

## Calificación

Programa de CP HR4

Observación Negativa

### Contactos

#### Mariela Moreno

Analista  
mariela.moreno@hrratings.com

#### Estefanya Granat

Analista  
estefanya.granat@hrratings.com

#### José Luis Cano

Director Corporativo / ABS  
joseluis.cano@hrratings.com

## Definición

La calificación de corto plazo que determina HR Ratings para el Programa de Corto Plazo de CEBURS de Grupo Senda es de HR4. Esto significa que el emisor o emisión con esta calificación ofrece insuficiente capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantienen un muy alto riesgo crediticio. Estos instrumentos son susceptibles a caer en default.

## HR Ratings modificó a la baja la calificación de Corto Plazo (CP) a HR4 de HR3, y mantuvo la Observación Negativa para el Programa de Certificados Bursátiles (CEBURS) de CP de Grupo Senda Autotransporte, S.A. de C.V. (Grupo Senda y/o la Empresa) por un monto de hasta P\$300.0m.

La revisión a la baja y la observación se deben al deterioro observado en el FLE debido a mayores requerimientos de capital de trabajo. Lo anterior, aunado al incremento de la Deuda lo cual impactó la razón de Deuda a EBITDA colocándola en 4.0x (por arriba de 3.75x que establecían los covenants del crédito sindicado al cierre del 3T14; los bancos del sindicado autorizaron a la Empresa una modificación para ampliar el covenant por lo que ya no está en incumplimiento) y en una caída del DSCR (por sus siglas en inglés) manteniendo niveles inferiores a la unidad, aun incorporando la caja, alcanzando 0.1x al 3T14 (vs. 0.8x al 3T13). Asimismo se continua observando un deterioro en el margen EBITDA a niveles de 19.8% (vs. 21.2% al 3T13) como resultado de mayores costos por combustible así como por la absorción del cobro de IVA dentro del costo de los boletos del segmento de pasajeros, establecido en la Reforma fiscal cuya vigencia comenzó en enero de 2014. También se estima que el FLE se mantenga por debajo de nuestro escenario de estrés, proyectado cuando se asignó la observación negativa, en los trimestres inmediatos por venir.

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

- **Deterioro del FLE:** En los UDM se observa una disminución en el FLE alcanzando P\$-42.8m (vs. P\$494.3m al 3T13) debido a un efecto del capital de trabajo ocasionado por un retraso en cuentas por cobrar a clientes principalmente gubernamentales y una reducción en proveedores.
- **Riesgo de Liquidez:** Aun cuando la Empresa llevó a cabo el refinanciamiento de la mayoría de su Deuda en el 1T14, en lo que va del año se observa una caída constante en la generación de FLE. Este deterioro ha llevado a que el DSCR en los UDM al 3T14 llegue a -0.1x sin caja y 0.1x con caja (vs. 0.7x y 0.8x, respectivamente, al 3T13). Se estima que en los siguientes trimestres 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.
- **Deterioro de la razón de Deuda Total a EBITDA por arriba de lo establecido el crédito sindicado:** La razón de Deuda Total a EBITDA establecida en los covenants del crédito sindicado (que representa 80.0% de la deuda) fue superada alcanzando 4.0x vs. 3.75x definida legalmente en el contrato del crédito sindicado. Lo anterior derivó en una modificación de los términos legales de los covenants debido a que el no cumplir los mismos representaban una razón de vencimiento anticipado del crédito, por lo cual dicha métrica se incrementó a 4.25x por un periodo de 12 meses, hasta el 3T15.
- **Incremento de Deuda Neta:** Al 3T14 la Deuda Neta de la Empresa alcanzó niveles de P\$3,055.2m (vs. P\$2,651.7m al 3T13), incrementando 15.2% y aumentando los años de pago a EBITDA y a FLE en los UDM a 3.9 años y -71.4 años, respectivamente al 3T14 (vs. 3.0 años y 5.4 años al 3T13).
- **Incremento del apalancamiento de CP:** Dado el nuevo monto del Programa de P\$300.0m, existe el riesgo de un incremento en el endeudamiento de CP, el cual en caso de emitirse la totalidad del Programa pudiera reflejar un crecimiento del 26.6% de la deuda a CP.
- **Caída en ingresos del Segmento de Pasajeros:** La caída mostrada en el Segmento de Pasajeros de -1.5% en los UDM al 3T14 fue derivada de factores macroeconómicos y la reforma fiscal implementada a inicio de año, y en ciertas zonas aisladas del país, por percepción de inseguridad de carreteras. Los ingresos del segmento de paquetería cayeron -4.8% por efecto de la re-organización del negocio, que llevó a menores ingresos pero mejor rentabilidad.
- **Deterioro en Márgenes Operativos:** Los márgenes se han visto afectados en los UDM, debido a un deterioro en los costos operativos, principalmente al incremento del costo del combustible. Esto aunado a la incorporación del cobro de IVA dentro del costo de los boletos de pasajeros que desde el 1T14 no ha sido traspasado por completo a los consumidores. Se espera que el margen mejore en los próximos periodos, debido a la implementación de las iniciativas estratégicas de control de costos y reducción de personal.
- **Diversificación del segmento de Negocio:** Los ingresos del Segmento de Personal alcanzaron niveles de P\$1,106.4m en los UDM al 3T14 (vs. P\$1,008.8m al 3T13), compensando 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.
- **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% al cierre del 2013 en relación al cierre del 2012.
- **Impacto de la Nueva Reforma Fiscal:** A partir del 2014 se empezó a implementar la nueva Reforma Fiscal, afectando a la Empresa en temas de IVA e ISR. Respecto al IVA, la Empresa ha absorbido parcialmente el efecto del IVA desde el 1T14, 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.

## Principales Factores Considerados

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.

## Características del Programa

De acuerdo a la información entregada por la Empresa, el Programa de Certificados bursátiles de Corto Plazo es por un monto de hasta P\$300.0m a un plazo de 2 años. En la siguiente tabla se mencionan las características del Programa:

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.

Actualmente existe una emisión al amparo del Programa por un monto de P\$110.0m. En la siguiente tabla se muestran las principales características de dicha emisión:

Clave de Pizarra	Fecha de Colocación	Fecha de Vencimiento	Días por vencer	Tasa Cupón	Monto*
SENDA_00414	14/08/2014	04/12/2014	4	6.13%	P\$110.0

Fuente: HR Ratings con base en información de Valmer al 03 de diciembre de 2014.

\* Monto en Millones

## Ingresos y Márgenes Operativos

Los ingresos totales de la Empresa en los Últimos Doce Meses (UDM) al 3T14 alcanzaron niveles de P\$3,908.4m (vs. P\$3,870.5m al 3T13) incrementando 1.0%. El incremento en los ingresos en los UDM se debe principalmente al aumento en ingresos del segmento de personal del 9.4%, aunque dicho aumento se contrarresta con la disminución del -1.5% del segmento de pasajeros y -4.8% en el segmento de paquetería. En los UDM, los ingresos del segmento de Transporte de Pasajeros corresponden al 67.6% del total de los ingresos al 3T14 (vs. 69.5% al 3T13) representando más de la mitad de los ingresos de la Empresa. Esta proporción se sigue manteniendo a pesar de la situación económica vivida en el país que ha impactado a dicha industria y a los contratistas, que concluimos, ha tenido la Empresa 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 aunado a la reforma fiscal que estableció el cobro del IVA en el transporte de pasajeros a partir de enero de 2014, lo cual ha presionado el factor de ocupación de la empresa aun cuando esta absorbió gran parte del costo del impuesto al no incrementar sus tarifas en gran parte de sus rutas.

Los ingresos por transporte de pasajeros en los UDM al 3T14 alcanzaron niveles de P\$2,643.8m (vs. P\$2,684.6m al 3T13) disminuyendo -1.5%. Sin embargo en el 2T14 se observa un incremento en dicho segmento del 6.6% vs. 2T13, impulsados por el crecimiento en el segmento internacional. También se observa que el cobro del IVA sobre los boletos de pasajeros, no fue trasladado al 100% a los consumidores finales por lo que se refleja la disminución en los UDM en este segmento. Por su parte el segmento de paquetería tuvo una caída de -4.8% en los UDM al 3T14, alcanzando niveles de P\$161.3m (vs. P\$169.5m al 3T13). Esto debido a la implementación del nuevo modelo operativo, el cual tiene como objetivo el optimizar el uso del área de equipaje en unidades de pasajeros y disminuir los circuitos propios para este segmento.

Por otro lado el segmento de Transporte de Personal incrementó 9.4% en los UDM al 3T14 alcanzando niveles de P\$1,103.4m (vs. P\$1,008.8m al 3T13). Esto debido principalmente a la incorporación de nuevos clientes así como el incremento en el volumen de operaciones en nuevas plazas. En los UDM el segmento de transporte de personal ha representado el 28.2% de los ingresos al 3T14 (vs. 26.1% al 3T13). 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.

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. P\$911.7m al cierre de 2012) disminuyendo -6.5%. Este deterioro en el EBITDA en conjunto con la caída en los ingresos trajo como resultado un menor margen EBITDA, alcanzando niveles de 21.8% en 2013 (vs. 23.6% en 2012). El margen EBITDA al 3T14 disminuyó a 19.9% (vs. 22.9% al 3T13). Esta caída en el margen se debe a un deterioro en los costos operativos, principalmente al incremento del costo del combustible. Esto aunado a la incorporación del cobro de IVA dentro del costo de los boletos de pasajeros que desde el 1T14 no ha sido traspasado por completo a los consumidores. Por otro lado, 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.

### Deuda y Flujo Libre de Efectivo

La Empresa cerró al 3T14 con una deuda total de P\$3,125.2m (vs. P\$2,760.9m al 3T13) incrementando 13.2%. Si se incorpora el Efectivo e Inversiones Temporales se alcanza una deuda neta al 3T14 de P\$3,055.2m (vs. P\$2,651.7m al 3T13). 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 que el nuevo calendario de pagos definido genera presión a la Empresa para cubrir el servicio de la deuda en los siguientes años, 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 3.9 años al 3T14 (vs. 3.0 años al 3T13). 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. Este deterioro también presionó la razón de cobertura que establecía uno de los covenants y que pudiera detonar un vencimiento anticipado por lo que la Empresa tuvo que modificar los documentos legales del crédito incrementando el indicador a 4.25x de 3.75x hasta septiembre de 2015 y de ahí se reduce a niveles de 3.5 en los próximos años hasta la fecha de maduración.

En relación al Flujo Libre de Efectivo (FLE) de los UDM al 3T14, podemos observar niveles de -P\$42.7m (vs. P\$494.3m al 3T13). Esta disminución se debe a un efecto del capital de trabajo ocasionado por un retraso en cuentas por cobrar a clientes principalmente gubernamentales, y un aumento en impuestos por recuperar parcialmente aunado a la presión observada en proveedores. Si se compara el nivel de años de pago de la deuda neta con relación al FLE nos da una razón de -71.4 años al 3T14 (vs. 5.4 años al 3T13) la cual incrementa debido al incremento de la Deuda neta y a la disminución antes mencionada en el FLE de la Empresa. El FLE también mantiene un deterioro que lo lleva a estar por debajo de lo proyectado en ambos escenarios, debido principalmente a un mayor requerimiento de capital de trabajo así como la disminución del EBITDA, antes mencionada.

### Conclusiones

**HR Ratings modificó a la baja la calificación de CP a HR4 de HR3 y mantuvo la Observación Negativa para el Programa de CEBURS de Grupo Senda por un monto de hasta P\$300.0.m.** La revisión a la baja y la Observación se debe al deterioro que refleja el FLE en los UDM al 3T14, como resultado de una presión en el capital de trabajo y reflejando niveles de DSCR por debajo de la unidad lo cual se estima se mantendrá en esos niveles deteriorados por debajo de nuestros escenarios en los periodos por venir. Asimismo se consideró en incremento en la Deuda de la Empresa que en conjunto con la caída en los resultados operativos deriva una razón de años de pago en relación al EBITDA por arriba de la establecida en los covenants del crédito sindicado, por lo que tuvieron que ser modificados para evitar el vencimiento anticipado.

Anexos - Escenario Base

Senda (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)								
	2011*	2012*	2013*	2014P	2015P	2016P	3T13	3T14
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>4,609</b>	<b>4,544</b>	<b>5,117</b>	<b>5,096</b>	<b>5,004</b>	<b>4,911</b>	<b>4,704</b>	<b>5,177</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>605</b>	<b>703</b>	<b>717</b>	<b>853</b>	<b>906</b>	<b>967</b>	<b>748</b>	<b>907</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	169	138	100	116	106	108	109	70
Cuentas por cobrar a Clientes	207	270	309	346	391	433	317	470
Otras Cuentas por Cobrar Neto	175	200	207	221	230	239	197	228
Inventarios	54	63	68	77	81	84	62	74
Pagos Anticipados	1	32	33	94	99	104	63	66
<b>Activos no-Circulantes</b>	<b>4,004</b>	<b>3,841</b>	<b>4,400</b>	<b>4,243</b>	<b>4,098</b>	<b>3,944</b>	<b>3,957</b>	<b>4,271</b>
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	2,271	2,278
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	47	51
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>3,840</b>	<b>3,609</b>	<b>3,711</b>	<b>3,659</b>	<b>3,411</b>	<b>3,097</b>	<b>3,725</b>	<b>3,871</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,065</b>	<b>1,013</b>	<b>1,127</b>	<b>1,335</b>	<b>1,410</b>	<b>1,355</b>	<b>1,104</b>	<b>1,299</b>
Pasivo con Costo	495	415	410	668	711	673	334	646
Proveedores	117	123	272	202	250	249	256	211
Impuestos por Pagar	85	104	136	107	99	91	107	141
Factoraje y Beneficio a Empleados	368	371	308	357	350	343	407	301
<b>Pasivos no-Circulantes</b>	<b>2,775</b>	<b>2,597</b>	<b>2,584</b>	<b>2,324</b>	<b>2,001</b>	<b>1,741</b>	<b>2,622</b>	<b>2,572</b>
Pasivo con Costo	2,634	2,386	2,482	2,220	1,886	1,618	2,427	2,480
Impuestos Diferidos	51	99	0	0	0	0	88	0
Beneficio a Empleados	89	112	102	104	115	123	107	93
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>770</b>	<b>935</b>	<b>1,406</b>	<b>1,436</b>	<b>1,593</b>	<b>1,814</b>	<b>979</b>	<b>1,306</b>
<b>Minoritario</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>30</b>	<b>24</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otro	25	23	26	27	28	29	26	27
Utilidad del Ejercicio	-1	3	1	1	2	2	4	-4
<b>Mayoritario</b>	<b>747</b>	<b>909</b>	<b>1,379</b>	<b>1,409</b>	<b>1,564</b>	<b>1,783</b>	<b>948</b>	<b>1,282</b>
Capital Contribuido	88	88	88	88	88	88	88	88
Utilidades Acumuladas	903	551	809	1,267	1,321	1,476	803	1,250
Utilidad del Ejercicio	-244	270	482	54	155	219	58	-55
<b>Deuda Total</b>	<b>3,130</b>	<b>2,801</b>	<b>2,893</b>	<b>2,889</b>	<b>2,597</b>	<b>2,291</b>	<b>2,761</b>	<b>3,125</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>2,961</b>	<b>2,663</b>	<b>2,793</b>	<b>2,773</b>	<b>2,491</b>	<b>2,182</b>	<b>2,652</b>	<b>3,055</b>
Días Cuenta por Cobrar Clientes	31	28	32	33	30	31	20	29
Días Inventario	10	10	10	10	9	10	10	10
Días por Pagar Proveedores	24	22	34	35	34	35	25	39

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): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2011*	2012*	2013*	2014P	2015P	2016P	9m13	9m14
<b>Ventas Netas</b>	3,665	3,865	3,907	3,946	4,249	4,570	2,891	2,893
Ingreso por pasajeros	2,884	2,961	2,863	2,768	2,910	3,055	2,116	2,058
Ingresos por Personal	781	905	1,044	1,178	1,339	1,515	775	834
<b>Costo de ventas (efectivo)</b>	2,054	2,111	2,208	2,310	2,433	2,512	1,699.4	1,751.2
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	1,611	1,754	1,699	1,636	1,816	2,058	1,191	1,142
Gastos de Generales	808	843	847	760	850	994	557	146
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	803	911	852	876	966	1,065	634	996
Depreciación y Amortización	291	292	325	405	437	477	230	264
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	512	619	527	471	529	587	404	731
Otros Ingresos y (gastos) netos	-61	-50	-29	-22	-20	-21	-15	-35
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos (gastos)</b>	452	569	498	449	509	566	388	696
Intereses Pagados	394	352	345	353	299	270	254	262
Ingreso Financiero Neto	-394	-352	-345	-353	-299	-270	-254	-262
Resultado Cambiario	-242	147	-17	-25	-0	-2	-30	-40
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	-636	-205	-362	-378	-300	-272	-284	-303
<b>Utilidad después del RIF</b>	-184	364	136	71	209	294	104	-44
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	-184	364	136	71	209	294	104	-44
Impuestos sobre la Utilidad	62	91	-347	17	52	74	42	15
Impuestos Causados	67	43	54	17	52	74	42	15
Impuestos Diferidos	-5	48	-401	0	0	0	0	0
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	-245	273	483	54	157	221	62	-59
Participación minoritaria en la utilidad	-1	3	1	1	2	2	4	-4
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	-244	270	482	54	155	219	58	-55
Cambio en Ventas	4.4%	5.5%	1.1%	1.0%	7.7%	7.6%	NA	6.3%
Margen Bruto	44.0%	45.4%	43.5%	41.5%	42.7%	45.0%	41.2%	39.5%
Margen EBITDA	21.9%	23.6%	21.8%	22.2%	22.7%	23.3%	21.9%	34.4%
Tasa de Impuestos	-33.6%	24.9%	-254.8%	23.8%	25.0%	25.0%	40.8%	-33.1%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	1.58	1.79	1.63	1.75	2.01	2.34	1.27	1.27
Retorno sobre Capital Empleado (%)	12.82	14.74	12.16	9.82	11.61	13.38	14.00	10.18
Tasa Pasiva	13.5%	12.2%	12.3%	11.9%	11.1%	11.2%	17.3%	17.7%
<b>Interés Total Devengado</b>	364	360	375	353	299	270	277	262

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	9m13	9m14
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-184	364	136	71	209	294	104	-44
PTU y Beneficios a Empleados	5	-11	0	0	0	0	0	0
<b>Partidas sin Impacto en el Efectivo</b>	5	-11	0	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización	291	292	325	405	437	477	230	264
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	30	40
Fluctuación Cambiaria	242	-147	17	18	0	0	0	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>	502	112	303	422	437	477	260	305
Intereses Devengados	424	382	375	360	299	270	277	262
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	424	382	375	360	299	270	254	262
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	748	846	814	854	945	1,041	619	523
Decremento (Incremento) en Clientes	-25	-88	-46	-77	-45	-42	-56	-180
Decremento (Incremento) en Inventarios	-1	-10	-5	-8	-4	-3	1	-5
Otros Activos y Pasivos Circulantes	-4	-57	-76	-26	-21	-24	-37	-92
Incremento (Decremento) en Proveedores	-13	6	149	-70	48	-1	133	-65
<b>Capital de trabajo</b>	-43	-148	22	-181	-21	-70	41	343
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-15	-24	-19	-12	-52	-74	0	0
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	-58	-172	3	-193	-74	-144	41	-343
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	690	674	818	661	871	897	660	180
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-319	-157	-563	-263	-290	-319	-342	-140
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	3	9	0	0	0	0	0
Préstamo cobrado a Partes Relacionadas	0	-10	-1	0	0	0	0	0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	-319	-163	-555	-263	-290	-319	-342	-140
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	371	511	262	398	582	578	318	40
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	140	111	597	2,787	377	405	298	468
Amortización de Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	-111	-293	-522	-2,816	-668	-711	-367	-276
Intereses Pagados	-364	-360	-375	-353	-299	-270	-277	-262
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	-335	-542	-300	-382	-591	-576	-346	-70
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	-335	-542	-300	-382	-591	-576	-346	-70
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	36	-31	-38	16	-9	2	-28	-30
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	133	169	138	100	116	106	138	100
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	169	138	100	116	106	108	109	70
Capex de Mantenimiento	291	292	325	405	437	477	303	359
<b>Flujo Libre de Efectivo***</b>	398	382	492	256	435	420	494	-43
Amortización de Deuda	111	293	522	2,816	668	711	381	431
Revolencia o pagos adicionales	259	202	-107	-2,614	0	0	33	-20
Amortización de Deuda Final	370	495	415	410	668	711	415	410
Intereses Netos Pagados	364	360	375	336	299	270	334	353
<b>Servicio de la Deuda</b>	734	855	790	747	968	981	749	764
DSCR	0.5	0.4	0.6	0.3	0.4	0.4	0.7	(0.1)
Caja Inicial Disponible	133	169	138	100	116	106	138	100
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	0.7	0.6	0.8	0.4	0.6	0.5	0.8	0.1
Deuda Neta a FLE	7.4	7.0	5.7	14.5	5.7	5.2	5.4	(71.4)
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	3.7	2.9	3.3	3.6	2.6	2.0	3.0	3.9

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 de Estrés

Senda (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)								
	2011*	2012*	2013*	2014P	2015P	2016P	3T13	3T14
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>4,609</b>	<b>4,544</b>	<b>5,117</b>	<b>5,016</b>	<b>4,903</b>	<b>4,786</b>	<b>4,704</b>	<b>5,177</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>605</b>	<b>703</b>	<b>717</b>	<b>788</b>	<b>841</b>	<b>899</b>	<b>748</b>	<b>907</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	169	138	100	103	102	92	109	70
Cuentas por cobrar a Clientes	207	270	309	364	415	462	317	470
Otras Cuentas por Cobrar Neto	175	200	207	208	200	218	197	228
Inventarios	54	63	68	79	87	86	62	74
Pagos Anticipados	1	32	33	34	37	40	63	66
<b>Activos no-Circulantes</b>	<b>4,004</b>	<b>3,841</b>	<b>4,400</b>	<b>4,229</b>	<b>4,062</b>	<b>3,887</b>	<b>3,957</b>	<b>4,271</b>
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	2,271	2,278
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	47	51
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>3,840</b>	<b>3,609</b>	<b>3,711</b>	<b>3,647</b>	<b>3,475</b>	<b>3,266</b>	<b>3,725</b>	<b>3,871</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,065</b>	<b>1,013</b>	<b>1,127</b>	<b>1,268</b>	<b>1,403</b>	<b>1,382</b>	<b>1,104</b>	<b>1,299</b>
Pasivo con Costo	495	415	410	675	780	764	334	646
Proveedores	117	123	272	163	194	191	256	211
Impuestos por Pagar	85	104	136	118	122	127	107	141
Factoraje y Beneficio a Empleados	368	371	308	312	306	300	407	301
<b>Pasivos no-Circulantes</b>	<b>2,775</b>	<b>2,597</b>	<b>2,584</b>	<b>2,380</b>	<b>2,072</b>	<b>1,884</b>	<b>2,622</b>	<b>2,572</b>
Pasivo con Costo	2,634	2,386	2,482	2,285	1,985	1,797	2,427	2,480
Impuestos Diferidos	51	99	0	0	0	0	88	0
Beneficio a Empleados	89	112	102	95	88	88	107	93
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>770</b>	<b>935</b>	<b>1,406</b>	<b>1,369</b>	<b>1,428</b>	<b>1,520</b>	<b>979</b>	<b>1,306</b>
<b>Minoritario</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>24</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otro	25	23	26	27	27	28	26	27
Utilidad del Ejercicio	-1	3	1	1	1	1	4	-4
<b>Mayoritario</b>	<b>747</b>	<b>909</b>	<b>1,379</b>	<b>1,341</b>	<b>1,400</b>	<b>1,491</b>	<b>948</b>	<b>1,282</b>
Capital Contribuido	88	88	88	88	88	88	88	88
Utilidades Acumuladas	903	551	809	1,267	1,254	1,312	803	1,250
Utilidad del Ejercicio	-244	270	482	-13	58	91	58	-55
<b>Deuda Total</b>	<b>3,130</b>	<b>2,801</b>	<b>2,893</b>	<b>2,960</b>	<b>2,765</b>	<b>2,561</b>	<b>2,761</b>	<b>3,125</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>2,961</b>	<b>2,663</b>	<b>2,793</b>	<b>2,857</b>	<b>2,663</b>	<b>2,469</b>	<b>2,652</b>	<b>3,055</b>
<b>Días Cuenta por Cobrar Clientes</b>	<b>31</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>20</b>	<b>29</b>
<b>Días Inventario</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>Días por Pagar Proveedores</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>34</b>	<b>31</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>25</b>	<b>39</b>

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): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)**

	2011*	2012*	2013*	2014P	2015P	2016P	9m13	9m14
<b>Ventas Netas</b>	3,665	3,865	3,907	3,814	3,984	4,206	2,891	2,893
Ingreso por pasajeros	2,884	2,961	2,863	2,681	2,743	2,833	2,116	2,058
Ingresos por Personal	781	905	1,044	1,132	1,241	1,373	775	834
<b>Costo de ventas (efectivo)</b>	2,054	2,111	2,208	2,334	2,355	2,369	1,699	1,751
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	1,611	1,754	1,699	1,480	1,629	1,837	1,191	1,142
Gastos de Generales	808	843	847	684	758	888	557	584
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	803	911	852	796	871	949	634	558
Depreciación y Amortización	291	292	325	404	430	465	230	264
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	512	619	527	392	440	484	404	293
Otros Ingresos y (gastos) netos	-61	-50	-29	-21	-19	-20	-15	-35
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos (gastos)</b>	452	569	498	371	421	464	388	259
Intereses Pagados	394	352	345	365	333	327	254	262
Ingreso Financiero Neto	-394	-352	-345	-365	-333	-327	-254	-262
Resultado Cambiario	-242	147	-17	-25	-10	-15	-30	-40
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	-636	-205	-362	-390	-342	-342	-284	-303
<b>Utilidad después del RIF</b>	-184	364	136	-19	79	123	104	-44
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	-184	364	136	-19	79	123	104	-44
Impuestos sobre la Utilidad	62	91	-347	-5	20	31	42	15
Impuestos Causados	67	43	54	0	20	31	42	15
Impuestos Diferidos	-5	48	-401	-5	0	0	0	0
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	-245	273	483	-13	59	92	62	-59
Participación minoritaria en la utilidad	-1	3	1	-0	1	1	4	-4
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	-244	270	482	-13	58	91	58	-55
Cambio en Ventas	4.4%	5.5%	1.1%	-2.4%	4.5%	5.6%	NA	6.3%
Margen Bruto	44.0%	45.4%	43.5%	38.8%	40.9%	43.7%	41.2%	39.5%
Margen EBITDA	21.9%	23.6%	21.8%	20.9%	21.9%	22.6%	21.9%	19.3%
Tasa de Impuestos	-33.6%	24.9%	-254.8%	28.8%	25.0%	25.0%	40.8%	-33.1%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	1.58	1.79	1.63	1.71	1.93	2.23	1.27	1.27
Retorno sobre Capital Empleado (%)	12.82	14.74	12.16	8.03	9.36	10.70	14.00	10.18
Tasa Pasiva	13.5%	12.2%	12.3%	12.1%	11.7%	12.3%	17.3%	17.7%
Tasa Activa	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Interés Total Devengado</b>	364	360	375	365	333	327	277	262

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	9m13	9m14
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
Utilidad o Périda neto o antes de impuestos	-184	364	136	-19	79	123	104	-44
PTU y Beneficios a Empleados	5	-11	0	0	0	0	0	0
<b>Partidas sin Impacto en el Efectivo</b>	5	-11	0	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización	291	292	325	404	430	465	230	264
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	30	40
Fluctuación Cambiaria	242	-147	17	-8	0	0	0	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>	502	112	303	396	430	465	260	305
Intereses Devengados	424	382	375	372	333	327	277	262
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	424	382	375	397	333	327	254	262
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	748	846	814	774	842	914	619	523
Decremento (Incremento) en Clientes	-25	-88	-46	-95	-51	-47	-56	-180
Decremento (Incremento) en Inventarios	-1	-10	-5	-10	-9	1	1	-5
Otros Activos y Pasivos Circulantes	-4	-57	-76	-6	-6	-27	-37	-92
Incremento (Decremento) en Proveedores	-13	6	149	-109	32	-4	133	-65
<b>Capital de trabajo</b>	-43	-148	22	-220	-34	-78	41	-343
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-15	-24	-19	10	-20	-31	0	0
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	-58	-172	3	-210	-53	-108	41	-343
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	690	674	818	564	788	806	660	180
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-319	-157	-563	-239	-261	-285	-342	-140
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	3	9	0	0	0	0	0
Préstamo cobrado a Partes Relacionadas	0	-10	-1	0	0	0	0	0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	-319	-163	-555	-239	-261	-285	-342	-140
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	371	511	262	325	527	521	318	40
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	140	111	597	2,865	480	576	298	468
Amortización de Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	-111	-293	-522	-2,823	-675	-780	-367	-276
Intereses Pagados	-364	-360	-375	-365	-333	-327	-277	-262
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	-335	-542	-300	-322	-528	-531	-346	-70
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	-335	-542	-300	-322	-528	-531	-346	-70
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	36	-31	-38	3	-1	-10	-28	-30
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	133	169	138	100	103	102	138	100
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	169	138	100	103	102	92	109	70
Capex de Mantenimiento	291	292	325	404	430	465	303	359
<b>Flujo Libre de Efectivo***</b>	398	382	492	161	358	341	494	-43
Amortización de Deuda	111	293	522	2,823	675	780	381	431
Revolencia o pagos adicionales	259	202	-107	-2,614	0	0	33	-20
Amortización de Deuda Final	370	495	415	410	675	780	415	410
Intereses Netos Pagados	364	360	375	336	333	327	334	353
<b>Servicio de la Deuda</b>	734	855	790	747	1,008	1,107	749	764
<b>DSCR</b>	0.5	0.4	0.6	0.3	0.4	0.3	0.7	(0.1)
Caja Inicial Disponible	133	169	138	100	103	102	138	100
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	0.7	0.6	0.8	0.4	0.5	0.4	0.8	0.1
<b>Deuda Neta a FLE</b>	7.4	7.0	5.7	14.5	7.4	7.2	5.4	N/A
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	3.7	2.9	3.3	3.6	3.1	2.6	3.0	3.9

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

Aníbal 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

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

#### U.S. Public Finance

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

#### Deuda Corporativa/ ABS

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

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

#### Instituciones Financieras / ABS

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

### Regulación

#### Dirección General de Riesgo

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

#### Dirección General de Cumplimiento

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

### Negocios

#### Dirección de Desarrollo de Negocios

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

#### Dirección de Atención a Inversionistas

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

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 calificadora:

Metodología de Evaluación de Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, Mayo 2014.

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

**Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.**

Calificación anterior	HR3 con Observación Negativa
Fecha de última acción de calificación	04 de agosto de 2014
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T10 al 3T14
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información Financiera interna y anual dictaminada por Deloitte proporcionada por 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](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora.

Las calificaciones y/u opiniones otorgadas 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".

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 calificadoradora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base.

Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde 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).