

# AERMXCB 19

Certificados Bursátiles Fiduciarios Aerovías de México S.A. de C.V.



Credit Rating Agency

AERMXCB 19

HR AAA (E)

Perspectiva

Estable

Corporativos

4 de septiembre de 2024

Julio 2023

HR AA+ (E)

Perspectiva Estable



**Elizabeth Martínez**

Subdirectora de Corporativos  
Analista Responsable

[elizabeth.martinez@hrratings.com](mailto:elizabeth.martinez@hrratings.com)

Mayo 2024

HR AA+ (E)

Revisión en Proceso



**Alfredo Márquez**

Analista

[alfredo.marquez@hrratings.com](mailto:alfredo.marquez@hrratings.com)

Agosto 2024

HR AAA (E)

Perspectiva Estable



**Ricardo Espinosa**

Analista Sr.

[ricardo.espinosa@hrratings.com](mailto:ricardo.espinosa@hrratings.com)



**Heinz Cederborg**

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos / ABS

[heinz.cederborg@hrratings.com](mailto:heinz.cederborg@hrratings.com)

## HR Ratings revisó al alza la calificación de HR AA+ (E) a HR AAA (E) y modificó la Revisión en Proceso a Perspectiva Estable para la Emisión AERMXCB 19 de Aeroméxico

La revisión al alza de la calificación y el cambio a perspectiva estable para la Emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios (CBFs) AERMXCB 19 se basa en la fortaleza de las métricas crediticias, las cuales se encuentran en los niveles máximos de la curva con 2.1 veces (x) para la métrica DSCR, 3.8x para el DSCR con Caja y 0 años de pago. Lo anterior se debe al supuesto de que los CBFs, al ser considerados como dependientes al riesgo crediticio u operativo de la Empresa, se sirve con todo el Flujo Libre de Efectivo (FLE) de Aeroméxico para el pago de la deuda. En este sentido, estimamos que Aeroméxico alcanzará un FLE de US\$530m en 2026, apoyado principalmente por mayores resultados operativos, y estabilidad en el capital de trabajo, a pesar de un mayor pago de arrendamientos (principal e intereses). Este crecimiento operativo será impulsado principalmente por una mayor demanda y oferta de la Empresa, por lo que HR Ratings estima que Aeroméxico alcanzaría 63,692m de asientos-kilómetro disponibles (ASKs, por sus siglas en inglés) y 52,779m de Pasajeros por Kilómetro Transportados (RPKs, por sus siglas en inglés) en 2026, debido a una mayor demanda en el segmento doméstico e internacional, así como una flota con mayor capacidad. Cabe destacar que los ingresos del Fideicomiso, que consisten principalmente en obligaciones de pago a cargo de tarjetas de crédito, mostraron un crecimiento de 19.3% en los Últimos Doce Meses (UDM) al 1T24 e incrementaron su proporción respecto a los ingresos totales al alcanzar 36.1% en 2023, comparado con el 32.0% en 2022.

La emisión de los CBFs AERMXCB 19 fue colocada por un monto de P\$2,650m, con vigencia de cinco años a partir de su emisión el 14 de junio de 2019. Sin embargo, esta fecha fue modificada como parte del proceso de reestructura, a partir de lo cual se definió como nueva fecha de vencimiento 18 meses posterior a la fecha originalmente pactada. Los recursos de dicha



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

emisión fueron utilizados principalmente para (i) el pago en costos de la Emisión respectiva, (ii) el repago de deuda existente, y (iii) fondeo para planes de expansión. Finalmente, se espera que, en el 4T25, Aeroméxico amortice por completo los CBFs AERMXCB 19.

## Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Incremento en Cobranza** En los UDM al 1T24, Aeroméxico registró un crecimiento anual de 19.3% en la cobranza total de los derechos de cobro, con lo que alcanzó P\$32,520m vs. P\$27,254m en los UDM al 1T23. Esto se debió a una mayor demanda y oferta medidas en RPKs y ASKs, las cuales presentaron crecimientos anuales de 12.1% y 8.0% en los UDM al 1T24 respectivamente. Al considerar ambos crecimientos, el factor de ocupación tuvo una expansión de 315 pb para alcanzar 85.5% en los UDM al 1T24 (vs. 82.3% en los UDM al 1T23).
- **Márgenes Operativos.** Aeroméxico registró una mayor eficiencia en su relación gastos a ingresos de 86.3% en 2022 a 72.8% en 2023. Esta eficiencia se debió principalmente a menores presiones en el precio de la turbosina durante 2023, a pesar de un crecimiento 11.0% en el consumo de combustible, derivado del crecimiento en la operación. Como consecuencia de lo anterior, la Empresa alcanzó un margen EBITDA de 27.2% en 2023, en línea con el 27.1% esperado en el escenario base por encima de 13.7% en 2022.
- **Crecimiento en FLE.** La Empresa alcanzó un FLE de US\$964m en 2023 (vs. US\$121m en 2022), debido a los mayores resultados operativos, así como a menores requerimientos en el capital de trabajo, principalmente por un mayor apalancamiento con proveedores. No obstante, la Empresa presentó mayores requerimientos en sus arrendamientos, principalmente por la expansión en la flota.
- **Deuda.** La primera amortización de los CBFs AERMXCB 19 se llevó a cabo el 17 de julio de 2023 y para el 1T24 el saldo insoluto de la emisión fue P\$1,855m. Al considerar el servicio de la deuda, así como los niveles de FLE de Aeroméxico, las métricas DSCR, DSCR con Caja y Años de Pago se encontraron en los niveles máximos de fortaleza en 2023.

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Ingresos Totales.** En el escenario base, estimamos que Aeroméxico alcanzaría ingresos totales por US\$5,762m en 2026 (vs. US\$4,916m en 2023), lo que representaría una TMAC<sub>23-26</sub> de 5.4%. Lo anterior sería resultado de un crecimiento sostenido en la demanda, impulsado principalmente por el segmento internacional, así como crecimiento en los ASKs debido a la apertura de nuevas rutas, incrementos en frecuencias y, una flota con mayor capacidad.
- **Flujo Libre de Efectivo.** Estimamos que la Empresa alcanzará un FLE de US\$530m en 2026, debido a una normalización en el capital del capital de trabajo en 2024, así como mayores resultados operativos para los años proyectados. Asimismo, se estima un incremento en los requerimientos de pagos de arrendamiento, en línea con el crecimiento en la flota.
- **Estructura de Deuda.** En el 4T25 se espera la amortización total de los CBFs AERMXCB 19 y se proyecta que la Empresa no refinancié los CBFs debido a los niveles de caja de Aeroméxico. Al considerar, los niveles de deuda, el servicio de deuda de la estructura y el FLE de Aeroméxico, las métricas DSCR, DSCR con Caja y Años de Pago se encuentran en el máximo nivel de fortaleza.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Factores Adicionales Considerados

- **Volatilidad en la industria.** La calificación corporativa de Aeroméxico incorpora la incertidumbre y volatilidad en los precios de la turbosina, riesgos de la industria aérea mexicana, así como la continuación de un entorno macroeconómico con presiones inflacionarias altas que pudieran afectar las tendencias de consumo y cambios en la estructura competitiva.
- **Solicitud de Inscripción al New York Stock Exchange (NYSE).** De acuerdo con la información disponible, para la revisión 2024, HR Ratings no considera algún impacto significativo en el perfil crediticio de Aeroméxico o algún factor de riesgo adicional, en caso de ser aprobada la solicitud de inscripción.

## Factores que podrían bajar la Calificación

- **Presiones en el precio de combustible.** Dado que el precio de combustible depende de condiciones económicas locales y globales, un incremento en los precios de combustible podría presionar el margen operativo de la Empresa. Por lo tanto, en un escenario donde Aeroméxico enfrente incrementos en el precio de turbosina y, como resultado, registre un margen EBITDA promedio menor a 21.0% de 20242026, la calificación podría revisarse a la baja.
- **Antitrust Immunity Agreement.** La Empresa objetó ante el Departamento de Transportes de EUA la cancelación tentativa de la renovación del *Antitrust Immunity Agreement* (AIA) celebrado con Delta. Por lo tanto, si no se renueva el AIA o se imponen nuevas condiciones o limitaciones en coordinar precios y programación de vuelos con Delta, podría impactar negativamente los márgenes operativos y, con ello, la calificación podría revisarse a la baja



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

# Glosario

El **Flujo de Libre de Efectivo** (FLE) se define como el flujo de caja de las actividades de operación más las necesidades de capital circulante menos una provisión para CAPEX de mantenimiento más los dividendos recibidos, si los hubiera, menos los impuestos pagados y menos los gastos por contratos de arrendamiento financiero, incluidos tanto la amortización como los intereses. El cálculo puede incluir una consideración de Ajuste Especial si se considera que determinados componentes de las cuentas enumeradas no son apropiados para la medida (por ejemplo, no recurrentes, de naturaleza no operativa). La medida se basa en años calendario.

El **Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda** (DSCR, por sus siglas en inglés) se define como el FLE dividido por el servicio de la deuda. A efectos de este indicador, el servicio de la deuda se define como el gasto financiero neto (gastos financieros menos ingresos financieros) más la amortización obligatoria de la deuda. Se excluyen los pagos anticipados, así como los pagos derivados de *Excess Cash Flow Sweep* (ECFS por sus siglas en inglés). Algunas refinanciaciones de deuda también pueden excluirse del cálculo del servicio de la deuda. También se excluyen los intereses capitalizados de los contratos de crédito que originalmente contemplaban tales intereses. No se excluirán los intereses capitalizados procedentes de reestructuraciones forzosas de deuda. El servicio de la deuda se mide sobre una base de años calendario.

**DSCR con Caja.** Se trata de la misma métrica que la anterior, con la excepción de que el efectivo al final del período anterior de cuatro trimestres se añade al FLE, al igual que cualquier efectivo reservado exclusivamente para la deuda que se está calificando.

**Los Años de Pago** se definen como la deuda neta dividida por el FLE.

Estas métricas tienen las siguientes ponderaciones en la determinación de nuestra calificación cuantitativa preliminar:

## Ponderación de Métricas

DSCR	37.5%
DSCR con Caja	25.0%
Años de Pago	37.5%

El período de calificación de este informe consta de cinco períodos calendario, que comprenden dos períodos históricos con información reportada y tres períodos proyectados. El primer período proyectado es el trimestre inmediatamente posterior al último período con información reportada. Los períodos se definen como sigue con sus respectivas ponderaciones.

## Ponderación de Períodos

t-1	13%
t0	17%



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

t <sub>1</sub>	35%
t <sub>2</sub>	20%
t <sub>3</sub>	15%

HR Ratings crea dos escenarios de proyección: Base y Estrés. A efectos de calificación, cada escenario completo incluye los mismos dos períodos históricos, así como sus respectivos escenarios de proyección. El escenario Base tiene una ponderación del 65% y el Estrés del 35%.



@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
Calificación anterior	HR AA+ (E)   Revisión en Proceso
Fecha de última acción de calificación	29 de mayo de 2024
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T19-1T24
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información trimestral interna e información anual auditada por KPMG para 2022 y 2023
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/](http://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](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, (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 de México, 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](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, 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 varían 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](mailto:comunicaciones@hrratings.com)



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS