	3,946	4,249	4,570	3,814	3,984	4,206
Costo de Ventas / Ventas	56.0%	54.6%	56.5%	58.5%	57.3%	55.0%	61.2%	59.1%	56.3%
Gastos Generales / Ventas	22.0%	21.8%	21.7%	19.3%	20.0%	21.7%	17.9%	19.0%	21.1%
Margen Bruto	44.0%	45.4%	43.5%	41.5%	42.7%	45.0%	38.8%	40.9%	43.7%
Margen EBITDA	21.9%	23.6%	21.8%	22.2%	22.7%	23.3%	20.9%	21.9%	22.6%
Margen de Operación	14.0%	16.0%	13.5%	11.9%	12.5%	12.9%	10.3%	11.1%	11.5%
EBITDA	803	911	852	876	966	1,065	796	871	949
Utilidad antes de Impuestos	-184	364	136	71	209	294	-19	79	123
Flujo Libre de Efectivo *	398	382	492	256	435	420	161	358	341
CAPEX	319	157	563	263	290	319	239	261	285
Deuda Total	3,130	2,801	2,893	2,889	2,597	2,291	2,960	2,765	2,561
Deuda Neta	2,961	2,663	2,793	2,773	2,491	2,182	2,857	2,663	2,469
Años de Pago (DN / FLE)	7.4	7.0	5.7	10.8	5.7	5.2	17.8	7.4	7.2
Años de Pago (DN / EBITDA)	3.7	2.9	3.3	3.2	2.6	2.0	3.6	3.1	2.6
DSCR **	0.8	0.6	0.5	0.3	0.4	0.4	0.2	0.4	0.3
DSCR con caja inicial	1.1	0.8	0.7	0.5	0.6	0.5	0.3	0.5	0.4

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 2T14.

*Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Actividades de Operación - Capex de Mantenimiento (Depreciación) - Diferencia en Cambios.

** Cobertura del Servicio de la Deuda = FLE / Servicio de la Deuda (Intereses Netos + Amortizaciones de Capital).

El escenario de estrés presenta situaciones más adversas durante los años de proyecciones. Por lo que se estima un menor crecimiento en ventas para los años proyectados. Esto se debe a que se tiene un crecimiento más moderado en el segmento de personal, debido a que se invierte muy poco en unidades nuevas, lo cual reduce el número de pasajeros que podrán ser transportados. Por otra parte no se incrementa la tarifa en gran medida. Asimismo los márgenes operativos se ven reducidos en los siguientes años con un supuesto de que sus procesos operativos no alcanzan a tener las mejoras esperadas, lo cual incrementa los costos reflejando menores márgenes en los años proyectados.

Los ingresos totales de la Empresa en los Últimos Doce Meses (UDM) al 1T14 alcanzaron niveles de P\$3,882.9m (vs. P\$3,891.6m al 1T13) disminuyendo -0.2%. La caída en los ingresos del trimestre se debe en mayor parte a la disminución del -7.1% del segmento de pasajeros y paquetería, parcialmente contrarrestado por un aumento en ingresos del segmento de personal del 9.5%. En los UDM, los ingresos del segmento de Transporte de Pasajeros corresponden al 65.4% del total de los ingresos al 1T14 (vs. 68.5% al 1T13) representando más de la mitad de los ingresos de la Empresa, esta proporción se sigue manteniendo a pesar de los problemas que han tenido en ese segmento por la inseguridad de viajar en autobuses sobretodo en la parte norte y fronteriza del país en donde la Empresa cuenta con gran participación de mercado. Respecto a nuestros escenarios pasados los ingresos totales en los UDM al 1T14 fueron menores a los que se contemplaban en ambos escenarios (vs. -5.4% en relación al escenario base y -3.1% en relación al escenario de estrés).

Los ingresos por transporte de pasajeros en los UDM al 1T14 alcanzaron niveles de P\$2,656.9m (vs. P\$2,752.5m al 1T13) disminuyendo -3.5%. Esta caída se debe principalmente a dos factores: la ausencia de Semana Santa dentro del primer trimestre de 2014 así como al cobro del IVA sobre los boletos de pasajeros, lo cual no fue trasladado al 100% a los consumidores finales. El segmento de paquetería tuvo una caída de -21.4% en los UDM alcanzando niveles de P\$159.4m al 1T14 (vs. P\$202.9m al 1T13). Esto debido a la implementación del nuevo modelo operativo, el cual tiene como objetivo el optimizar el uso de cajuelas en unidades de pasajeros y disminuir los circuitos propios para este segmento.

El segmento de pasajeros presentó una caída en el ingreso por km recorrido, el cual alcanza niveles de P\$16.0 al 1T14 (vs. P\$17.8 al 1T13). Esta caída se debe en parte a que no se han incrementado las tarifas, aunado a menor cantidad de kilómetros recorridos, en parte por la situación de inseguridad del país así como el hecho de que en el año pasado se incluía en ese trimestre semana santa y en este no se incorpora, por lo que se espera que el efecto se contrarreste durante el 2T14. Asimismo este segmento es afectado por la disminución en el número de pasajeros alcanzando niveles de 4,058.0 pasajeros (vs. 4,179.0 pasajeros al 1T13), los cuales son afectados por la inseguridad antes mencionada así como el periodo de ausencia de semana santa. Por su parte los gastos operativos de este segmento se mantuvieron en niveles similares, comparados con el trimestre anterior. Sin embargo debido a la caída en ingresos, esto refleja un

incremento en el costo por kilómetro alcanzando niveles de P\$17.5 al 1T14 (vs. P\$14.9 al 1T13). Esto se debe principalmente al incremento del precio del combustible.

Por su parte el segmento de transporte de personal ha tenido crecimientos importantes en los últimos años. Esto se debe principalmente a una mayor demanda y a la incorporación de nuevos clientes y nuevas rutas. En los UDM el segmento de transporte de personal ha representado el 30.1% de los ingresos (vs. 26.7% al 1T13). Se estima que para los próximos años este segmento siga creciendo debido a la incorporación de operaciones de la plaza de Zacatecas y Cd. Juárez, aunado a la incorporación de nuevas unidades que llevarían a una mayor capacidad por parte de la Empresa para cubrir la demanda que actualmente existe en este sector. Por otro lado el segmento de Transporte de Personal incrementó 13.9% en los UDM al 1T14 alcanzando niveles de P\$1,066.5m (vs. P\$936.2m al 1T13) debido principalmente a la incorporación de nuevos clientes así como el incremento en el volumen de operaciones en las plazas de Cd. Juárez y Zacatecas. Se estima que estas plazas sigan incrementando su operación en los próximos periodos.

Asimismo este segmento ha mostrado un incremento en el costo por kilómetro del 7.2% debido al aumento en el precio del combustible, el cual es mayor al crecimiento observado en los ingresos por kilómetro recorrido el cual crece 5.3%. Sin embargo el incremento en el precio y en los kilómetros totales recorridos muestra un incremento en el ingreso por unidad. Se estima que con las eficiencias operativas en las que ha trabajado la Empresa (sistemas de control de costos y planeación de rutas) se espera se pueda disminuir mayormente el costo por kilómetro, brindando mayores eficiencias en este segmento. En cuanto al gasto operativo consolidado al 1T14, dicho indicador creció 2.4%, cerrando en P\$818.1m (vs. P\$799.2m al 1T13). Esto debido principalmente al incremento del 7.5% en el costo del combustible cerrando en P\$173.1m al 1T14, mientras que el costo de transportación tuvo un ligero decremento de -0.4%. El gasto de administración y ventas logró disminuir -1.5% alcanzando niveles de P\$205.6m al 1T14 (vs. 208.7m al 1T13), debido al cambio en su modelo de negocio.

Al cierre de 2013 el costo por combustible incrementó 12.2% en relación al año anterior debido principalmente al incremento en el costo del diésel, lo cual incrementó en 3.4% los costos totales, afectando el EBITDA consolidado alcanzando niveles de P\$852.2m al cierre de 2013 (vs. 911.7m al cierre de 2012) disminuyendo -6.5%. Este deterioro en el EBITDA en conjunto con la caída en los ingresos trae como resultado un menor margen EBITDA alcanzando niveles de 21.8% en 2013 (vs. 23.6% en 2012). El margen EBITDA al 1T14 disminuyó a 17.3% (vs. 20.1% al 1T13). Esta caída en el margen es dada principalmente por el efecto de la ausencia de Semana Santa al 1T14. Sin embargo se ha venido observando un deterioro en el segmento de pasajeros desde mediados de 2012, lo cual se tomó en cuenta en nuestras proyecciones. En relación a nuestros escenarios pasados, también se refleja un deterioro en los márgenes operativos.

La Empresa cerró al 1T14 con una deuda total de P\$3,056.4m (vs. P\$2,785.5m al 1T13) incrementando 9.7%. Este incremento se debe a la reestructura de deuda de la Empresa. Sin embargo se logró tener menores gastos financieros y un mayor plazo en el pago de sus obligaciones. Se refleja una mejora en la estructura de la deuda al tener el 83.7% de la deuda a largo plazo y el 16.3% restante de deuda a corto plazo al 1T14 (vs. 82.5% de la deuda a largo plazo en 1T13). Es importante recalcar que se amortiguó el riesgo que existía de tener que amortizar el 67.7% de la Deuda en 2015. Si se incorpora el Efectivo e Inversiones Temporales se alcanza una deuda neta al 1T14 de P\$2,975.2m (vs. P\$2,572.3m al 1T13). La Empresa cuenta con el 15.5% de su deuda en dólares. Sin embargo a pesar de que se refinanció la deuda, se sigue observando cierta presión para cubrir el servicio de la deuda en 2014 y en 2015, aun tomando en cuenta el efectivo de la Empresa y considerando un crecimiento promedio en ingresos de 5.4% para los siguientes 3 años el cual nunca antes se ha observado.

La relación de deuda neta a EBITDA alcanza niveles de 3.6 años (vs. 2.8 años al 1T13). Esto se debe en parte al incremento en la deuda por el refinanciamiento que se realizó en el 1T14, así como a la disminución del EBITDA por la caída en ingresos antes mencionada. Esta métrica también se observa deteriorada y se refleja en niveles por arriba de lo que se tenía proyectado por HR Ratings en ambos escenarios, lo cual se estima fue resultado de la disminución observada del EBITDA en relación con los escenarios base y estrés del -15.9% y -5.2%, respectivamente.

En relación al Flujo Libre de Efectivo (FLE) de los UDM al 1T14, podemos observar niveles de P\$365.8m (vs. 355.4m al 1T13), incrementando 2.93%, debido al efecto en el capital de trabajo ocasionado por el efecto de otros activos. Sin embargo si se compara el nivel de años de pago de la deuda neta con relación al FLE nos da una razón de 8.1 años al 1T14 (vs. 7.2 años al 1T13) la cual incrementa debido a la disminución antes mencionada en la Deuda Neta de la Empresa. El FLE también se observa un -16.6% por debajo de lo proyectado en el escenario base y un -19.5% menor que el escenario de estrés, debido principalmente a un mayor requerimiento de capital de trabajo así como la disminución del EBITDA, antes mencionada.

Con base en todo lo anterior, HR Ratings asignó la calificación de corto plazo de HR3 con Observación Negativa para el Programa de Corto Plazo de Certificados Bursátiles de Grupo Senda Autotransporte, S.A. de C.V. (Senda y/o la Empresa), que busca ser autorizado por un monto acumulado de hasta P\$300.0m.

En cumplimiento con la obligación contenida en el tercer párrafo de la Quinta de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores, y según nos fue informado por la propia (emisora/ entidad/ empresa), esta (entidad, empresa, emisión, operación, instrumento, crédito, fideicomiso, etc.) obtuvo dentro del periodo de 2 meses previos a la firma del contrato de prestación de servicios de calificación con HR Ratings o al momento de cada entrega del reporte de la calificación respectiva, la calificación de mxA-3, por parte de Standard & Poors Rating Services.

Anexos – Escenario Base

Senda (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)								
	2011*	2012*	2013	2014P	2015P	2016P	1T13	1T14
ACTIVOS TOTALES	4,609	4,544	5,117	5,096	5,004	4,911	4,670	5,159
Activo Circulante	605	703	717	853	906	967	834	809
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	169	138	100	116	106	108	213	81
Cuentas por cobrar a Clientes	207	270	309	346	391	433	330	382
Otras Cuentas por Cobrar Neto	175	200	207	221	230	239	196	214
Inventarios	54	63	68	77	81	84	63	66
Pagos Anticipados	1	32	33	94	99	104	32	66
Activos no-Circulantes	4,004	3,841	4,400	4,243	4,098	3,944	3,836	4,350
Inversiones en Subsid. N.C.	162	162	162	162	162	162	162	162
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	2,321	2,159	2,397	2,256	2,109	1,951	2,161	2,379
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	1,477	1,477	1,477	1,477	1,477	1,477	1,477	1,477
Impuestos Diferidos	11	0	302	302	302	302	0	302
Otros Activos LP	33	43	60	45	47	51	36	30
PASIVOS TOTALES	3,840	3,609	3,711	3,659	3,411	3,097	3,659	3,862
Pasivo Circulante	1,065	1,013	1,127	1,335	1,410	1,355	1,151	1,205
Pasivo con Costo	495	415	410	668	711	673	489	497
Proveedores	117	123	272	202	250	249	119	230
Impuestos por Pagar	85	104	136	107	99	91	95	114
Factoraje y Beneficio a Empleados	368	371	308	357	350	343	448	364
Pasivos no-Circulantes	2,775	2,597	2,584	2,324	2,001	1,741	2,508	2,658
Pasivo con Costo	2,634	2,386	2,482	2,220	1,886	1,618	2,297	2,560
Impuestos Diferidos	51	99	0	0	0	0	99	0
Beneficio a Empleados	89	112	102	104	115	123	113	98
CAPITAL CONTABLE	770	935	1,406	1,436	1,593	1,814	1,011	1,297
Minoritario	23	26	27	28	29	32	0	27
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otro	25	23	26	27	28	29	-0	27
Utilidad del Ejercicio	-1	3	1	1	2	2	0	-1
Mayoritario	747	909	1,379	1,409	1,564	1,783	1,011	1,270
Capital Contribuido	88	88	88	88	88	88	88	88
Utilidades Acumuladas	903	551	809	1,267	1,321	1,476	833	1,267
Utilidad del Ejercicio	-244	270	482	54	155	219	91	-84
Deuda Total	3,130	2,801	2,893	2,889	2,597	2,291	2,786	3,056
Deuda Neta	2,961	2,663	2,793	2,773	2,491	2,182	2,572	2,975
Días Cuenta por Cobrar Clientes	31	28	32	33	30	31	66	78
Días Inventario	10	10	10	10	9	10	11	10
Días por Pagar Proveedores	24	22	34	35	34	35	22	34

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados.

** Proyecciones a partir del 2T14.

Senda (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2011*	2012*	2013	2014P	2015P	2016P	1T13	1T14
Ventas Netas	3,665	3,865	3,907	3,946	4,249	4,570	900	876
Ingreso por pasajeros	2,884	2,961	2,863	2,768	2,910	3,055	660	613
Ingresos por Personal	781	905	1,044	1,178	1,339	1,515	241	263
Costo de ventas (efectivo)	2,054	2,111	2,208	2,310	2,433	2,512	516	527
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	1,611	1,754	1,699	1,636	1,816	2,058	384	152
Gastos de Generales	808	843	847	760	850	994	203	198
UOPADA (EBITDA)	803	911	852	876	966	1,065	181	152
Depreciación y Amortización	291	292	325	405	437	477	75	87
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	512	619	527	471	529	587	105	65
Otros Ingresos y (gastos) netos	-61	-50	-29	-22	-20	-21	-4	-7
Utilidad de Oper. después de otros ingresos (gastos)	452	569	498	449	509	566	101	58
Intereses Pagados	394	352	345	353	299	270	89	113
Ingreso Financiero Neto	-394	-352	-345	-353	-299	-270	-89	-113
Resultado Cambiario	-242	147	-17	-25	-0	-2	92	-25
Resultado Integral de Financiamiento	-636	-205	-362	-378	-300	-272	2	-139
Utilidad después del RIF	-184	364	136	71	209	294	103	-80
Utilidad antes de Impuestos	-184	364	136	71	209	294	103	-80
Impuestos sobre la Utilidad	62	91	-347	17	52	74	12	5
Impuestos Causados	67	43	54	17	52	74	12	5
Impuestos Diferidos	-5	48	-401	0	0	0	0	0
Utilidad Neta Consolidada	-245	273	483	54	157	221	91	-85
Participación minoritaria en la utilidad	-1	3	1	1	2	2	0	-1
Participación mayoritaria en la utilidad	-244	270	482	54	155	219	91	-84
Cambio en Ventas	4.4%	5.5%	1.1%	1.0%	7.7%	7.6%	NA	-2.6%
Margen Bruto	44.0%	45.4%	43.5%	41.5%	42.7%	45.0%	42.7%	17.3%
Margen EBITDA	21.9%	23.6%	21.8%	22.2%	22.7%	23.3%	20.1%	17.3%
Tasa de Impuestos	-33.6%	24.9%	-254.8%	23.8%	25.0%	25.0%	11.8%	-5.9%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	1.58	1.79	1.63	1.75	2.01	2.34	0.42	0.37
Retorno sobre Capital Empleado (%)	12.82	14.74	12.16	9.82	11.61	13.38		
Tasa Pasiva	13.5%	12.2%	12.3%	11.9%	11.1%	11.2%	6.0%	7.7%
Tasa Activa	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Interés Total Devengado	364	360	375	353	299	270	41	113

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T14.

Senda (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2011*	2012*	2013	2014P	2015P	2016P	1T13	1T14
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-184	364	136	71	209	294	103	-80
PTU y Beneficios a Empleados	5	-11	0	0	0	0	0	0
Partidas sin Impacto en el Efectivo	5	-11	0	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización	291	292	325	405	437	477	75	87
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos y baja de Activos	0	-3	-9	0	0	0	0	0
Derivados	-30	-30	-30	0	0	0	-92	0
Fluctuación Cambiaria	242	-147	17	18	0	0	-8	-8
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	502	112	303	422	437	477	-24	79
Intereses Devengados	424	382	375	360	299	270	97	121
Fluctuación Cambiaria	0	0	0	0	0	0	0	25
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	424	382	375	360	299	270	97	146
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	748	846	814	854	945	1,041	176	145
Decremento (Incremento) en Clientes	-25	-88	-46	-77	-45	-42	-36	-112
Decremento (Incremento) en Inventarios	-1	-10	-5	-8	-4	-3	0	2
Otros Activos y Pasivos Circulantes	-4	-57	-76	-26	-21	-24	-18	32
Incremento (Decremento) en Proveedores	-13	6	149	-70	48	-1	-4	-42
Capital de trabajo	-43	-148	22	-181	-21	-70	-57	-121
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-15	-24	-19	-12	-52	-74	-2	0
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-58	-172	3	-193	-74	-144	-59	-121
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	690	674	818	661	871	897	118	24
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-319	-157	-563	-263	-290	-319	-77	-68
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	3	9	0	0	0	0	0
Prestamo cobrado a Partes Relacionadas	0	-10	-1	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-319	-163	-555	-263	-290	-319	-77	-68
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	371	511	262	398	582	578	40	-44
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	140	111	597	2,787	377	405	175	2,607
Amortización de Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	-111	-293	-522	-2,816	-668	-711	-98	-2,468
Intereses Pagados	-364	-360	-375	-353	-299	-270	-41	-113
Financiamiento "Ajeno"	-335	-542	-300	-382	-591	-576	35	25
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-335	-542	-300	-382	-591	-576	35	25
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	36	-31	-38	16	-9	2	76	-19
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	133	169	138	100	116	106	138	100
Efectivo y equiv. al final del Periodo	169	138	100	116	106	108	213	81
Capex de Mantenimiento	291	292	325	405	437	477	75	87
Ajustes especiales a Capex de Mantenimiento	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo***	398	382	492	256	435	420	355	366
Amortización de Deuda	111	293	522	2,816	668	711	297	2,892
Revolencia automática	0	0	0	2,406	0	0	0	2,406
Amortización de Deuda Final	111	293	522	410	668	711	297	486
Intereses Netos Pagados	364	360	375	353	299	270	348	369
Servicio de la Deuda	475	653	897	763	968	981	645	855
DSCR	0.8	0.6	0.5	0.3	0.4	0.4	0.6	0.4
Caja Inicial Disponible	133	169	138	100	116	106	138	100
DSCR con Caja Inicial	1.1	0.8	0.7	0.5	0.6	0.5	0.8	0.5
Deuda Neta a FLE	7.4	7.0	5.7	10.8	5.7	5.2	7.2	8.1
Deuda Neta a EBITDA	3.7	2.9	3.3	3.2	2.6	2.0	2.8	3.6

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T14.

*** A partir del rubro de FLE la información es acumulada a los UDM

Anexos – Escenario Estrés

Senda (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)								
	2011*	2012*	2013	2014P	2015P	2016P	1T13	1T14
ACTIVOS TOTALES	4,609	4,544	5,117	5,016	4,903	4,786	4,670	5,159
Activo Circulante	605	703	717	788	841	899	834	809
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	169	138	100	103	102	92	213	81
Cuentas por cobrar a Clientes	207	270	309	364	415	462	330	382
Otras Cuentas por Cobrar Neto	175	200	207	208	200	218	196	214
Inventarios	54	63	68	79	87	86	63	66
Pagos Anticipados	1	32	33	34	37	40	32	66
Activos no-Circulantes	4,004	3,841	4,400	4,229	4,062	3,887	3,836	4,350
Inversiones en Subsid. N.C.	162	162	162	162	162	162	162	162
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	2,321	2,159	2,397	2,233	2,064	1,884	2,161	2,379
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	1,477	1,477	1,477	1,477	1,477	1,477	1,477	1,477
Impuestos Diferidos	11	0	302	302	302	302	0	302
Otros Activos LP	33	43	60	54	56	61	36	30
PASIVOS TOTALES	3,840	3,609	3,711	3,647	3,475	3,266	3,659	3,862
Pasivo Circulante	1,065	1,013	1,127	1,268	1,403	1,382	1,151	1,205
Pasivo con Costo	495	415	410	675	780	764	489	497
Proveedores	117	123	272	163	194	191	119	230
Impuestos por Pagar	85	104	136	118	122	127	95	114
Factoraje y Beneficio a Empleados	368	371	308	312	306	300	448	364
Pasivos no-Circulantes	2,775	2,597	2,584	2,380	2,072	1,884	2,508	2,658
Pasivo con Costo	2,634	2,386	2,482	2,285	1,985	1,797	2,297	2,560
Impuestos Diferidos	51	99	0	0	0	0	99	0
Beneficio a Empleados	89	112	102	95	88	88	113	98
CAPITAL CONTABLE	770	935	1,406	1,369	1,428	1,520	1,011	1,297
Minoritario	23	26	27	27	28	29	0	27
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otro	25	23	26	27	27	28	-0	27
Utilidad del Ejercicio	-1	3	1	1	1	1	0	-1
Mayoritario	747	909	1,379	1,341	1,400	1,491	1,011	1,270
Capital Contribuido	88	88	88	88	88	88	88	88
Utilidades Acumuladas	903	551	809	1,267	1,254	1,312	833	1,267
Utilidad del Ejercicio	-244	270	482	-13	58	91	91	-84
Deuda Total	3,130	2,801	2,893	2,960	2,765	2,561	2,786	3,056
Deuda Neta	2,961	2,663	2,793	2,857	2,663	2,469	2,572	2,975
Días Cuenta por Cobrar Clientes	31	28	32	37	35	37	66	78
Días Inventario	10	10	10	12	13	13	11	10
Días por Pagar Proveedores	24	22	34	31	29	29	22	34

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados.

** Proyecciones a partir del 2T14.

Senda (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2011*	2012*	2013	2014P	2015P	2016P	1T13	1T14
Ventas Netas	3,665	3,865	3,907	3,814	3,984	4,206	900	876
Ingreso por pasajeros	2,884	2,961	2,863	2,681	2,743	2,833	660	613
Ingresos por Personal	781	905	1,044	1,132	1,241	1,373	241	263
Costo de ventas (efectivo)	2,054	2,111	2,208	2,334	2,355	2,369	516	527
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	1,611	1,754	1,699	1,480	1,629	1,837	384	152
Gastos de Generales	808	843	847	684	758	888	203	198
UOPADA (EBITDA)	803	911	852	796	871	949	181	152
Depreciación y Amortización	291	292	325	404	430	465	75	87
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	512	619	527	392	440	484	105	65
Otros Ingresos y (gastos) netos	-61	-50	-29	-21	-19	-20	-4	-7
Utilidad de Oper. después de otros ingresos (gastos)	452	569	498	371	421	464	101	58
Intereses Pagados	394	352	345	365	333	327	89	113
Ingreso Financiero Neto	-394	-352	-345	-365	-333	-327	-89	-113
Resultado Cambiario	-242	147	-17	-25	-10	-15	92	-25
Resultado Integral de Financiamiento	-636	-205	-362	-390	-342	-342	2	-139
Utilidad después del RIF	-184	364	136	-19	79	123	103	-80
Utilidad antes de Impuestos	-184	364	136	-19	79	123	103	-80
Impuestos sobre la Utilidad	62	91	-347	-5	20	31	12	5
Impuestos Causados	67	43	54	0	20	31	12	5
Impuestos Diferidos	-5	48	-401	-5	0	0	0	0
Utilidad Neta Consolidada	-245	273	483	-13	59	92	91	-85
Participación minoritaria en la utilidad	-1	3	1	-0	1	1	0	-1
Participación mayoritaria en la utilidad	-244	270	482	-13	58	91	91	-84
Cambio en Ventas	4.4%	5.5%	1.1%	-2.4%	4.5%	5.6%	NA	-2.6%
Margen Bruto	44.0%	45.4%	43.5%	38.8%	40.9%	43.7%	42.7%	17.3%
Margen EBITDA	21.9%	23.6%	21.8%	20.9%	21.9%	22.6%	20.1%	17.3%
Tasa de Impuestos	-33.6%	24.9%	-254.8%	28.8%	25.0%	25.0%	11.8%	-5.9%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	1.58	1.79	1.63	1.71	1.93	2.23	0.42	0.37
Retorno sobre Capital Empleado (%)	12.82	14.74	12.16	8.03	9.36	10.70	15.14	10.89
Tasa Pasiva	13.5%	12.2%	12.3%	12.1%	11.7%	12.3%	6.0%	7.7%
Tasa Activa	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Interés Total Devengado	364	360	375	365	333	327	41	113

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T14.

Senda (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2011*	2012*	2013	2014P	2015P	2016P	1T13	1T14
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-184	364	136	-19	79	123	103	-80
PTU y Beneficios a Empleados	5	-11	0	0	0	0	0	0
Partidas sin Impacto en el Efectivo	5	-11	0	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización	291	292	325	404	430	465	75	87
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos y baja de Activos	0	-3	-9	0	0	0	0	0
Derivados	-30	-30	-30	0	0	0	-92	0
Fluctuación Cambiaria	242	-147	17	-8	0	0	-8	-8
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	502	112	303	396	430	465	-24	79
Intereses Devengados	424	382	375	372	333	327	97	121
Fluctuación Cambiaria	0	0	0	25	0	0	0	25
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	424	382	375	397	333	327	97	146
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	748	846	814	774	842	914	176	145
Decremento (Incremento) en Clientes	-25	-88	-46	-95	-51	-47	-36	-112
Decremento (Incremento) en Inventarios	-1	-10	-5	-10	-9	1	0	2
Otros Activos y Pasivos Circulantes	-4	-57	-76	-6	-6	-27	-18	32
Incremento (Decremento) en Proveedores	-13	6	149	-109	32	-4	-4	-42
Capital de trabajo	-43	-148	22	-220.3	-33.7	-77.8	-57	-121
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-15	-24	-19	10	-20	-31	-2	0
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-58	-172	3	-210	-53	-108	-59	-121
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	690	674	818	564	788	806	118	24
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-319	-157	-563	-239	-261	-285	-77	-68
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	3	9	0	0	0	0	0
Prestamo cobrado a Partes Relacionadas	0	-10	-1	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-319	-163	-555	-239	-261	-285	-77	-68
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	371	511	262	325	527	521	40	-44
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	140	111	597	2,865	480	576	175	2,607
Amortización de Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	-111	-293	-522	-2,823	-675	-780	-98	-2,468
Intereses Pagados	-364	-360	-375	-365	-333	-327	-41	-113
Financiamiento "Ajeno"	-335	-542	-300	-322	-528	-531	35	25
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-335	-542	-300	-322	-528	-531	35	25
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	36	-31	-38	3	-1	-10	76	-19
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	133	169	138	100	103	102	138	100
Efectivo y equiv. al final del Periodo	169	138	100	103	102	92	213	81
Capex de Mantenimiento	291	292	325	404	430	465	75	87
Ajustes especiales a Capex de Mantenimiento	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo***	398	382	492	161	358	341	355	366
Amortización de Deuda	111	293	522	2,823	675	780	297	2,892
Revolencia automática	0	0	0	2,406	0	0	0	2,406
Amortización de Deuda Final	111	293	522	417	675	780	297	486
Intereses Netos Pagados	364	360	375	365	333	327	348	369
Servicio de la Deuda	475	653	897	781	1,008	1,107	645	855
DSCR	0.8	0.6	0.5	0.2	0.4	0.3	0.6	0.4
Caja Inicial Disponible	133	169	138	100	103	102	138	100
DSCR con Caja Inicial	1.1	0.8	0.7	0.3	0.5	0.4	0.8	0.5
Deuda Neta a FLE	7.4	7.0	5.7	17.8	7.4	7.2	7.2	8.1
Deuda Neta a EBITDA	3.7	2.9	3.3	3.6	3.1	2.6	2.8	3.6

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T14.

***A partir del rubro de FLE la información es acumulada a los UDM

HR Ratings Alta Dirección

Dirección General

Presidente y Director General

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Director General Adjunto

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

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Dirección General de Operaciones

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3145
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

U.S. Public Finance

Julie García Seebach +52 55 1500 3130
julie.seebach@hrratings.com

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

Deuda Corporativa / ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

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

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

Regulación

Director General de Riesgo

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

Directora General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

Negocios

Carlos Frías +52 55 1500 3134
carlos.frias@hrratings.com

Salvador Salazar +52 55 1253 6530
salvador.salazar@hrratings.com

Jorge B. González +52 55 1253 6547
jorge.gonzalez@hrratings.com

Administración

Ximena Lara +52 55 1500 3138
ximena.lara@hrratings.com

Contactos

José Luis Cano
Director Corporativos / ABS, HR Ratings
E-mail: joseluis.cano@hrratings.com

Mariela Moreno
Analista, HR Ratings
E-mail: mariela.moreno@hrratings.com

Felix Boni
Director General de Análisis, HR Ratings
E-mail: felix.boni@hrratings.com

C+ (52-55) 1500 3130

Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130

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 calificadoras:

Metodología de Calificación para Empresas Industriales, de Comercio y Servicio, de Abril de 2008.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar 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.

Calificación anterior	N/A
Fecha de última acción de calificación	N/A
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T09 al 1T14
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información trimestral interna y anual dictaminada por Deloitte proporcionada por la Empresa
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

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

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 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 o emitidas 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".



Programa de CEBURS de Corto Plazo

Comunicado de Prensa

HR3

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, a la 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 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 USD1,000 a USD1,000,000 (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 USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).