

Calificaciones

| Instrumentos | Calificación Actual |
|--------------|---------------------|
| AERMXCB 15 | 'AA+/M (e)' |
| AERMXCB 17 | 'AA+/M (e)' |

Perspectiva

Estable

Principales Características

| | |
|------------------------|------------------------------------|
| Clave de Pizarra: | AERMXCB 15 |
| Monto (Ps\$ millones): | 2,000 |
| Plazo: | 1,831 días (~5 años) |
| Fideicomitente: | Aerovías de México S.A. de C.V. |
| Garantía: | CBFs quirografarios |

| | |
|------------------------|------------------------------------|
| Clave de Pizarra: | AERMXCB 17 |
| Monto (Ps\$ millones): | 3,000 |
| Plazo: | 1,831 días (~5 años) |
| Fideicomitente: | Aerovías de México S.A. de C.V. |
| Garantía: | CBFs quirografarios |

Fundamentos de la Calificación

Los Certificados Bursátiles Fiduciarios (CBFs) de las emisiones 'AERMXCB 15' y 'AERMXCB 17' tienen como fuente de pago los flujos futuros generados por la Cobranza de obligaciones de pago de los Procesadores de Tarjetas de Crédito Santander, Banamex y Banorte respecto a la utilización de las Tarjetas Visa y MasterCard, derivadas de la liquidación de operaciones de servicios proporcionados por parte de Aerovías de México, S.A. de C.V. (Aeroméxico) a través de su portal de internet, oficinas propias y agencias de viaje en México.

Las calificaciones asignadas se fundamentan en los flujos de efectivo futuros que Aeroméxico generará durante la vida de la emisión, los cuales fueron estimados con base en su comportamiento histórico. Adicionalmente, tomamos en cuenta la calidad crediticia de la fideicomitente, así como su riesgo de continuidad de operaciones, el comportamiento favorable de las Coberturas de Servicio de Deuda (DSCR) de las emisiones ante los diferentes escenarios modelados por Verum, las características estructurales de la transacción y sus efectivos mecanismos de mejora crediticia que priorizan la asignación de los flujos de efectivo suficientes para la amortización de los CBFs. Igualmente, el análisis toma en cuenta que parte de los recursos de la emisión AERMXCB 17, fueron utilizados para el prepago de la primera emisión y su primera reapertura de CBFs realizadas al amparo del programa (AERMXCB 13).

Los diferentes escenarios de estrés modelados por Verum indican que la transacción podrá cumplir con todas las obligaciones de pago. Consideramos positivo que la cobranza real durante el último año se ha comportado en promedio 7.7% superior a las estimadas en nuestro escenario base original, así como que los DSCR promedio sean superiores a 20.0x para los periodos anteriores al 'Pago de Principal Objetivo'; adicionalmente, en los periodos que ya se efectúa ese pago, el DSCR mínimo se observó por encima de 6.0x en el escenario base y superior a 3.0x en los escenarios de estrés. Además, la estructura financiera y prelación de pagos dan preferencia al pago de principal e intereses de los CBFs antes de liberar flujo hacia la compañía.

Perspectiva y Factores Clave

La perspectiva de las calificaciones se mantiene 'Estable'. Las calificaciones se podrían ajustar a la alza de observarse un mayor crecimiento en la generación de ingresos al fideicomiso que derive en mejoras sostenibles en los indicadores de coberturas de servicio de la deuda de la transacción. Asimismo, las calificaciones podrían sufrir una baja si se observa un deterioro en la calidad crediticia en la fideicomitente o una disminución marcada en la generación de flujos de efectivo entrantes al fideicomiso que lleve a disminuciones en las coberturas de servicio de la deuda.

Analistas

Jonathan Félix Gaxiola
T (52 81) 1936 6692 Ext. 103
M jonathan.felix@verum.mx

Daniel Martínez Flores
T (52 81) 1936 6692 Ext. 108
M daniel.martinez@verum.mx

Principales Características de la Emisión

La emisión de Certificados Bursátiles ‘AERMxCB17’ fue por un monto de hasta Ps\$3,000 millones al amparo de un programa de Ps\$7,000 millones (antes Ps\$5,000 millones), y será utilizada para realizar la amortización anticipada de la emisión ‘AERMxCB13’, la cual fue colocada en diciembre de 2013 por un monto de Ps\$1,500 millones, así como su reapertura por Ps\$1,500 millones en mayo del siguiente año. En septiembre del 2015 se realizó la emisión ‘AERMxCB 15’ al amparo del mismo programa, en esta ocasión por el monto de Ps\$2,000 millones y pagando una tasa de TIIE28+1.7%.

La cobranza de cada serie (AERMxCB15 y AERMxCB17) se dividirá a prorrata entre los valores en circulación de cada una de ellas.

| | |
|--|---|
| Monto del Programa | Ps\$7,000,000,000 (Siete mil millones de pesos) |
| Monto de la Emisión | AERMxCB 15: Ps\$2,000,000,000 (Dos mil millones de pesos) AERMxCB 17: Ps\$3,000,000,000 (Tres mil millones de pesos) |
| Plazo | 5 años |
| Fideicomiso Emisor | Fideicomiso irrevocable No. F/1748 |
| Fideicomitente | Aerovías de México S.A. de C.V. (“Aeroméxico”) |
| Fiduciario | Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple |
| Administrador de Activos | Aeroméxico |
| Representante Común | AERMxCB 15: Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple AERMxCB 17: CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple |
| Fecha de pago de intereses | Se harán de manera mensual |
| Fecha de Vencimiento | AERMxCB 15: septiembre de 2020 AERMxCB 17: septiembre de 2022 |
| Tasa de interés | AERMxCB 15: TIIE28 + 1.70% AERMxCB 17: TIIE28 + 1.38% |
| Amortización de Principal | Se amortizarán totalmente en la fecha de vencimiento. Sin embargo, se cuenta con una calendarización de pagos a principal objetivo a partir del mes 30 anterior a su vencimiento (Periodo de Amortización Acelerada). |
| Garantía | Los CB’s son quirografarios, por lo que no cuentan con garantía específica |
| Mecanismos de Mejora Crediticia | Contratación de un CAP como protección ante fluctuaciones inesperadas de la TIIE que se conservará hasta la fecha de vencimiento de los Certificados Bursátiles |

Metodologías utilizadas

Metodología para calificación de Financiamiento Estructurado (Febrero 2017)

Descripción del Originador

Grupo Aeroméxico es la controladora de un grupo de empresas dedicadas a la industria de la aviación. Aeroméxico es la principal aerolínea con más de 80 años de

historia y Aeroméxico Connect se desempeña como la aerolínea regional; el aeropuerto base del Grupo es el Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México (AICM). En 1989 se formó Aeromexpress (actualmente Aeroméxico Cargo), compañía de carga y en el 2000 Aeroméxico se convierte en socio fundador de Sky Team, la principal alianza global aérea que permite a sus socios competir a nivel mundial.

Es importante mencionar que Aeroméxico consolida a Aeroméxico Connect, Aeroméxico Cargo y otra serie de subsidiarias por lo que la información financiera y operativa mostrada en este reporte engloba a este conglomerado de empresas que en conjunto se mantienen como líderes en el mercado mexicano. Colectivamente prestan servicios nacionales e internacionales de transportación aérea de personas, fletamento y un conjunto de servicios relacionados con las operaciones aéreas.

Análisis de las Operaciones

Aeroméxico se considera como la compañía troncal de Grupo Aeroméxico y su principal enfoque es a clientes corporativos en las rutas de más alta densidad del país como el llamado triángulo de negocios: México, Guadalajara y Monterrey. Aeroméxico Connect funge como la base para el mercado doméstico y su papel juega como extensor de la red de rutas. Las aerolíneas buscan ofrecer una experiencia de vuelo de alta calidad, ya que cuentan con sala de espera VIP y se distinguen por la capacidad de obtener Kilómetros Premier a través de su programa de lealtad “Club Premier”.

Adicionalmente, aunque no es su principal línea de negocio, el Grupo ofrece a sus clientes paquetes de vacaciones a través de su producto “Gran Plan” que permite que las personas obtengan la oportunidad de comprar paquetes de viaje donde se incluyen servicios de vuelo, hotel y/o renta de un auto.

Actualmente, las aerolíneas operan cerca de 610 vuelos diarios a más de 80 destinos en más de 20 países. Las rutas internacionales están integradas por 18 a Estados Unidos, 4 en Canadá, 7 a Sudamérica, 8 a Centroamérica y el Caribe, 4 a Europa y 3 a Asia.

| | 2016 | | 2015 | | 2014 | | 2013 | | 2012 | |
|----------------------------|---------------|--------|---------------|--------|---------------|--------|---------------|--------|---------------|--------|
| | Ingresos | %Total | Ingresos | %Total | Ingresos | %Total | Ingresos | %Total | Ingresos | %Total |
| México | 22,879 | 42.5% | 20,627 | 44.0% | 19,755 | 46.1% | 19,449 | 49.3% | 20,228 | 52.0% |
| Norte, Centro y Sudamérica | 22,937 | 42.6% | 19,792 | 42.2% | 17,814 | 41.6% | 15,322 | 38.8% | 14,350 | 36.9% |
| Europa y Asia | 8,007 | 14.9% | 6,440 | 13.7% | 5,261 | 12.3% | 4,674 | 11.8% | 4,332 | 11.1% |
| Total | 53,822 | | 46,859 | | 42,830 | | 39,445 | | 38,910 | |

Cifras de ingresos en millones de pesos

En los próximos años, consideramos que existirá un crecimiento más acelerado en ingresos por rutas internacionales, que nacionales. Esto debido a que en México se tienen cubiertas la mayoría de las rutas y el crecimiento viene dado por incrementar el número de asientos por cada una, mientras que en la parte internacional sí se han ido agregando nuevos destinos.

Flotilla y tecnología

Grupo Aeroméxico se encuentra implementando una estrategia de modernización y estandarización de flota, el cual se anunció en 2012 y comprende la compra de hasta 100 aviones (90 - B737 y 10 - B787) en el periodo 2012 - 2023, además del arrendamiento de flotilla adicional como los aviones B787-8 que se han integrado en los últimos años. Esta estrategia también contempla reducir lo más posible la variedad de aviones con los que se opera, por lo que gradualmente la flota de Aeroméxico consistirá solamente de B737s, B787s y E-170/175/190 para Aeroméxico Connect.

Al 2T17, el Grupo mantiene 125 aviones (Aeroméxico: 71 Boeings y Aeroméxico Connect: 54 Embraer) de los 356 que hay en el mercado mexicano. La edad promedio de la flotilla es de 8.0 años, cifra inferior a la del mercado que tiene un valor promedio aproximado de 9.1 años.

La estrategia de modernización y estandarización de flota es uno de los pilares clave para lograr mayores eficiencias en costos, mejorando la experiencia del pasajero al mismo tiempo. El hecho de contar con pocos modelos y jóvenes, ayuda a que se reduzcan los gastos por mantenimiento, costos de combustible, que se requieran menos refacciones en inventario y que se disminuyan los gastos generados por la capacitación a pilotos.

Ingresos

| Ingresos: | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Pasajeros | 88.0% | 89.1% | 89.1% | 90.0% |
| Carga | 6.2% | 6.1% | 5.8% | 5.2% |
| Otros | 5.8% | 4.8% | 5.2% | 4.8% |
| Total Ps\$ millones | 53,822 | 46,859 | 42,830 | 39,445 |

Los ingresos de Aeroméxico se integran principalmente por tres partidas: pasajeros nacionales, pasajeros internacionales y carga; siendo pasajeros internacionales como el más importante al representar cerca del 49% de los ingresos en el año 2016. El rubro de 'Otros' abarca aspectos como cobros por servicios complementarios (exceso de equipaje, cargos extras a pasajeros), operaciones chárter (canales de venta poco habituales), mantenimiento a flotilla de terceros o venta de paquetes vacacionales.

El total de ingresos muestra una tendencia al alza y no se registra ningún decremento de un año a otro desde el 2010 (tmac 2010-2016: 11.8%); el año 2016 cerró con un total de ingresos de Ps\$53,822 millones, mostrando un crecimiento del 14.9% respecto al año anterior; en los últimos años, este rubro ha representado entre el 98.0% y 99.8% de las ventas totales de su holding Grupo Aeroméxico.

Verum espera que los ingresos de la compañía y sus indicadores muestren mejoría, cerrando el año 2017 con más de Ps\$61,000 millones en ingresos totales, impulsados en gran medida por su favorable posición competitiva y un sobresaliente crecimiento de actividad en el sector de aviación en México.

Gastos

| Gastos: | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Combustible | 21.8% | 24.0% | 33.0% | 34.6% |
| Fuerza de Trabajo | 20.6% | 21.8% | 21.5% | 21.7% |
| Servicios de escala | 14.8% | 14.1% | 12.7% | 12.7% |
| Renta de equipo y vuelo | 13.9% | 12.9% | 10.8% | 9.7% |
| Otros | 28.9% | 27.1% | 22.1% | 21.3% |
| Total Ps\$ millones | 51,226 | 44,768 | 41,551 | 37,285 |

Los costos y gastos de Aeroméxico al cierre del 2016 fueron de Ps\$51,226 millones, mostrando un incremento del 14.4% respecto al año anterior. Los egresos más fuertes y a la vez poco controlables en los que se incurre son: por combustible, por fuerza de trabajo, por servicios de escala, tráfico y comunicaciones, y por renta de equipo de

vuelo. Estos gastos representaron el 21.8%, 20.6%, 14.8% y 13.9% respectivamente del total de gastos durante el 2016; dichos porcentajes se han mantenido relativamente estables en los últimos años, aunque con una tendencia de disminución en el gasto por combustible ocasionado principalmente por los precios favorables que ha presentado el combustible y a la eficiencia en el uso de turbosina gracias a la estrategia de renovación de flota. Estimamos que al cierre del 2017 los gastos totales serán ligeramente inferiores a Ps\$60,000 millones.

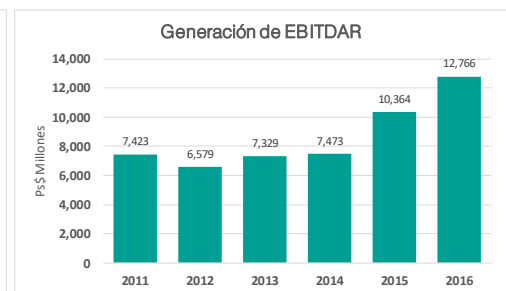
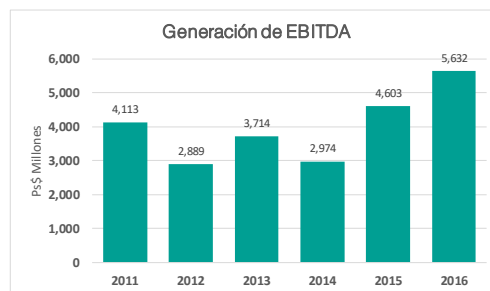
Para controlar la exposición al gasto por combustible, Aeroméxico cuenta con una política para celebrar instrumentos financieros derivados para cubrir entre el 40% y 60% del consumo de combustible esperado por los siguientes 12 o 18 meses sobre una base continua.

Si bien una parte importante de los costos de la compañía se encuentra denominada en dólares (68% del total 2T17), la estrategia de la compañía no contempla la contratación de coberturas de tipo de cambio, ya que también se cuenta con un porcentaje importante de ingresos denominados en esa moneda (60% del total 2T17), y se considera que con estos se tiene prácticamente una cobertura natural.

Rentabilidad y Liquidez

No obstante los márgenes de rentabilidad se han visto presionados por el actual plan de modernización de flota y tecnología, estos han venido mejorando desde el año 2015 como consecuencia de los precios favorables que ha mantenido el combustible en los últimos 2 años. A diciembre del 2016, el margen EBITDA UDM muestra un nivel del 10.5% (2015: 9.8%; 2014: 6.9%), mientras que el margen EBITDAR en el mismo periodo es del 23.7% (2015: 22.1%; 2014: 17.4%).

Por su parte, durante el 2016, el EBITDAR fue de Ps\$12,766 millones, significando una mejora del 23.2% respecto al año anterior que se debió principalmente por el escenario positivo mostrado en el sector de las aerolíneas; para el 2017 se espera un crecimiento menos pronunciado cercano al 15%.



En términos de flujo de efectivo, estos generalmente han sido moderados. Normalmente este tipo de empresas cuentan con un elevado flujo en caja, debido a que los pagos de boletos avión son hechos directamente en efectivo o con tarjeta de crédito; cabe mencionar que recientemente la compañía ha adoptado una política de mantener niveles de efectivo disponible superiores a los requeridos para su operación

diaria, decisión que Verum considera como favorable, ya que permite enfrentar necesidades de liquidez que pudieran surgir en la operación de la compañía. El Efectivo en Caja de Aeroméxico al 4T16 es de Ps\$9,323 millones y los Fondos Generados por la Operación (FFO) durante el mismo año fueron de Ps\$3,392, cifra ligeramente superior a los Ps\$3,077 generados en el año anterior.

Verum considera que la posición de liquidez de la empresa es buena, dado que ha aumentado su Efectivo en Caja y ha mantenido buenos niveles durante el periodo de análisis, asimismo, cuenta con líneas con instituciones financieras para lograr cubrir el vencimiento de sus pasivos. Contar con altos niveles de efectivo disponible, sirve como respaldo para hacer frente las necesidades de financiamiento de sus operaciones como los son el capital de trabajo, compra de combustible, arrendamiento de aviones y renta de equipo de vuelo.

Endeudamiento

En diciembre de 2013, Aeroméxico hizo la colocación de Certificados Bursátiles 'AERMxCB 13' en la Bolsa Mexicana de Valores por un monto de Ps\$1,500 millones y se hizo una reapertura por Ps\$1,500 millones en mayo del siguiente año. Estos devengan una tasa de interés de TIIE28+2%, y se colocaron al amparo de un programa de Ps\$5,000 millones con vencimiento a cinco años. En septiembre del 2015 se realizó otra emisión bajo el mismo programa, en esta ocasión por el monto de Ps\$2,000 millones y con la Clave de Pizarra 'AERMxCB 15', pagando una tasa de TIIE28+1.7%. Al 2T17, la emisión 'AERMxCB 13' lleva 13 meses de pago de principal, abonando Ps\$100,000,000; la emisión realizada durante el 2015 comenzará a hacerpagos mensuales a principal por Ps\$66,667 hasta el mes de abril del 2018.

Actualmente, la empresa expandió su actual programa por un monto adicional de Ps\$2,000 millones adicionales para realizar una nueva emisión bajo la clave de pizarra 'AERMxCB 17', llegando a un monto total de Ps\$7,000 millones. Esta emisión se contempló para la amortización anticipada de la emisión 'AERMxCB 13', para así poder extender la flexibilidad del perfil de pagos de sus Certificados Bursátiles actuales. Se espera que esta nueva emisión se amortice en septiembre de 2022 y se colocó a una tasa de TIIE28 + 1.38%.

Al cierre del 2016, la deuda de la compañía se situaba en Ps\$30,679 millones, de los cuales el 22.6% son a corto plazo. Del total de la deuda, alrededor del 22% corresponden a capital de trabajo y el restante para compra de aviones.

Aeroméxico hace el arrendamiento operativo de aproximadamente el 72% de su flotilla. El plazo promedio de vigencia de los contratos es de 4.5 años; no obstante, estos generalmente tienen vigencia de siete años para aeronaves que son arrendadas por primera vez y cinco años para aquellas que ya han sido previamente arrendadas.

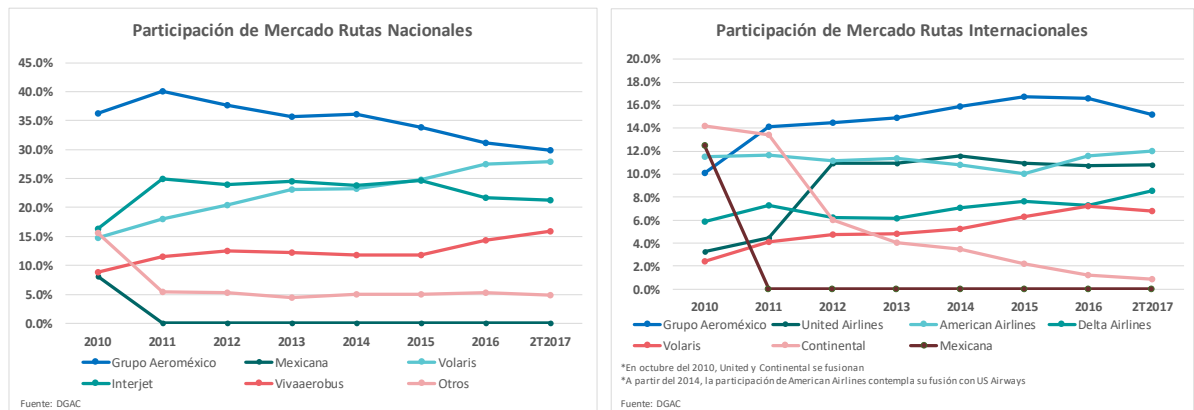
Verum estima que la compañía cuenta con niveles de apalancamiento elevados, que en parte se explican por los actuales planes de crecimiento de rutas, aeronaves y fortalecimiento de servicios. El indicador Deuda Total a EBITDA de los últimos doce

meses (UDM) terminados en diciembre de 2016 mostró un valor de 5.4x y la Deuda Neta a EBITDA durante el mismo periodo fue de 3.9x. Ajustando la deuda por la renta de equipo de vuelo, el indicador de apalancamiento (Deuda Total + 6 x Rentas de Aviones / EBITDAR) durante el mismo periodo es de 5.8x, se espera que a finales del 2017, este último indicador se ubique en niveles más cercanos a 5.0x. Adicionalmente, la cobertura de gastos financieros se situó en 2.6x, mientras que el indicador EBITDAR a Intereses + Rentas se ubicó en 1.4x, nivel que consideramos ajustado.

Posición Competitiva

Grupo Aeroméxico se ha mantenido en los últimos años con la mayor participación dentro de las aerolíneas mexicanas, en el mercado nacional se observa una tendencia descendiente debido a la entrada de otros participantes con un modelo de negocio distinto (de bajo costo), y atendiendo a un perfil distinto de pasajeros. Hacia adelante Verum estima que Grupo Aeroméxico permanecerá como líder en el sector de aerolíneas en México, siendo la única aerolínea mexicana de servicio completo.

A junio del 2017, ha transportado a 6.5 millones de los 21.6 millones de pasajeros transportados en el país representando un 30% de estos, considerando los datos al cierre de 2016, Aeroméxico transportó 13 millones de los 41.8 millones de pasajeros lo cual representa un 31%.



Estructura de la Transacción

Descripción de la Emisión

La emisión de Certificados Bursátiles ‘AERMxcb17’ fue por un monto de Ps\$3,000 millones al amparo de un programa de Ps\$7,000 millones (antes Ps\$5,000 millones), esta emisión se utilizó para realizar la amortización anticipada de la emisión ‘AERMxcb13’, la cual fue colocada en diciembre de 2013 por un monto de Ps\$1,500 millones, así como su reapertura por Ps\$1,500 millones en mayo del siguiente año.

Los Certificados Bursátiles del programa tienen como fuente principal de pago los flujos futuros generados por la Cobranza de obligaciones de pago de los Procesadores de Tarjetas de Crédito Santander, Banamex y Banorte respecto a la

utilización de las Tarjetas Visa y MasterCard, derivadas de la liquidación de operaciones de venta de boletos de transporte aéreo y demás servicios relacionados por parte de Aeroméxico a través de su portal de internet, oficinas propias y agencias de viajes. La cobranza de cada serie (AERMxCB15 y AERMxCB17) se dividirá a prorrata entre los valores en circulación de cada una de ellas.

Uso de los Recursos

Los recursos de la emisión se utilizaron para los siguientes fines, mencionados en orden:

1. Liquidar o reembolsar los Gastos de Emisión correspondientes
2. Realizar la amortización anticipada de la emisión de certificados bursátiles AERMxCB13
3. Fondeo de la Cuenta de Reserva de Gastos del Fideicomiso
4. Fondeo de la Cuenta de Reserva de Gastos de la Serie
5. Fondeo de la Cuenta de Reserva de Servicio de la Deuda de la Serie
6. Fondos remanentes serán entregados a Aeroméxico, quien utilizará los recursos para realizar pagos de anticipo (predelivery payments) sobre nuevos aviones adquiridos y para capital de trabajo

Prelación de Pagos

La prelación de pagos que se debe seguir, hasta donde alcance, de acuerdo a los documentos de la emisión es la siguiente:

1. Pago para llegar al monto mínimo en la Cuenta de Reserva de Gastos del Fideicomiso
2. Pago para llegar al monto mínimo en la Cuenta de Reserva de Gastos de la Serie
3. Pago de intereses moratorios e intereses devengados no pagados
4. Pago de intereses devengados del periodo
5. Pago de Principal Obligatorio o Pago de Principal Objetivo vencido y no pagado de cualquier Serie en circulación
6. Siempre y cuando no ocurra un Evento de Aceleración o un Evento de Retención, cubrir la cantidad necesaria para constituir las reservas no comprendidas anteriormente en cada Serie
7. Pago de Principal Objetivo o Principal Obligatorio
8. Cualquier fondo remanente deberá ser entregado a Aeroméxico

Evento de Incumplimiento

Habrá evento de incumplimiento siempre que se presente cualquiera de los siguientes eventos:

- Fideicomiso incumpla el pago de intereses en la fecha de pago
- Fideicomiso incumpla el pago de principal obligatorio en la fecha de pago

- Fideicomiso incumpla cualquier otra obligación del contrato de fideicomiso o documentos de la operación
- Aeroméxico incumpla con sus obligaciones al amparo del contrato de fideicomiso o los documentos de la operación
- Que dejen de estar afectos al fideicomiso los derechos de cobro respecto a los contratos de tarjetas de crédito vigentes

Amortización Anticipada por Evento de Retención

Habrán un evento de retención con la ocurrencia de cualquiera de los siguientes eventos:

- Razón de Cobertura de Deuda menor a 2.5x y mayor o igual a 1.75x.
- La Cuenta de Reserva de Servicio de la Deuda del fideicomiso es igual o menor al 75% del saldo requerido por un periodo de dos fechas de pagos consecutivos.

En caso de que ocurra un evento de retención, la fiduciaria se abstendrá de entregar cualquier cantidad que de otra manera tendría que entregar a Aeroméxico hasta que el Evento de Retención sea subsanado, lo cual podría hacerse mediante la aportación de fondos para subsanar el evento.

Amortización Anticipada por Evento de Aceleración

Habrán un evento de aceleración con la ocurrencia de cualquiera de los siguientes eventos:

- Razón de Cobertura de Deuda menor a 1.75x.
- Evento de retención no sea subsanado en 90 días.
- Cuenta de Reserva de Servicio de la Deuda tenga una cantidad inferior al saldo requerido por tres o más fechas de pago consecutivas.
- Actualización de un evento de insolvencia por parte de Aeroméxico.
- Actualización de un evento de incumplimiento.

En el caso que ocurra un Evento de Aceleración, la fiduciaria se abstendrá de entregar cualquier cantidad que de otra manera tendría que entregar a Aeroméxico. Dichas cantidades se dedicarán, hasta donde alcance, a amortizar el principal.

Periodo de Amortización Acelerada

El periodo de amortización acelerada de AERMxCB 15 empieza en abril del 2018 con el objetivo de comenzar a hacer 'Pagos de Principal Objetivo' para ir disminuyendo gradualmente el monto principal de la emisión, y termina septiembre del 2020 que es la fecha en que los CBs deben ser amortizados en su totalidad. Por su parte, el periodo correspondiente a la emisión AERMxCB 17, empieza en abril del 2020 y termina en septiembre del 2022.

Durante el periodo de amortización acelerada, Aeroméxico tendrá el derecho mas no la obligación de amortizar todas o parte de las series emitidas. En este caso, la

fiduciaria pagará a los tenedores de los certificados el equivalente a 0.25% sobre la cantidad de amortización total que exceda el monto de Pago de Principal Objetivo.

Es importante mencionar que la falta de cualquier Pago de Principal Objetivo a causa de fondos insuficientes en la Cuenta de Cobranza de la Serie no detonará un Evento de Retención, Evento de Aceleración ni un Evento de Incumplimiento de los Certificados Bursátiles Fiduciarios.

Mecanismos de Mejora Crediticia

El fideicomiso contará con distintos fondos de reserva: Fondo de Reserva de Gastos del Fideicomiso, Fondo de Reserva de Gastos para cada Serie y Fondo de Reserva de Servicio de la Deuda para cada Serie. El primer y segundo fondo deberán tener en todo momento el monto equivalente a un año de dichos gastos, mientras que el último deberá tener una cantidad equivalente a 6 fechas de pago de interés. Estas cuentas ayudarán a contar con montos de respaldo en caso de que los ingresos del periodo al fideicomiso no alcancen a cumplir con las obligaciones en esos temas.

Las cuentas del fideicomiso se forman de la siguiente manera:

- I. Cuenta de Reserva de Gastos del Fideicomiso
- II. Cuenta de Retención (en caso de que ocurra un evento de retención)
- III. Para cada Serie se abrirán las siguientes cuentas (Cuentas de la Serie):
 - a) Reserva de Gastos de la Serie
 - b) Cuenta de Cobranza de la Serie
 - c) Cuenta de Reserva de Servicio de la Deuda de la Serie
- IV. Otras

No obstante, la fiduciaria podrá abrir otras Cuentas de la Serie que sean necesarias conforme los términos establecidos en esa Serie.

Administrador de Activos

Aeroméxico es la entidad encargada de la originación y administración de las obligaciones de pago de los procesadores de tarjetas de crédito Banamex, Santander y Banorte. De acuerdo a nuestro análisis, consideramos que la aerolínea cuenta con una buena calidad crediticia y capacidad suficiente para administrar sin salvedades los activos fideicomitados.

Riesgo Contraparte

Las obligaciones de pago son de los procesadores de tarjetas de crédito, Banamex, Santander y Banorte, las cuales son instituciones que consideramos cuentan con la más alta calidad crediticia. Además, las contrapartes en las coberturas de tasas de interés en cada una de las Series (AERMXCB 15: SWAP de 5.15%; AERMXCB 17: SWAP de 6.79%), son instituciones financieras que cuentan con una calificación de "AAA/M" de Verum o su equivalencia en otra institución calificadora reconocida por la

Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). Por lo anterior, consideramos que el riesgo contraparte es bajo.

Calidad del Activo

Ingresos por Uso de Tarjetas de Crédito

Los Contratos de Tarjeta de Crédito entre Aeroméxico y los Bancos Banamex, Banorte y Santander, se celebraron respecto de la utilización de las tarjetas de crédito en México de las marcas Visa y MasterCard para la compra de boletos de avión y servicios relacionados por parte de los clientes de Aeroméxico a través de su portal de internet, oficinas propias en México y agencias de viaje en México.

Para el análisis del activo y sus flujos futuros, Verum utilizó información histórica de la cobranza total de Aeroméxico en cuanto a las tarjetas de crédito Visa y Mastercard en México, incluyendo un desglose de las ventas realizadas a través de tarjetas Banamex y Santander; para las tarjetas Banorte no hay historia, por lo que no se consideraron en nuestro análisis.

La información histórica permite ver un comportamiento estable de los flujos con una evolución favorable a través de los años. La cobranza total por ventas con Tarjetas de Crédito en México muestra un crecimiento constante del ~10% desde el año 2006 y representando valores entre 41% y 51% del total de ingresos de Aeromexico en los últimos cinco años; a su vez, los ingresos de Aeromexico representan más del 99% de las ventas totales de su holding 'Grupo Aeromexico'.

La cobranza por el Contrato de Banamex significa cerca del 35% de la cobranza total por ventas a través de tarjetas de crédito en México, y la cobranza por el Contrato de Santander ha representado alrededor del 10.0%; por su parte, no se cuenta con historia sobre la cobranza a través de tarjetas Banorte debido a que es un acuerdo recientemente concretado.

Modelo Financiero

Con el objetivo de analizar el comportamiento de los flujos futuros de efectivo que generarían los activos cedidos al fideicomiso durante la vida de la transacción, Verum diseñó un modelo financiero que refleja las principales características de la estructura como lo son: la prelación de pagos, comportamiento de los fondos de reserva y los eventos de amortización anticipada y de incumplimiento. Posteriormente se procedió con la elaboración de un escenario base y diversos escenarios de estrés en donde se aplican variaciones a las diferentes variables.

El modelo muestra un comportamiento favorable de las Coberturas de Servicio de Deuda (DSCR) ante los diferentes escenarios de estrés modelados, que van de acuerdo al nivel de calificación asignado. En todos los escenarios modelados por Verum se observan DSCR promedio superiores a 20.0x para los periodos anteriores a que se comience a realizar el 'Pago de Principal Objetivo'; adicionalmente, en los

periodos que ya se efectúa ese pago, el DSCR mínimo se observó por encima de 6.0x en el escenario base y superior a 3.0x en los escenarios de estrés.

Consideramos positivo que la cobranza durante el último año se haya comportado en promedio 7.7% superior a las proyecciones de nuestro escenario base original realizadas para la emitir la calificación de la emisión AERMxCB 15, al amparo del mismo programa

Opinión Legal

Como parte del proceso de calificación, Verum solicitó la opinión legal independiente a un despacho de abogados de reconocido prestigio, el cual revisó toda la documentación legal relacionada con la transacción. En base a la revisión de los documentos, los abogados otorgaron una opinión favorable respecto a ésta y afirman que los derechos de cobro cumplen con los requisitos legales correspondientes, por lo que han sido y serán válidamente transferidos para formar parte del patrimonio del fideicomiso número F/1748.

Calidad de la Información

Los estados financieros correspondientes a los años del 2011 al 2016 fueron auditados por KPMG Cárdenas Dosal sin salvedades, mientras que los estados financieros trimestrales para todos los años son los internos generados por la compañía. Ciertos rubros de la información financiera de los años del 2011, 2012 y 2013 fueron adaptados para que el análisis fuera consistente y comparable a los periodos 2014 y 2015. En todos los casos, los estados financieros fueron preparados de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Las cifras utilizadas en gráficas y/o tablas en este reporte, así como el resto de la información operativa discutida en el análisis, ha sido proporcionada por la compañía o consultada en fuentes que se consideran confiables.

Información Regulatoria:

La última revisión de estas calificaciones se realizó el 23 de agosto de 2017. La información financiera utilizada para el análisis y determinación de estas calificaciones comprende hasta el 30 de junio de 2017.

El significado de las calificaciones, una explicación sobre la forma en que se determinan y la periodicidad con la que se les da seguimiento, sus particularidades, atributos y limitaciones, así como las metodologías de calificación, la estructura y proceso de votación del comité que determinó las calificaciones y los criterios para el retiro o suspensión de una calificación pueden ser consultados en nuestro sitio de internet <http://www.verum.mx>.

De conformidad con la metodología de calificación antes indicada y en términos del artículo 7, fracción III, de las Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores, se hace notar que las calificaciones en cuestión pueden estar sujetas a actualización en cualquier momento. Las calificaciones otorgadas son una opinión con respecto a la calidad crediticia, la fortaleza financiera o la capacidad de administración de activos, o relativa al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social de la emisora, todo ello con respecto a la emisora o emisión en cuestión, y por tanto no constituyen recomendación alguna para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar al cabo algún negocio, operación o inversión.

Las calificaciones antes indicadas están basadas en información proporcionada por la emisora y/u obtenida de fuentes que se asumen precisas y confiables, dentro de la cual se incluyen estados financieros auditados, información operativa, presentaciones corporativas, análisis sectoriales y regulatorios, entre otras, misma que fue revisada por Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. exclusivamente en la medida necesaria y en relación al otorgamiento de las calificaciones en cuestión, de acuerdo con la metodología referida anteriormente. En ningún caso deberá entenderse que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. ha en forma alguna validado, garantizado o certificado la precisión, exactitud o totalidad de dicha información, por lo que no asume responsabilidad alguna por cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el análisis de tal información.

La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y la opinión sobre la capacidad de la emisora 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 las calificaciones, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. Las calificaciones en cuestión consideran un análisis de la calidad crediticia o fortaleza financiera relativa a la emisora, pero no necesariamente refleja una probabilidad estadística de incumplimiento de pago. Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. emite la calificación de que se trata con apego estricto a las sanas prácticas de mercado, a la normatividad aplicable y a su Código de Conducta, el cual se puede consultar en <http://www.verum.mx>.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor (o en su nombre) por lo que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. ha percibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. No obstante, se hace notar que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. no ha recibido ingresos de la emisora por conceptos diferentes a los relacionados con el estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación de la calidad crediticia y el otorgamiento de una calificación.