

Calificaciones

Instrumentos	Calificación Actual
Calificación LP	'AA+ / M (e)'

Perspectiva

Estable

Principales Características

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

Fundamentos de la Calificación

Los Certificados Bursátiles Fiduciarios (CBFs) tienen como fuente de pago los flujos futuros que derivan de la cobranza respecto a la utilización de las Tarjetas de Crédito Visa y MasterCard para la compra de boletos de transporte aéreo y demás servicios relacionados por parte de Aerovías de México, S.A. de C.V. (Aeroméxico), ya sea a través de su portal de internet, oficinas propias o agencias de viaje en México.

La calificación asignada se fundamenta 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 la emisión ante los diferentes escenarios modelados por Verum, las características estructurales de la transacción y sus efectivos mecanismos de mejora crediticia que permiten la asignación de los flujos de efectivo suficientes para la amortización total de los CBFs. Igualmente, el análisis de los flujos de efectivo de la emisión toma en cuenta la primera emisión y su primera reapertura de CBFs realizadas al amparo del programa (AERMxCB 13) y los recursos que serán destinados para su pago.

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 8.9% superior a las estimadas en nuestro escenario base original; además, la estructura financiera y prelación de pagos dan preferencia al pago de principal e intereses de los CBFs antes de liberar cualquier flujo hacia la compañía.

Las coberturas durante el último año se han comportado ligeramente por encima de las proyecciones originales del escenario base, lo cual refleja el buen comportamiento que ha tenido el activo fideicomitado. Por su parte, el riesgo intermedio de continuidad de operaciones de la fideicomitente se encuentra ligado a las eventualidades que derivan de la industria de aerolíneas.

Perspectiva y Factores Clave

La perspectiva de calificación se mantiene 'Estable'. La calificación se podría 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, la calificación podría 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.107
M jonathan.felix@verum.mx

Daniel Martínez Flores
T (52 81) 1936 6692 Ext.105
M daniel.martinez@verum.mx

Principales Características de la Emisión

Los Certificados Bursátiles Fiduciarios con clave de pizarra 'AERMXCB 15' por un monto de hasta Ps\$2,000 millones es la segunda emisión realizada al amparo de un programa por hasta Ps\$5,000 millones, pagan mensualmente una tasa de TIIE28 + 1.7% y su plazo de vigencia es de aproximadamente 5 años.

Clave de Pizarra	AERMXCB 15
Monto del Programa	Ps\$5,000,000,000 (Cinco mil millones de pesos)
Monto de la Emisión	Hasta Ps\$2,000,000,000 (Dos mil millones de pesos), adicionales a la emisión anterior del programa y su primera reapertura (AERMXCB 13): - CBFs originales: Ps\$1,500,000,000.00 (Mil quinientos millones de pesos) - Primera reapertura: Ps\$1,500,000,000.00 (Mil quinientos millones de pesos)
Plazo	1,831 días (5 años aproximadamente)
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	Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple
Tasa de interés	TIIE28 + 1.7%, con la contratación de un SWAP de 5.15% sobre la TIIE.
Fuente de Pago	Flujos Futuros derivados de los derechos de cobro que consisten en obligaciones de pago a cargo de los Procesadores de Tarjetas de Crédito Santander y Banamex 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 en su página de internet, oficinas propias y agencias de viaje en México.
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 de la trigésima primera fecha de pago.
Garantía	Los CBFs son quirografarios, por lo que no cuentan con garantía específica.

Metodologías utilizadas

Metodología para calificación de Financiamiento Estructurado (Febrero 2016)

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.

Las aerolíneas operan con más de 620 vuelos diarios de pasajeros volando a 45 destinos nacionales y 40 internacionales desde México. Las rutas internacionales están integradas por 19 a Estados Unidos y Canadá, 8 a Sudamérica, 7 a Centroamérica y el Caribe, 4 a Europa y 2 a Asia.

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.

	2015		2014		2013		2012		2011	
	Ingresos	%Total	Ingresos	%Total	Ingresos	%Total	Ingresos	%Total	Ingresos	%Total
México	20,627	44.0%	19,755	46.1%	19,449	49.3%	20,228	52.0%	18,890	53.6%
Norte, Centro y Sudamérica	19,792	42.2%	17,814	41.6%	15,322	38.8%	14,350	36.9%	12,314	35.0%
Europa y Asia	6,440	13.7%	5,261	12.3%	4,674	11.8%	4,332	11.1%	4,009	11.4%
Total	46,859		42,830		39,445		38,910		35,213	

Cifras de ingresos en millones de pesos

Flotilla y tecnología

Al segundo trimestre del 2016, Aeroméxico mantiene 128 aviones (Aeroméxico: 64 Boeings y Aeroméxico Connect: 64 Embraer), con una edad promedio de 8.2 años,

cifra inferior a la del mercado mexicano que tiene un valor promedio aproximado de 9.5 años. Se espera que a finales del 2016 Aeroméxico tenga un total de 130 aviones.

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 Max y 10 - B787-9) 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 homogeneizar la flota con la que se opera, por lo que gradualmente la flota de Aeroméxico consistirá solamente de B737s, B787s y algunos Embraer para Aeroméxico Connect.

Consideramos que esta estrategia es uno de los pilares clave para lograr mayores eficiencias en costos en el mediano plazo, mejorando la experiencia del pasajero al mismo tiempo. El hecho de contar con pocos modelos y más modernos, 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:	2015	2014	2013	2012
Pasajeros	89.1%	89.1%	90.0%	90.6%
Carga	6.1%	5.8%	5.2%	5.5%
Otros	4.8%	5.2%	4.8%	3.9%
Total Ps\$ millones	46,859	42,830	39,445	38,910

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 48% de los ingresos en el año 2015. 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 a la alza ya que no se registra ningún decremento de un año a otro desde el 2010 (tmac 2010-2015: 11.2%). El año 2015 cerró con un total de ingresos de Ps\$46,858 mostrando un crecimiento del 9.4% respecto al año anterior; en los últimos cinco años, este rubro ha representado entre el 98.2% 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 2016 con más de Ps\$50,000 millones en ingresos, impulsados en gran medida por su favorable posición competitiva y un sobresaliente crecimiento de actividad en el sector de aviación en México.

Gasto

Gastos:	2015	2014	2013	2012
Combustible	24.0%	33.0%	34.6%	34.9%
Fuerza de Trabajo	21.8%	21.5%	21.7%	20.4%
Servicios de escala	14.1%	12.7%	12.7%	12.1%
Renta de equipo y vuelo	12.9%	10.8%	9.7%	9.9%
Otros	27.1%	22.1%	21.3%	22.7%
Total Ps\$ millones	44,768	41,551	37,285	37,392

Los gastos totales al cierre del 2015 fueron de Ps\$44,768 millones, mostrando un incremento del 7.7% 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 arrendamiento de aviones, por servicios de escala, tráfico y comunicaciones, y por renta de equipo de vuelo. Estos gastos representaron el 24.0%, 21.8%, 14.1% y 12.9% respectivamente del total de gastos al cierre del 2015; dichos porcentajes se han mantenido relativamente estables en los últimos años, aunque con una disminución

relevante en el gasto por combustible por la baja que han experimentado los precios del petróleo y por la eficiencia en el uso de turbosina gracias a la estrategia de renovación de flotilla. Estimamos que al cierre del 2016 los gastos totales serán ligeramente inferiores a Ps\$50,000 millones y que habrá una disminución relevante en el gasto por combustible, acompañada con un crecimiento importante en el rubro de renta de equipo y vuelo.

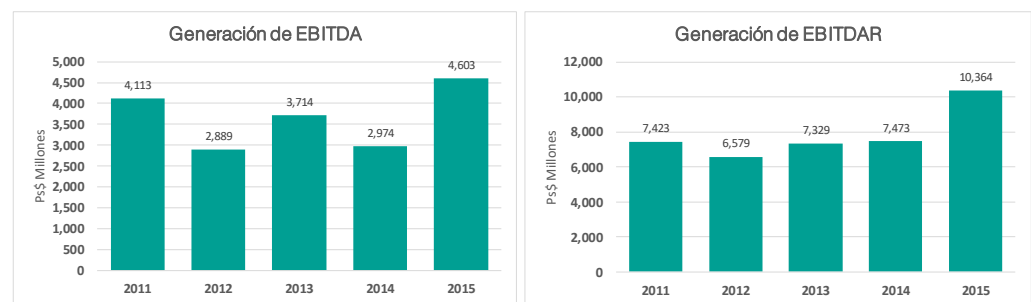
Para controlar la exposición al gasto por combustible, Aeroméxico cuenta con una política de cobertura, en donde contrata instrumentos financieros derivados para cubrir entre el 40% y 60% del consumo de combustible esperado por los siguientes 12 o 18 meses sobre una base continua.

Si bien una parte importante de los costos de Aeroméxico se encuentra denominada en dólares (~67% del total), 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 (~58%), y se considera que con estos se tiene una cobertura natural.

Rentabilidad y Liquidez

Durante el 2015, el EBITDAR fue de Ps\$10,364 millones, significando una mejora del 38.7% respecto al año anterior que se debió principalmente por el escenario positivo mostrado en el sector de las aerolíneas; para el 2016 se espera un crecimiento menos pronunciado cercano al 10%.

Por su parte, los márgenes de rentabilidad han venido mejorando en los últimos 18 meses. A junio del 2016, el margen EBITDA UDM muestra un nivel del 10.2% (2015: 9.8%), mientras que el margen EBITDAR en el mismo periodo es del 23.2% (2015: 22.1%). Lo anterior se debe principalmente a los precios favorables que ha mantenido el combustible en desde el año anterior.



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. Consideramos que la posición de liquidez de la empresa es buena, dado que constantemente se mantienen adecuados niveles de Efectivo en Caja (2T16: Ps\$6,249 millones) y acceso a diversas fuentes de fondeo que le permiten cubrir el vencimiento de sus pasivos y demás necesidades financieras de corto plazo. De igual manera,

contar con altos niveles de efectivo en caja sirve como respaldo para hacer frente las necesidades de financiamiento para capital de trabajo, compra de combustible, arrendamiento de aviones y renta de equipo de vuelo.

Endeudamiento

A junio de 2016, la deuda total de Aeroméxico se sitúa en Ps\$21,924 millones, de los cuales el 40.4% es a corto plazo. Del total de la deuda, alrededor del 29% corresponden a capital de trabajo y el restante para compra de aviones.

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 adicionales 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, en esta ocasión por un monto de Ps\$2,000 millones y con la Clave de Pizarra 'AERMXCB 15', pagando una tasa de TIIE28+1.7%.

Verum estima que Aeroméxico cuenta con niveles de apalancamiento razonables. Ajustando la deuda por la renta de equipo de vuelo, el indicador de apalancamiento (Deuda Neta + 6 x Rentas de Aviones / EBITDAR) durante el mismo periodo es de 5.1x, y se espera que a finales del 2016, este indicador continúe en niveles similares.

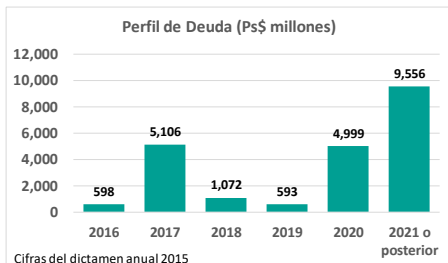
Adicionalmente, la cobertura de gastos financieros (EBITDA / Gastos financieros) en diciembre del 2015 fue de 3.0x, mientras que el indicador EBITDAR a Intereses + Rentas se ubicó en 1.4x, nivel que consideramos ajustado.

Indicadores Operativos

La actual estrategia de crecimiento de la empresa se ve reflejada en una tendencia a la alza en su capacidad operativa 'ASK', pasando de 36,217 millones en el 2014 a 40,374 millones al cierre del 2015. Lo anterior ha llevado al aumento en sus Kilómetros Volados por Pasajeros-RPK), indicador que mostró 28,245 millones en 2014 y 31,526 millones en el 2015.

La compañía ha venido mejorando gradualmente su factor de ocupación, ubicándolo en 77.9% al 2T16 (2015: 79.7%). En términos de costo, el CASK ha venido disminuyendo de manera importante, aunque con un aumento durante el 1S16 que en parte se debe por la depreciación cambiaria (MXN/USD). Verum estima que estos indicadores operativos mostrarán cierta mejora en los próximos periodos, en línea con los planes de crecimiento de capacidad y rutas disponibles.

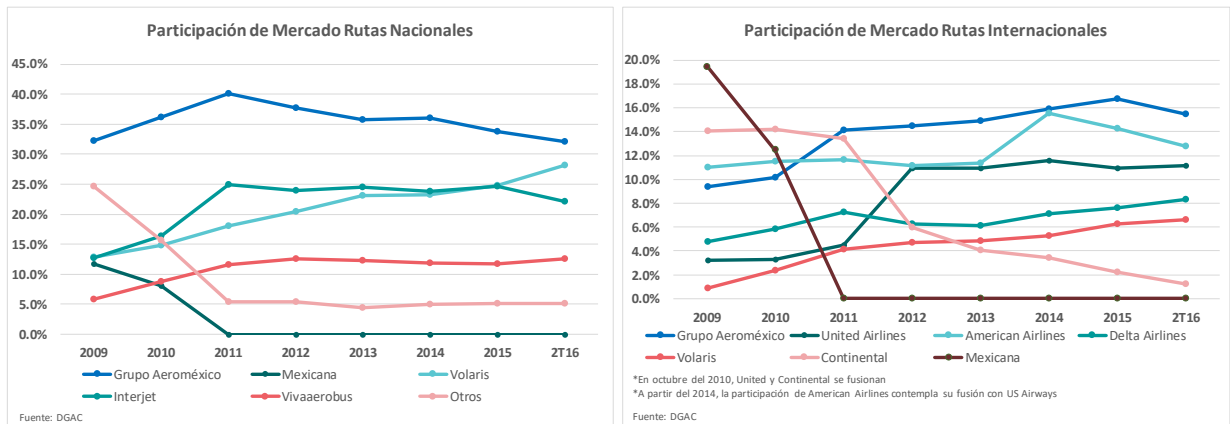
	6M16	6M15	2015	2014	2013	2012
ASKs (millones)	10,616	10,224	40,374	36,217	32,496	30,724
RPKs (millones)	8,420	8,126	31,526	28,245	24,474	22,930
Factor de Ocupación	79.4%	79.6%	79.7%	79.8%	77.2%	76.6%
RASK (Pesos)	1.17	1.10	1.16	1.19	1.23	1.28
PRASK (Pesos)	1.02	0.98	1.05	1.07	1.11	1.16
Yield (Pesos)	1.30	1.25	1.34	1.37	1.47	1.56
CASK (Pesos)	1.14	1.07	1.10	1.14	1.15	1.20



Posición Competitiva

Aeroméxico se ha mantenido en los últimos años con la mayor participación dentro de las aerolíneas mexicanas. Al 2T16 la empresa mostró una participación de mercado nacional del 32.0% e internacional de 15.5% respecto al número de pasajeros transportados; durante el 2015 transportó alrededor de 18.6 millones de pasajeros, cifra que revela un aumento del 5.8% en transportación de pasajeros respecto al año anterior. A junio del 2016, ha transportado a 9.2 millones de los 39.1 millones de pasajeros transportados en el país.

Un dato relevante es que con la salida de Mexicana de Aviación en el 2010, Aeroméxico ganó gran importancia en el mercado internacional alcanzando una importante participación de mercado del 14.1% en el 2011 (vs 10.1% al cierre de 2010); a partir de ese año la empresa ha mantenido la mayor participación en el mercado internacional respecto al número de pasajeros transportados.



En términos de puntualidad, durante el periodo Ene - Abr del 2016, las rutas de Aeroméxico y Aeroméxico Connect muestran índices de puntualidad (IP) de 93% y 90% respectivamente (Mercado Nacional: 91%), estos indicadores se encuentran influenciados de manera negativa por la saturación del AICM.

Los datos anteriores muestran que esta empresa ha mostrado un crecimiento constante en los últimos años que en parte se debe a la reducción de número de competidores. Hacia adelante, Verum estima que Aeroméxico permanecerá como líder en el sector de aerolíneas en México, siendo la única aerolínea de servicio completo en el mercado.

Estructura de la Transacción

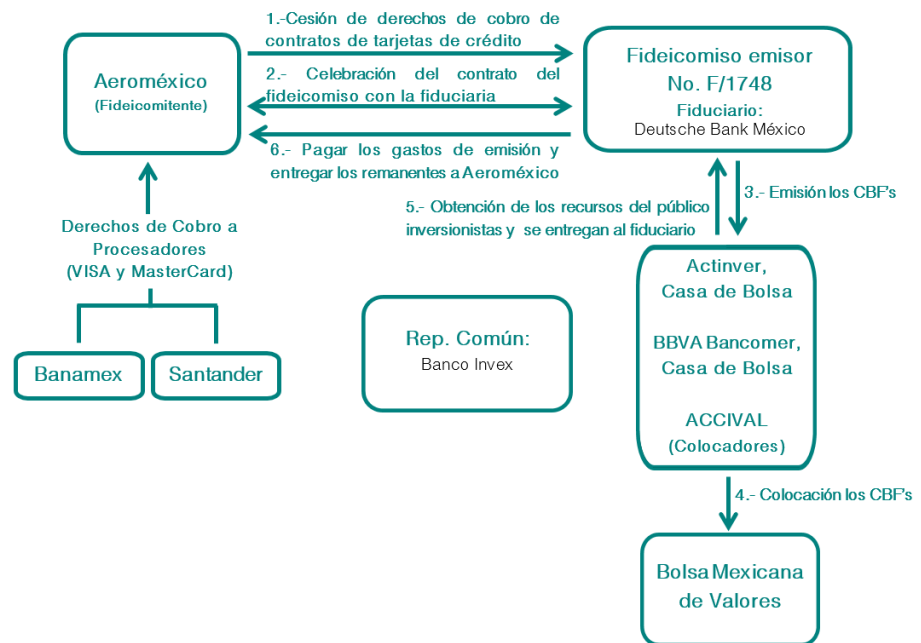
Descripción de la Emisión

La emisión de Certificados Bursátiles 'AERMXCB 15' se realizó por un monto de Ps\$2,000 millones al amparo de un programa de Ps\$5,000 millones. En diciembre de 2013 se hizo bajo el mismo programa la colocación de los CBFs 'AERMXCB13' por un

monto de Ps\$1,500 millones y se hizo una reapertura por Ps\$1,500 millones en mayo del siguiente año.

La amortización del total del principal de los CBFs deberá realizarse a la fecha de vencimiento de la emisión. Sin embargo se cuenta con una calendarización de pagos a principal objetivo a partir de la trigésima primera fecha de pago.

Los Certificados Bursátiles del programa tienen como fuente principal de pago los flujos futuros generados por la Cobranza de obligaciones de pago a cargo de los Procesadores de Tarjetas de Crédito Santander y Banamex respecto a la utilización de las Tarjetas de Crédito 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 viaje en México. La cobranza se dividirá a prorrata entre los valores en circulación con las demás series del programa.



Uso de los Recursos

Los recursos de la emisión fueron utilizados para los siguientes fines (mencionados en orden):

1. Liquidar o reembolsar los Gastos de Emisión correspondientes
2. Fondeo de la Cuenta de Reserva de Gastos del Fideicomiso
3. Fondeo de la Cuenta de Reserva de Gastos de la Serie
4. Fondeo de la Cuenta de Reserva de Servicio de la Deuda de la Serie
5. Fondos remanentes fueron entregados a Aeroméxico, quien utilizó 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. Monto equivalente a la Diferencia de la Cuenta de Reserva de Gastos de la Serie
2. Monto para cubrir la Diferencia de 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 la Serie
6. Siempre y cuando no ocurra un Evento de Aceleración o un Evento de Retención, cubrir la cantidad necesaria para constituir reservas no comprendidas anteriormente en cada Serie
7. Pago de Principal Objetivo o Principal Obligatorio que venza en el periodo
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

Habrá 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

Habrá 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 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.

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.

Mecanismos de Mejora Crediticia

El fideicomiso cuenta con distintos fondos de reserva que ayudarán a contar con montos de respaldo en caso de que los ingresos al fideicomiso no alcancen a cumplir con las obligaciones correspondientes. Los fondos de reserva se enlistan a continuación:

- *Fondo de Reserva de Gastos del Fideicomiso:* la fiduciaria mantendrá en esta cuenta la cantidad necesaria para pagar todos los Gastos de la Operación del Fideicomiso equivalente a los doce meses siguientes respecto a cada una de las Series en circulación.
- *Fondo de reserva de Gastos de la Serie:* se mantendrá en este fondo una cantidad equivalente a los Gastos de Operación de la Serie que sean pagaderos durante los doce meses siguientes, de acuerdo con el reporte de pagos.

- *Fondo de Reserva de Servicio de la Deuda:* el fideicomiso se encargará de mantener el monto equivalente a los pagos de intereses que sean pagaderos en las seis fechas de pago siguientes, de acuerdo con el reporte de pagos.

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 la Serie AERMxCB 15 se abrirán las siguientes cuentas (Cuentas de la Serie):
 - a) Reserva de Gastos de la Serie
 - b) Cuenta de Cobranza de la Serie
 - c) Reserva de Servicio de la Deuda de la Serie
- IV. Otras

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 y Santander. 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 y Santander, las cuales son instituciones que consideramos cuentan con la más alta calidad crediticia. Además, la contraparte en el SWAP de 5.15% sobre la TIIE28, es una institución financiera que cuenta 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). Consideramos que el riesgo contraparte es bajo.

Calidad del Activo

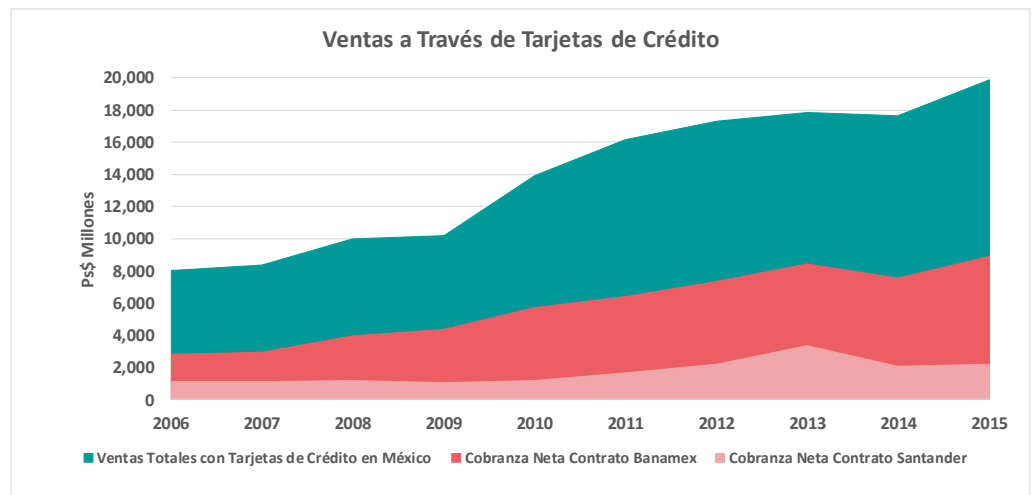
Ingresos por Uso de Tarjetas de Crédito

Los Contratos de Tarjeta de Crédito entre Aeroméxico y los Bancos Banamex 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 (Banamex) y agencias de viaje en México (Santander).

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 su portal de internet y oficinas propias en México (Banamex) y aquellas realizadas a través de agencias de viajes en México (Santander), abarcando un periodo desde 2006 a Julio de 2016.

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 mostró un valor de Ps\$19,904.6 millones al cierre del 2015, con un crecimiento constante desde el año 2006 (tmac 2006-2015: 10.6%) y representando valores entre 41% y 51% del total de ingresos de Aeroméxico en los últimos cinco años.

La cobranza por el Contrato de Banamex (ventas en oficinas propias en México y portal de internet) muestra una tmac 2006-2015 igual a 16.0%, representando este rubro alrededor del 33.6% de la cobranza total por ventas a través de tarjetas de crédito en México en el año 2015 (Promedio 2006-2015: 28.8%). Adicionalmente, la cobranza por el Contrato de Santander (ventas en agencias de viajes en México) tienen un tmac 2006-2015 de 8.3%, siendo cerca del 11.0% del total de la cobranza por ventas usando tarjetas de crédito en México al cierre del 2015 (Promedio 2006-2014: 12.1%).



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 24.0x 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 5.0x en el escenario base y superior a 2.5x en los escenarios de estrés. Las coberturas durante el último año se han comportado ligeramente por encima de las proyecciones originales del escenario base, lo cual refleja el buen comportamiento que ha tenido el activo fideicomitido.

En los resultados las coberturas mejoran gradualmente conforme se va cumpliendo con las amortizaciones objetivo de la primera emisión y su reapertura, realizadas al amparo del programa (AERMxCB 13).

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 2015 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 esta calificación se realizó el 12 de septiembre de 2016. La información financiera utilizada para el análisis y determinación de esta calificación comprende hasta el 30 de junio de 2016.

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.