



# Grupo Senda Autotransporte, S.A. de C.V.

## Programa de CEBURS de Corto Plazo

4 de mayo 2012

Calificación Corporativa

# HR3

La nueva alternativa en calificación de valores.

### Contactos

**Francisco Guzmán**  
Director de Deuda Corporativa  
E-mail: francisco.guzman@hrratings.com

**Paulina Revilla**  
Analista  
E-mail: paulina.revilla@hrratings.com

**Felix Boni**  
Director de Análisis  
E-mail: felix.boni@hrratings.com

### Calificaciones

El Programa **HR3**

La calificación que determina HR Ratings de HR3 significa que el emisor o emisión con esta calificación ofrece moderada capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantiene mayor riesgo crediticio comparado con instrumentos de mayor calificación crediticia.

HR Ratings asignó la calificación de HR3 a un Programa de Certificados Bursátiles (CEBURS) de corto plazo con carácter revolvente de Grupo Senda Autotransporte, S.A. de C.V. (Grupo Senda y/o la Empresa y/o la Emisora) por un monto acumulado de hasta P\$200 millones y un plazo legal de dos años contados a partir de su fecha de autorización (El Programa).

Nuestro análisis incluyó la proyección, bajo escenarios base y estrés, de la generación del flujo de efectivo de la Empresa y la capacidad de éste para permitir que Grupo Senda pueda cumplir con sus compromisos financieros. Adicionalmente, se consideraron elementos cualitativos. Entre algunos factores que fundamentan nuestra calificación se encuentran los siguientes:

- La Empresa se dedica a proveer el servicio federal de transporte de pasajeros en la zona Noreste de México y EUA (80% de los ingresos); así como el servicio contratado de transporte de personal y estudiantes en México (20% de los ingresos).
- En el último año, el segmento de transporte federal ha visto una contracción en la demanda debido a una percepción negativa de viajar en autobús en la zona norte y fronteriza del país.
- A pesar de ello, a través de una estrategia de *pricing* y racionalización de rutas, la Empresa logró incrementar los ingresos de ese sector un 2% del 2010 al 2011.
- Por otro lado, el segmento de transporte de personal ha experimentado una creciente demanda por este servicio y la Empresa espera que esto continúe durante el 2012.
- Como factor negativo pensamos que la estructura de deuda es inadecuada toda vez que en el 2015 tiene un vencimiento de un crédito que representa el 66% de la deuda de la Empresa y que se encuentra denominado en moneda extranjera. Actualmente la Empresa está buscando refinanciar dicho crédito.
- La Empresa tiene planeado firmar un contrato con Banorte que le dará acceso a una línea de crédito por el monto total del Programa y cuyo destino de fondos esta acotado al pago de CEBURS del Programa, sin que esto represente una garantía de pago para los tenedores.

Algunos supuestos y apreciaciones de las proyecciones son:

- La operación de la Empresa le aporta un margen de maniobra que le permite adecuar la oferta a la demanda y optimizar el margen EBITDA.
- La Empresa cuenta con una capacidad adecuada para generar efectivo con un FLE estimado de P\$563 millones (m) en el escenario base y de P\$453m en el de estrés; por lo cual no consideramos que la Empresa cuente con un problema operativo, pero si pensamos que el perfil o estructura de la deuda no es del todo adecuada para la operación de la Empresa.
- Bajo el escenario base estimamos que la Empresa tardaría aproximadamente 5.3 años en cumplir con sus obligaciones de deuda, mientras que en el escenario de estrés estimamos 6.6 años.
- Consideramos que la Empresa cuenta con una moderada capacidad de pago para el pago oportuno de obligaciones de deuda y bajo ambos escenarios consideramos diversos refinanciamientos de deuda durante todo el periodo de proyección originados por las constantes inversiones en equipo de transporte de aproximadamente P\$350m anuales.

El Programa de certificados bursátiles con carácter revolvente es por un monto de hasta P\$200m (millones) y actualmente se encuentra en proceso de obtener la autorización correspondiente.

### Descripción del Programa

El Programa con carácter revolvente es hasta P\$200 millones (m) de pesos y cuenta con un plazo de vencimiento legal de dos años contados a partir de su fecha de autorización.

Mientras el Programa continúe vigente, podrán realizarse una o varias emisiones de certificados bursátiles al amparo del Programa siempre y cuando el saldo insoluto de principal de los certificados bursátiles en circulación no exceda el monto total autorizado del Programa. Las emisiones de certificados bursátiles que se realicen al amparo del Programa podrán contar con un plazo de hasta 336 días.

Las emisiones de CEBURS que se realicen al amparo del Programa contarán con el aval de Multicarga, S.A. de C.V. (Multicarga), Transportes Tamaulipas, S.A. de C.V. (Transportes Tamaulipas), Transportes del Norte México-Laredo y Anexas, Servicio Internacional, S.A. de C.V. (Transportes del Norte) y Autobuses Coahuilenses, S.A. de C.V. (Autobuses Coahuilenses). Estas subsidiarias en conjunto representan aproximadamente el 65% de los ingresos de la Empresa a diciembre 2011.

El Programa actualmente se encuentra en proceso de obtener la autorización correspondiente y Grupo Senda cuenta con una línea de crédito aprobada con Banorte, para que en caso de que se emitan certificados bursátiles al amparo de dicho Programa, Grupo Senda disponga de fondos por hasta P\$200 millones y pueda hacer frente a necesidades financieras de liquidez, sin que esto sea una obligación incondicional entre las partes.

### Descripción de la Emisora

Grupo Senda Autotransporte, S.A. de C.V. (Grupo Senda y/o la Empresa y/o la Emisora) es una compañía Mexicana dedicada a proveer el servicio de transporte federal y de pasajeros.

Grupo Senda es un prestador destacado de servicios de transporte de autobuses en México, sirviendo principalmente las regiones noreste y central de México, así como algunos estados de Estados Unidos de América (EUA).

La Empresa ofrece el servicio de pasajeros de autobuses regulares en más de 250 rutas principales y más de 1,000 destinos; a lo largo de diez estados en México y 25 destinos en EUA, con un promedio mensual de 2,250 salidas diarias y una flota de más de 1,200 autobuses.

Del mismo modo, ofrece servicio de transporte para transportar personal y estudiantes dentro de algunas zonas urbanas en México con una flota de más de 1,500 autobuses.

Actualmente Turimex del Norte, S.A. de C.V. (Turimex), subsidiaria de la Empresa, es la única empresa de Grupo Senda que cuenta con la

autorización para proveer el servicio de transporte de pasajeros en rutas de EUA y México.

### ***Historia de la Empresa***

Grupo Senda se fundó en 1930 originalmente prestando el servicio de transporte de pasajeros con rutas entre Linares, Nuevo León y Villa Mainero, Tamaulipas. Durante los siguientes 50 años la Empresa se dedicó a adquirir rutas y compañías de transporte en los estados de Nuevo León y Tamaulipas.

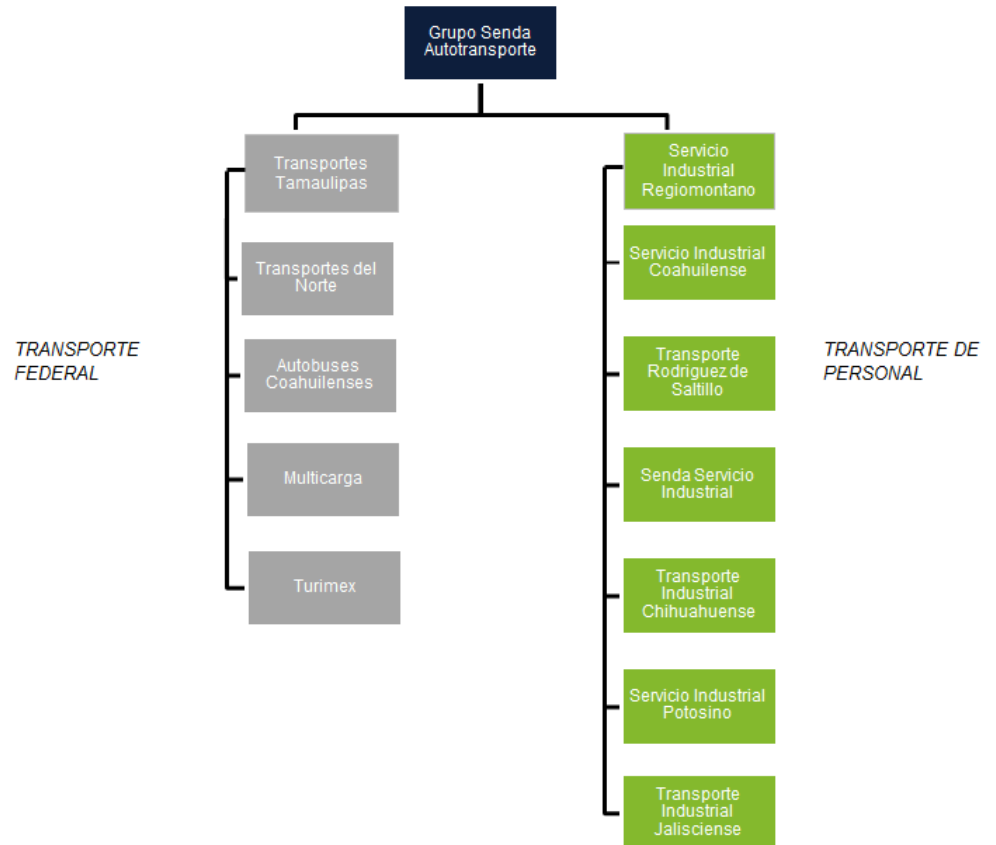
En 1986 Grupo Senda empezó a diversificar sus operaciones al incursionar en el negocio de servicios de transporte de personal de empresas e instituciones educativas para el transporte de personal y estudiantes, respectivamente. En la década de los noventa, la Empresa realizó una reorganización corporativa, dando como resultado la constitución de Grupo Senda en 1995, como una sociedad controladora de acciones.

En el 2002 iniciaron las operaciones de Turimex, que actualmente representa el 14% de los ingresos de la Empresa. En el 2003 Grupo Senda inicio con el transporte de personal, que actualmente representa 21% de los ingresos.

En el 2004 la Empresa adquirió Transportes del Norte, lo que representó en ese momento un crecimiento del 46% en los ingresos.

### ***Estructura Corporativa***

A través de los años se han incorporado a Grupo Senda diversas empresas, dando lugar a la estructura corporativa que tiene hoy y que se muestra a continuación.



Fuente: HR Ratings con información de la Empresa

## Diversificación de la Empresa

La Empresa cuenta con dos segmentos de negocios: Transporte Federal y Transporte de Personal. El primero se dedica al servicio federal de transporte de pasajeros en México y EUA, mientras que el segundo se dedica al servicio contratado de transporte de personal y de estudiantes en México.

### **Transporte Federal**

Este sector representa aproximadamente el 80% de los ingresos de la Empresa y provee el servicio federal de transporte de pasajeros con corridas programadas.

Entre las compañías que destacan del segmento de Transporte Federal de Grupo Senda se encuentran Autobuses Coahuilenses, Turimex y Transportes del Norte.

Autobuses Coahuilenses se incorporó a la Empresa en el 2000 como parte de un *Joint Venture* con Sistema Estrella Blanca (SEB), quien mantuvo hasta el 2009 el 49% de Autobuses Coahuilenses y Grupo Senda el 51%. En el año 2009 Grupo Senda adquirió el 100% de Autobuses Coahuilenses y a diciembre 2011 esta compañía representa el 14% de los ingresos de la Empresa.

Turimex opera un negocio regular de transporte de pasajeros entre las principales ciudades del norte y centro de México con 25 destinos en EUA. Esta compañía comenzó sus operaciones en noviembre del 2002 con cuatro autobuses y hoy en día su flota es de 77 autobuses. Turimex representa aproximadamente el 14% de las ventas de la Empresa.

Transportes del Norte provee el servicio de transporte en los estados de Chihuahua, San Luis Potosí, Durango, Estado de México, Jalisco, Nuevo León, Coahuila y Tamaulipas; y a diciembre 2011 representa el 22% de los ingresos totales de Grupo Senda.

Las más de 250 rutas que cubre este segmento de negocios abarcan la zona norte de la República Mexicana (y la ciudad de México), así como las principales ciudades de Texas, Carolina del Norte, Carolina del Sur, Alabama, Arkansas, Georgia, Tennessee y la ciudad de Chicago en EUA.

Recientemente este sector se ha visto afectado por una menor demanda derivada de una percepción negativa sobre la seguridad de viajar en autobús en la región norte de México. La Empresa ha respondido a esto a través de una serie de acciones operativas que incluyen la racionalización de rutas y el incremento en el precio de los pasajes.

Actualmente Grupo Senda es la única empresa en el mercado que realiza un "*pricing*" de sus boletos de autobús. Es decir, Grupo Senda, dependiendo de la demanda, la época del año y/o día de la semana, incrementa o disminuye el precio de sus pasajes, para lograr una mayor rentabilidad.

Para optimizar sus activos, Grupo Senda utiliza el espacio libre de sus cajuelas para el servicio de paquetería y el tiempo muerto de sus autobuses para proveer servicios de tipo *charter*. Este servicio de paquetería se encuentra bajo la razón social de Multicarga, S.A. de C.V., que cuenta con alianzas con distintos proveedores cuando el destino del paquete se sale del área de cobertura tradicional de Grupo Senda. A diciembre 2011 Multicarga representa el 6.8% de los ingresos de la Empresa.

### ***Transporte de Personal***

Este segmento de servicio contratado de transporte de personal y estudiantes representa aproximadamente el 20% de los ingresos de la Empresa y opera en las ciudades de Monterrey, Saltillo, Reynosa, Torreón y San Luis Potosí.

Cuenta con una flota de 1,522 autobuses y con una cartera de clientes que incluye a GE, Mattel, Whirlpool, Panasonic, Delphi, ITESM y UDEM.

Grupo Senda comenzó a proveer este servicio en el 2003 y en los últimos años se ha generado una demanda creciente en la región. Esto en parte explica el incremento en los ingresos de dicho sector (21% en el 2010 y 15% en el 2011), toda vez que incrementos en los precios también han contribuido a dichos crecimientos.

Actualmente, la Empresa esta buscando proveer este servicio en otras ciudades del país como Chihuahua, Guadalajara y Querétaro.

Los autobuses de este sector también utilizan su tiempo muerto para proveer servicios tipo chárter. Es decir, los autobuses pueden ser rentados a individuos con fines específicos por periodos de tiempo cortos.

### Directivos, Accionistas y Consejo de Administración

Los principales directivos de la Empresa cuentan con una larga trayectoria dentro de la misma y a excepción del Director Legal, José Manuel Valdés Gaytán, todos cuentan con estudios del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM).

**Jaime Rodriguez Silva** – Es el principal accionista de Grupo Senda, director de algunas terminales de autobús y funge como presidente del Consejo de Administración. Ha participado en la Empresa desde la década de los sesenta y también se desempeña como consejero regional de Grupo Financiero Banamex y Banco de México.

**David Rodríguez Benítez** – Es el Director General de Grupo Senda desde 1998 y participa en el Consejo de Administración de la Empresa desde 1995. Se ha desempeñado como Gerente General de la subsidiaria de la Empresa Transportes Tamaulipas y como Gerente Administrativo de Mantenimiento en Autobuses del Noreste, S.A. de C.V. Actualmente, el Sr. Rodriguez es el Vicepresidente de la Cámara Nacional de Autotransporte de Pasaje y Turismo (CANAPAT).

**Alejandro González Hinojosa** – Es el Director de Operaciones. Desde el 2006 se desempeña también como director del segmento de personal y la división de paquetería. En el pasado ha mantenido diversas posiciones en la Empresa como Director Regional de Monterrey y Director General Adjunto.

**José Manuel Contreras Lomelí** – Es el Director de Finanzas. Antes de incorporarse a Grupo Senda, trabajó en las áreas financieras y administrativas de empresas como Cemex, McKinsey y Banorte. Cuenta con una maestría en Administración de Empresas de la Universidad de Columbia, EUA.

Por otro lado, Grupo Senda cuenta con un Consejo de Administración compuesto de nueve miembros (sin suplentes), quienes son determinados por los accionistas de la Empresa y que forman parte de la operación día a día de Grupo Senda al participar activamente en la toma de decisiones de temas relevantes.

El Presidente del Consejo es Jaime Rodríguez Silva y como Secretario funje David Rodríguez Benitez. Entre los miembros más destacados del Consejo se encuentran:

**Alberto Santos de Hoyos:** El Sr. Santos ha sido miembro del consejo de administración desde 2004. Es también miembro del consejo de administración de otras compañías, incluyendo Sigma Alimentos, S.A. de C.V., ING Seguros Comercial América, S.A. de C.V., El Banco de México y Axtel, S.A.B. De C.V., entre otras. Ha sido miembro de varias comisiones y el presidente de varias organizaciones como la Cámara de la Industria de Transformación (CAINTRA), la Confederación de Cámaras Industriales (CONCAMIN), la Comisión de Turismo, la Comisión de Hacienda y la Comisión de Fomento Industrial. De 1980 a 1991, fue el presidente del consejo de administración de Grupo Gamesa, S.A. Asimismo el Sr. Santos fue el presidente de la Cámara Nacional de la Industria Azucarera y Alcoholera de 1998 a 2000. Además, se desempeñó como Senador de la República de México por el estado de Nuevo León de 1994 a 2000. El señor Santos es licenciado en Administración de Empresas por el ITESM.

**Ricardo Martín Bringas:** Ha sido miembro del Consejo de Administración desde 2010. Desde 1991 es Director General y miembro del Consejo de Organización Soriana. También se desempeña como miembro del Consejo de Administración de Teléfonos de México, Vitro, Aeroméxico, Grupo Financiero Banamex y El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey.

**Alfredo Livas Cantú:** El Sr. Livas ha sido miembro del Consejo de Administración desde 2010. En abril de 1995 fue nombrado Consejero y Secretario del Consejo de Administración de FEMSA donde desempeñó su función de Secretario hasta el 2006. Actualmente continúa siendo miembro del Consejo de esa compañía. Actualmente actúa como consultor financiero a través de su propia empresa, Praxis Financiera, SC.

**Everardo Elizondo Almaguer:** El Sr. Elizondo ha sido miembro del consejo de administración desde 2010. Ocupó la Dirección de Estudios Económicos del Grupo Industrial Alfa (hoy Grupo Alfa). En 1998 el Presidente Ernesto Zedillo lo invitó a formar parte de la Junta de Gobierno del Banco de México como subgobernador y en el 2000 el Senado de la República lo ratificó en su puesto para un periodo completo de ocho años, mismo que concluyó el 31 de diciembre de 2008.

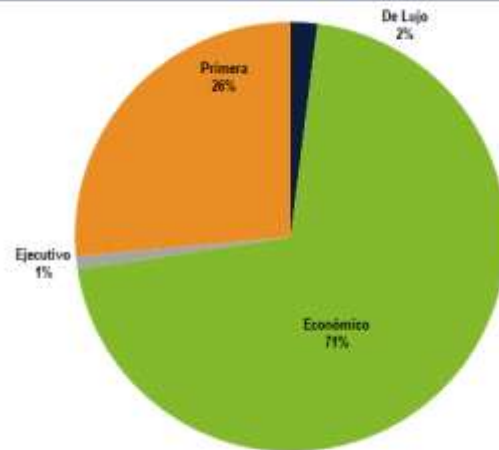


### Mercado y competencia

Tomando en cuenta estadísticas sobre los servicios de transporte público de la SCT, estimamos que aproximadamente el 98% de los servicios de transporte del país se efectúan en autobús. Esto se debe a que el transporte de pasajeros mediante las vías férreas es prácticamente inexistente, mientras que los servicios de transporte aéreo tienen precios elevados y limitantes de rutas comerciales e infraestructura aeroportuaria.

El servicio de autotransporte se clasifica en cuatro modalidades distintas de acuerdo al tipo de servicio. Estas son: De Lujo, Económico, Ejecutivo y Primera Clase. A continuación se muestra la participación en el mercado de autobuses por clase de servicio otorgado, de acuerdo con cifras de la SCT a diciembre 2010 que consideran un total de 41,613 autobuses.

Participación en el Mercado de Autobuses por Clase de Servicio



Fuente: HR Ratings con información de la SCT

La distribución del mercado para Grupo Senda contiene una mezcla hacia los segmentos de mayor valor agregado. El servicio Económico representa la mitad de sus ingresos de Transporte Federal, mientras que Primera Clase abarca aproximadamente el 40% y el Ejecutivo el 10% restante.

Si se toma en cuenta el número de unidades de grupo Senda que operan en el segmento de Transporte Federal de 1,200 autobuses y se compara con el total registrado en la SCT de 41,613, se puede estimar que la participación de la Empresa en cuanto al número de unidades es de aproximadamente 2.9%.

No obstante, de acuerdo a estimaciones de la Empresa que obtiene a través de inteligencia de mercado, esta calcula que tiene aproximadamente un 90% del mercado, en términos de número de pasajeros para lo que involucra las rutas de Monterrey – Tampico, Monterrey – Laredo, Laredo – Monterrey,



Monterrey – Saltillo, Saltillo – Monterrey, Monterrey – Monclova, Monclova – Monterrey, Saltillo – Monclova y Monclova – Saltillo.

Para toda la zona Noreste en la que opera la Empresa, esta estima contar con un 85% de participación de mercado.

Entre los principales competidores de la Empresa dentro del segmento de Transporte Federal se encuentran: Omnibus de México y Estrella Blanca; mientras que en el segmento de Transporte de Personal operan empresas como Setep, Germa y empresas locales.

### Proyecciones Financieras

Como parte de la metodología de HR Ratings, se realizaron proyecciones financieras de la Empresa, que incluyen el análisis de métricas financieras y efectivo disponible de Grupo Senda, con el objetivo de determinar la capacidad de pago de la Empresa. Las proyecciones se realizaron bajo un escenario base y un escenario de estrés, para estimar la fortaleza de la Emisora bajo escenarios adversos. Algunos factores que se consideraron para realizar las proyecciones financieras incluyen los resultados de la Empresa a diciembre 2011, la estructura de costos de la Empresa y su perfil de deuda.

### Resultados de la Empresa a diciembre 2011

A diciembre 2011 la Empresa reportó ingresos por P\$3,664.7 millones, un crecimiento del 4.4% con respecto al 2010. Dicho incremento se vio impulsado principalmente por el segmento de Transporte de Personal que creció 15% en ventas año con año, mientras que el segmento de Transporte Federal tuvo un crecimiento del 2%.

El Transporte de Personal ha presentado buenos resultados, impulsado principalmente por una fuerte demanda en la región, así como por un incremento en precios por parte de la Empresa. Durante el 2011 este segmento incrementó su participación en los ingresos totales de la Empresa a 21.3% (19% en el 2010). Considerando la creciente demanda en este sector, la Empresa espera mantener un aumento en este segmento de alrededor del 16% para el 2012 y en los próximos dos años, lo cual fue considerado en nuestras proyecciones.

El Transporte Federal mostro crecimiento en ventas a pesar de una menor demanda de pasajes que ha sido el resultado de una percepción negativa sobre la seguridad de viajar en autobús en la zona norte y fronteriza del país. Para contrarrestar este efecto, la Empresa ha realizado una serie de acciones, principalmente la racionalización de rutas y el incremento en el precio de los pasajes. Este efecto puede apreciarse en la siguiente tabla, donde a pesar de que en los últimos dos años hubo un menor kilometraje



# Grupo Senda Autotransporte, S.A. de C.V.

## Programa de CEBURS de Corto Plazo

4 de mayo 2012

Calificación Corporativa

**HR3**

La nueva alternativa en calificación de valores.

recorrido por los autobuses, el ingreso por kilometro recorrido no se vio afectado, inclusive incrementó.

Grupo Senda: Transporte Federal												
	Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dec-09	Mar-10	Jun-10	Sep-10	Dec-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dec-11
Ingresos (millones de pesos)	573.30	602.70	720.10	687.00	633.80	690.20	727.80	776.00	652.50	714.30	760.30	757.00
Kilometros recorridos (miles)	60,395	60,846	63,964	54,175	49,962	52,452	49,495	50,037	45,690	46,232	44,857	41,462
Cambio anual en kilómetros recorridos					-17%	-14%	-23%	-8%	-9%	-12%	-9%	-17%
Flota vehicular	1,308	1,308	1,308	1,308	1,308	1,258	1,183.0	1,183	1,183	1,193	1,200	1,200
Kilometro recorrido por camión (miles)	46.2	46.5	48.9	41.4	38.2	41.7	41.8	42.3	38.6	38.8	37.4	34.6
Ingreso por kilómetro recorrido (miles de pesos)	9.49	9.91	11.26	12.68	12.69	13.16	14.70	15.51	14.28	15.45	16.95	18.26

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa

Durante el 2012 la Empresa espera poder continuar contrarrestando el efecto de una menor demanda a través de la racionalización de rutas y el *pricing* de sus boletos. Grupo Senda no tiene la expectativa de que la demanda continúe cayendo, más bien espera que esta se mantenga, hasta que comience la recuperación de la misma.

Por otro lado, los costos de la Empresa mostraron un incremento año con año del 3.4% debido a los efectos de la inflación, un mayor volumen de operación en el segmento de Transporte de Personal y un incremento del 10.8% en los precios del combustible.

Durante el 2011 la Empresa registró una pérdida cambiaria de P\$242 millones, como resultado de las fluctuaciones en el tipo de cambio y derivado de la deuda que la Empresa mantiene en dólares. No obstante, esta pérdida cambiaria no implica una salida de efectivo para la Empresa y corresponde a una partida virtual.

Como resultado de lo anterior, la Empresa reportó una pérdida neta para el 2011 de P\$291 millones, que se compara desfavorablemente con la pérdida neta reportada en el 2010 de P\$6 millones.

No obstante, si se observa el estado de flujo de efectivo se puede apreciar una generación de recursos con un Flujo Libre de Efectivo (FLE = Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación – Gasto de Inversión por Mantenimiento) de P\$319 millones.

### **Estructura de Costos**

Los costos de la Empresa son mayoritariamente fijos en el sentido que por cada viaje que realiza un autobús, los costos son los mismos independientemente de la ocupación que este tenga. Aunque existe un componente variable relacionado a la cantidad de rutas que los autobuses realizan y es en este sentido que la Empresa ha racionalizado sus rutas, adecuando la oferta a la demanda sin afectar el margen EBITDA.

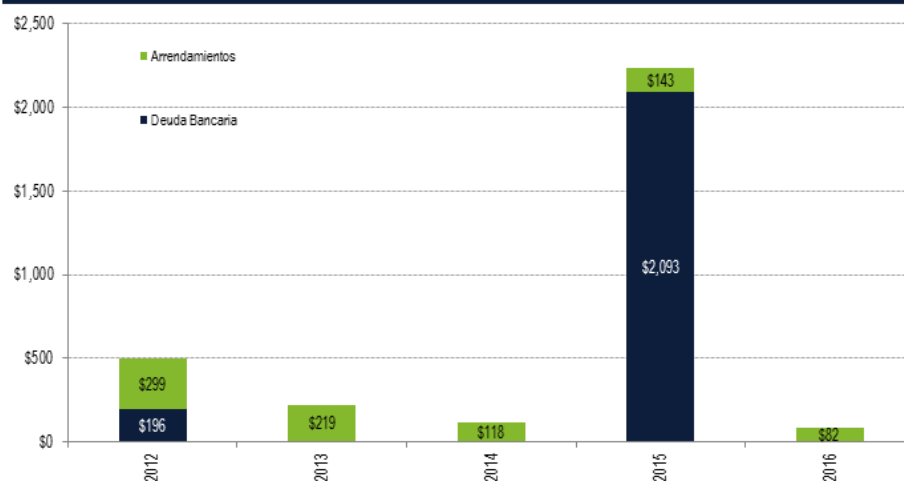
Entre los gastos más importantes para la Empresa se encuentran la nómina, el combustible y la depreciación, que representan aproximadamente el 30%, 20% y 10% del total de los gastos, respectivamente.

### Perfil de Deuda

Al 31 de diciembre 2011 la deuda total de la Empresa asciende a P\$3,149 millones y se encuentra compuesta en aproximadamente un 70% por un bono emitido en el mercado internacional de US\$150 millones que paga una tasa anual del 10.5% y cuya fecha de vencimiento es en marzo del 2015. El resto de la deuda se encuentra compuesta por arrendamientos y créditos bancarios de corto y largo plazo.

Con respecto a los arrendamientos, en los últimos años la Empresa ha trabajado con sus acreedores para modificar este esquema de financiamiento mejorando las tasas y los plazos; estos últimos ampliándolos a aproximadamente 7 - 8 años (antes de 3 - 4 años), más acorde con la vida útil de los autobuses que es de 15 años.

Grupo Senda: Perfil de Deuda a diciembre 2011



Fuente: HR Ratings con información de la Empresa

Actualmente la Empresa se encuentra analizando una serie de alternativas tanto en el mercado nacional como internacional para refinanciar el bono de US\$150 millones que vence en el 2015.

A través del Programa de CEBURS de corto plazo, objeto de la presente acción de calificación, la Empresa tiene planeado refinanciar parte de su deuda y de acuerdo a las condiciones de mercado, realizar emisiones para financiar capital de trabajo.

### ***Línea Back Stop***

Grupo Senda cuenta con una línea de crédito aprobada con Banorte, para obtener liquidez a futuras emisiones del Programa. En nuestra opinión la mejora que aporta esta línea de crédito es disminuir el riesgo de refinanciamiento.

El acceso a la línea no es una garantía de pago, pero representa una vía de financiamiento para dar liquidez a las emisiones del Programa en caso de que las condiciones del mercado dificulten el refinanciamiento de las emisiones.

La línea contiene algunas condiciones de uso como lo son los siguientes indicadores financieros:

- Una cobertura de 2 a 1 de interese medido como: Intereses / EBITDA.
- Que el Capital contable no disminuya con relación a los estados financieros de cierre del 2011, siendo no menor al de seis meses posteriores.

En ambos escenarios se efectuaron las proyecciones de ambos indicadores y solamente se aprecia una aproximación al covenant de capital contable en septiembre de 2012. Posteriormente se estima que la Empresa puede acceder a dicha línea.

El dictamen de la opinión legal dice que el Contrato de Crédito entre Senda y Banorte constituirá obligaciones jurídicamente exigibles entre sus partes y conforme a sus términos. Dicho contrato no ofrece una garantía directa, irrevocable e incondicional a los tenedores de los certificados bursátiles que se emitan al amparo de los Macrotítulos.

### **Proyecciones Financieras**

#### ***Escenario Base***

El escenario base realizado por HR Ratings considera la evolución de la Empresa bajo condiciones que excluyen factores adversos sin que esta se encuentre necesariamente bajo condiciones optimistas. Asimismo nuestra proyección considera las estimaciones proporcionadas por la Empresa y que fueron ajustadas.

En este caso, consideramos un crecimiento en los ingresos para el 2012 del 10%, estimando que el sector Federal crezca un 8% y el de Personal mantenga un crecimiento del 16%. Esto va acorde con las expectativas de la Empresa donde aun no espera una recuperación en la demanda de transporte federal para el 2012 pero si espera poder continuar optimizando sus ingresos a través de la racionalización de rutas. En cuanto al transporte



# Grupo Senda Autotransporte, S.A. de C.V.

## Programa de CEBURS de Corto Plazo

4 de mayo 2012

Calificación Corporativa

**HR3**

La nueva alternativa en calificación de valores.

de Personal, Grupo Senda espera lograr un crecimiento del 16% como resultado de una creciente demanda por dicho servicio.

Para el resto del periodo de proyección, consideramos un crecimiento promedio anual de 9.7%, con crecimientos similares a los estimados para el 2012 en cada segmento.

En cuanto a los márgenes operativos de la Empresa, debido a la estructura de costos de la misma, se puede observar como en el pasado, del 2010 al 2011, la Empresa optimizó márgenes a pesar de reportar un crecimiento marginal en ventas del 4.4% y experimentar una reducción en la demanda de transporte federal. De este modo, dentro de nuestras proyecciones, considerando los crecimientos en ventas esperados, también proyectamos un incremento en los márgenes operativos. De este modo, para el periodo proyectado, estimamos una recuperación gradual en los márgenes de operación para alcanzar un margen de operación promedio de 17.5% y un margen EBITDA de 25.1%, que se comparan con los observados en el 2011 de 13.2% y 22.2% respectivamente.

En cuanto a la tasa de impuestos se proyecta una tasa de 17.5%. Aunque puede parecer baja, el sector generalmente no tributa ISR por lo que se consideró la tasa del IETU y como es una actividad exenta para el IVA, no pueden acreditar la mayor parte de los costos y gastos que contienen este impuesto.

En cuanto al CAPEX, supusimos inversiones anuales promedio para el periodo proyectado de P\$350 millones para 2013 y 2014, en línea con la depreciación de la Empresa. Los autobuses de la Empresa operan alrededor de quince años. Con el tiempo van bajando de categoría y la Empresa los repone en base cascada. Cada año, Grupo Senda repone entre el 7% y el 10% de la flota, es decir, aproximadamente entre 70 y 100 unidades. La Empresa busca no pasar los 8 años promedio de antigüedad de su flota. Para el 2012, debido a que la Empresa redujo en el 2011 su flota en aproximadamente 100 unidades, la Empresa estima una inversión en CAPEX de P\$250m.

En cuanto a la deuda de la Empresa, consideramos que Grupo Senda estaría refinanciando el 80% de sus pasivos del 2012 y 2013 (en parte, a través del Programa de CEBURS sujeto de la presente acción de calificación) y posteriormente para el 2013 y 2014 se consideran mayores amortizaciones sin refinanciamientos. De este modo, hacia el final del periodo proyectado, en el 2014, estimamos una deuda total de P\$2,335m y una deuda neta de P\$2,133m. Estas estimaciones se comparan con una deuda total y deuda neta reportadas a diciembre 2011 de P\$3,149m y P\$2,980m, respectivamente.

En cuanto a la generación de efectivo, estimamos un Flujo Libre de Efectivo (FLE = Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación + Diferencia en Cambios en el Efectivo y Equivalentes – Gasto de Inversión por Mantenimiento) de P\$564m en promedio anual para el periodo proyectado.

De este modo, considerando la deuda neta de la Empresa a diciembre 2011, estimamos que la Empresa tardaría aproximadamente 5.3 años en cumplir con sus obligaciones de deuda.

Por lo que se refiere a la relación de cobertura de servicio de deuda o "DSCR" por sus siglas en inglés, se aprecian coberturas aceptables a lo largo del periodo de proyección. Sin incluir la caja inicial de la Empresa estas oscilan entre 0.8x y 1.3x, mientras que incluyendo la caja oscilan de 1.2x a 1.7x. Dichos indicadores señalan que la Empresa tiene la capacidad para dar servicio a su deuda utilizando los recursos generados en ese periodo y con la necesidad de recurrir a su caja inicial durante los años 2012 y 2014. Consideramos que estos indicadores ofrecen una seguridad moderada por parte de Grupo Senda para dar servicio a su deuda. No obstante, también dependen, hasta cierto punto de los refinanciamientos proyectados, lo cual consideramos como un elemento moderado de riesgo, que se mitiga parcialmente con la línea Back Stop.

<b>Grupo Senda (Base): Análisis de DSCR basado en Flujo Libre de Efectivo</b>			
	2012P	2013P	2014P
Req. de Capital de trabajo	(87)	(48)	(33)
FLE	408	602	681
Intereses cobrados	1	1	2
Dividendos Cobrados	0	0	0
FLE ajustado por Capital de Trabajo + Dividendos Cobrados*	439	594	658
Amortizaciones Calendarizadas	(593)	(601)	(697)
Revolencia Estimada	481	480	200
Pagos de Interés	(355)	(340)	(295)
Deuda Fin	2,929	2,812	2,335
Caja Inicial	169	194	322
Deuda Neta fin	2,736	2,490	2,133
Años de Pago de Deuda Neta	6.2	4.2	3.2
<b>DSCR Annual sin caja</b>	<b>0.9</b>	<b>1.3</b>	<b>0.8</b>
<b>DSCR Anual con caja</b>	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.2</b>

Fuente: HR Ratings proyecciones

\*(FLE - Req. de Capital de trabajo) + Promedio del Req. de Capital de trabajo 2012P-2014P

### **Escenario de Estrés**

Para este escenario consideramos que la Empresa se desenvuelve bajo condiciones mas adversas durante todo el periodo de proyección, con el objetivo de identificar la capacidad de Grupo Senda para hacer frente a sus obligaciones de deuda aun bajo condiciones desfavorables.

En este caso, consideramos para el 2012 un crecimiento en ventas del 3.7% suponiendo que no se alcanzan las expectativas de crecimiento para el segmento de Personal y que el sector de Transporte Federal continua con una baja demanda y un menor margen de maniobra en cuanto a incrementar precios y racionalizar rutas. Para el 2013 y 2014 se consideró en promedio un incremento en ventas del 3.9%. Esto representa incrementos similares a

la actualización de tarifas ya sea por inflación o incrementos de combustible. Como punto de comparación, en el año 2014 los ingresos son 15% menores bajo este escenario que en el escenario base.

Con respecto a los márgenes operativos, estos los continuamos considerando por arriba de los observados en el 2010 y 2011, aunque menores a los estimados en el escenario base. De este modo, los márgenes de operación y EBITDA promedio para el periodo proyectado se ubican en 15.6% y 24.2%, respectivamente. Esto implica una disminución de 187 y 96 puntos base (pbs) para los márgenes de operación y EBITDA, respectivamente a comparación con el escenario base. Es decir, bajo este escenario se proyectan menores beneficios por la reorganización de corridas y frecuencias que las estimadas en el escenario base.

Las inversiones en CAPEX las mantuvimos igual que en el escenario base, suponiendo que a pesar de desenvolverse en un ambiente más adverso, la Empresa continuará renovando su flota. Hasta cierta medida, esta podría ser utilizada como una variable de ajuste por parte de la Empresa, en caso de así decidirlo.

Derivado de lo anterior, bajo este escenario suponemos menores amortizaciones (o mayores refinanciamientos) de deuda que en el escenario base, ubicándose la deuda total de la Empresa en el año 2014 en P\$2,534m y la deuda neta en P\$2,491m.

En cuanto a la generación de efectivo, bajo este escenario proyectamos un FLE promedio para el periodo de proyección de P\$453m, suponiendo un plazo de pago de deuda neta a diciembre 2011 de 6.6 años.

Uno de los elementos que se toma en cuenta en nuestra calificación es la relación DSCR, en donde estimamos para 2012 y 2014, que la Empresa tendría que hacer uso de sus recursos en caja para hacer frente a sus obligaciones financieras de deuda más un refinanciamiento en el 2014 por P\$199m.



<b>Grupo Senda (Estrés): Análisis de DSCR basado en Flujo Libre de Efectivo</b>			
	2012P	2013P	2014P
Req. de Capital de trabajo	-61	-25	-8
FLE	354	486	519
Intereses cobrados	1	1	1
Dividendos Cobrados	0	0	0
FLE ajustado por Capital de Trabajo + Dividendos Cobrados*	384	480	496
Amortizaciones Calendarizadas	-593	-601	-697
Revolencia estimada	481	480	399
Pagos de Interés	-353	-340	-321
Deuda Fin	2,929	2,812	2,534
Caja Inicial	169	141	153
Deuda Neta fin	2,788	2,658	2,491
Años de Pago de Deuda Neta	7.3	5.5	5.0
<b>DSCR Anual sin caja</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>
<b>DSCR Anual con caja</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>

Fuente: HR Ratings proyecciones

\*(FLE - Req. de Capital de trabajo) + Promedio del Req. de Capital de trabajo 2012P-2014P

Consideramos que en este caso, sería más relevante para la Empresa el acceso a la línea de crédito Back Stop.

## Conclusión

La Empresa participa en un sector que es competido y recientemente se ve desfavorecido por una percepción de inseguridad en carreteras. Es decir, puede estar pasando por una fase de estrés.

Actualmente la Empresa aprovecha parte de los elementos de margen de maniobra que tienen las empresas de este sector como lo es ajustes de corridas o frecuencias, buscando operar los autobuses con mayor ocupación.

La evolución esperada bajo ambos escenarios muestra una cobertura aceptable para el servicio de la deuda, lo cual es un elemento que se toma en cuenta en nuestra calificación. En caso de estrés en los mercados bursátiles, la Empresa puede acceder a una línea para dar liquidez a las emisiones efectuadas.

A pesar de que el perfil de vencimientos de la Empresa está comprometido en el 2015, pensamos que actualmente Grupo Senda cuenta con el tiempo necesario para buscar un refinanciamiento de sus pasivos tanto en plazo como denominación.

Se aprecian mejores niveles de cobertura durante el 2012 y 2013 que en el 2014. Consideramos que la Empresa cuenta con una moderada capacidad de pago y es sensible a escenarios de estrés con el paso del tiempo.

### ANEXOS

<b>GRUPO SENDA (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (m)</b>					
	2010	2011	2012P	2013P	2014P
<b>Ventas Netas</b>	3,509	3,665	4,033	4,435	4,848
Costo de bienes vendidos (efectivo)	2,085	2,034	2,159	2,369	2,581
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	<b>1,424</b>	<b>1,630</b>	<b>1,874</b>	<b>2,066</b>	<b>2,268</b>
Gastos de Operación	658	818	887	931	1,042
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	<b>765</b>	<b>813</b>	<b>987</b>	<b>1,134</b>	<b>1,225</b>
Depreciación y Amortización	333	330	340	334	338
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>432</b>	<b>483</b>	<b>646</b>	<b>801</b>	<b>887</b>
Otros Ingresos y (gastos) netos	-133	-94	-78	-86	-82
Otros Ingresos generales y (gastos) netos	-133	-94	-78	-86	-82
<b>Utilidad de Operaciones Normales</b>	<b>299</b>	<b>389</b>	<b>569</b>	<b>715</b>	<b>805</b>
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>-267</b>	<b>-629</b>	<b>-308</b>	<b>-341</b>	<b>-320</b>
Intereses Pagados	379	388	355	340	295
Ingresos por Intereses	2	0	1	1	2
Otros Productos Financieros	0	0	0	0	0
<b>Ingreso Financiero Neto</b>	<b>-378</b>	<b>-388</b>	<b>-354</b>	<b>-339</b>	<b>-293</b>
Resultado Cambiario	111	-242	46	-3	-27
Resultado por posición monetaria	0	0	0	0	0
<b>Utilidad después del RIF</b>	<b>32</b>	<b>-240</b>	<b>261</b>	<b>373</b>	<b>485</b>
Participación en Subsidiarias no Consolidadas	-7	0	-3	-1	-2
Ingresos (Costos) no Ordinarios	0	0	0	0	0
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>25</b>	<b>-240</b>	<b>259</b>	<b>372</b>	<b>483</b>
<b>Impuestos sobre la Utilidad</b>	<b>31</b>	<b>39</b>	<b>12</b>	<b>65</b>	<b>85</b>
Impuestos Causados	31	39	12	65	85
Impuestos Diferidos	0	0	0	0	0
<b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>	<b>-6</b>	<b>-279</b>	<b>247</b>	<b>307</b>	<b>399</b>
<b>Operaciones Discontinuadas</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>-6</b>	<b>-279</b>	<b>247</b>	<b>307</b>	<b>399</b>
Participación minoritaria en la utilidad	-1	-1	2	9	12
Participación mayoritaria en la utilidad	-5	-278	245	298	387
Margen Bruto	40.57	44.49	46.47	46.58	46.77
Margen EBITDA	21.81	22.17	24.47	25.58	25.27
Margen de Operación	12.31	13.18	16.03	18.06	18.29
Tasa de Impuestos (%)	124.36	-16.22	4.64	17.50	17.50
Cobertura de Intereses Netos	2.03	2.10	2.79	3.35	4.18

Fuente: HR Ratings proyecciones y de la Empresa

<b>GRUPO SENDA (Base): Balance en Ps Nominales (m)</b>					
	2010	2011	2012P	2013P	2014P
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>3,995</b>	<b>4,174</b>	<b>4,123</b>	<b>4,318</b>	<b>4,251</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>485</b>	<b>554</b>	<b>598</b>	<b>777</b>	<b>694</b>
<b>Efectivo e Inversiones Temporales</b>	<b>133</b>	<b>169</b>	<b>194</b>	<b>322</b>	<b>202</b>
Cuentas y Documentos por Cobrar	299	331	342	388	417
Inventarios	53	54	63	67	74
<b>Activo a Largo Plazo</b>	<b>162</b>	<b>162</b>	<b>164</b>	<b>167</b>	<b>170</b>
Inversiones en Subsidiarias No Consolidadas	0	0	-3	-4	-6
Otras Inversiones	162	162	167	171	176
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>1,740</b>	<b>1,895</b>	<b>1,803</b>	<b>1,817</b>	<b>1,830</b>
<b>Activos Intangibles y Cargos Diferidos</b>	<b>1,495</b>	<b>1,512</b>	<b>1,505</b>	<b>1,505</b>	<b>1,505</b>
<b>Otros Activos de Largo Plazo</b>	<b>112</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>3,316</b>	<b>3,774</b>	<b>3,497</b>	<b>3,386</b>	<b>2,918</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>898</b>	<b>1,013</b>	<b>1,398</b>	<b>1,280</b>	<b>2,801</b>
Proveedores	130	117	130	141	155
Pasivo con Costo de Corto Plazo	370	495	941	820	2,335
Otros Pasivos Circulantes Sin Costo	398	401	327	319	311
Otros	398	401	327	319	311
<b>Pasivo con Costo a Largo Plazo</b>	<b>2,326</b>	<b>2,654</b>	<b>1,988</b>	<b>1,991</b>	<b>0</b>
<b>Créditos Diferidos</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Otros Pasivos Largo Plazo sin Costo</b>	<b>92</b>	<b>107</b>	<b>110</b>	<b>114</b>	<b>117</b>
Impuestos Diferidos	0	0	0	0	0
Otros	92	107	110	114	117
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>679</b>	<b>400</b>	<b>626</b>	<b>933</b>	<b>1,333</b>
<b>Minoritario</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>34</b>	<b>46</b>
Utilidades Retenidas y Otros	0	23	23	24	34
Utilidad Actual	0	0	2	9	12
<b>Mayoritario</b>	<b>654</b>	<b>377</b>	<b>601</b>	<b>899</b>	<b>1,288</b>
Capital Social, Utilidad Retenida y Otros	654	377	365	610	907
Exceso (Insufic) Act.	0	0	-8	-8	-6
Utilidad del Ejercicio	0	0	245	298	387
<b>Deuda Total</b>	<b>2,696</b>	<b>3,149</b>	<b>2,929</b>	<b>2,812</b>	<b>2,335</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>2,563</b>	<b>2,980</b>	<b>2,736</b>	<b>2,490</b>	<b>2,133</b>
<b>Deuda Neta / EBITDA</b>	<b>3.35</b>	<b>3.67</b>	<b>2.77</b>	<b>2.19</b>	<b>1.74</b>

Fuente: HR Ratings Proyecciones y de la Empresa

### GRUPO SENDA (Base): Flujo de Efectivo en PS Nominales (m)

	2010	2011	2012P	2013P	2014P
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>					
Utilidad o Pérdida antes de Impuestos	25	-240	259	372	483
Partidas sin Impacto en el Efectivo	23	16	0	0	0
Depreciación y Amortización	333	330	340	334	338
Participación en Subsidiarias No Consolidadas	7	-0.5	3	1	2
Intereses a Favor	-1	0	-0.7	-1	-2
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	340	329	342	334	339
Intereses Devengados	378	388	355	340	295
Otras Partidas	-111	242	0	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Financiamiento	267	629	355	340	295
<b>Flujo Derivado a Resul. antes de Impuestos a la Utilidad</b>	<b>655</b>	<b>734</b>	<b>956</b>	<b>1,046</b>	<b>1,117</b>
Decremento (Incremento) en Cuentas por Cobrar	-13	-38	-11	-46	-30
Decremento (Incremento) en Inventarios	-5	5	-8	-5	-7
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-39	-18	-4	-4	-5
Incremento (Decremento) en Proveedores	58	-13	14	11	13
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	0	0	-77	-5	-5
Movimientos en Capital de Trabajo	1	-64	-87	-48	-33
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	0	0	-12	-65	-85
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>1</b>	<b>-64</b>	<b>-99</b>	<b>-113</b>	<b>-117</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación</b>	<b>656</b>	<b>670</b>	<b>856</b>	<b>932</b>	<b>999</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>					
Inversión en Inmuebles, Planta y Equipo	-83	-346	-257	-348	-350
Venta de Inmuebles, Planta y Equipo	0	0	0	0	0
<b>Inversión Neta en Inmuebles, Planta y Equipo</b>	<b>-83</b>	<b>-346</b>	<b>-257</b>	<b>-348</b>	<b>-350</b>
Intereses Cobrados	0	0	1	1	2
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>-83</b>	<b>-346</b>	<b>-257</b>	<b>-347</b>	<b>-348</b>
<b>Efectivo Exced. (Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>573</b>	<b>324</b>	<b>600</b>	<b>586</b>	<b>651</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>					
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	114	120	481	480	200
Amortizaciones Bancarias, Bursátiles y Otros	-371	-23	-593	-601	-697
Intereses Pagados	-324	-364	-355	-340	-295
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>-581</b>	<b>-266</b>	<b>-467</b>	<b>-461</b>	<b>-792</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Act. de Financiamiento</b>	<b>-581</b>	<b>-266</b>	<b>-467</b>	<b>-461</b>	<b>-792</b>
<b>Incr. (Decr.) neto de Efectivo y Equivalentes</b>	<b>-8</b>	<b>58</b>	<b>133</b>	<b>125</b>	<b>-140</b>
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equivalentes	-6	-22	-108	3	20
Efectivo y equivalentes al Principio del Periodo	146	133	169	194	322
<b>Efectivo y equivalentes al Final del Periodo</b>	<b>133</b>	<b>169</b>	<b>194</b>	<b>322</b>	<b>202</b>
Gasto de Inversión por Mantenimiento	333	330	340	334	338
Ajustes al Flujo Libre de Efectivo	0	0	0	0	0
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>317</b>	<b>319</b>	<b>408</b>	<b>602</b>	<b>681</b>

Fuente: HR Ratings Proyecciones y de la Empresa



<b>GRUPO SENDA (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (m)</b>					
	2010	2011	2012P	2013P	2014P
<b>Ventas Netas</b>	3,509	3,665	3,799	3,928	4,104
Costo de bienes vendidos (efectivo)	2,085	2,034	2,060	2,126	2,214
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	<b>1,424</b>	<b>1,630</b>	<b>1,739</b>	<b>1,802</b>	<b>1,891</b>
Gastos de Operación	658	818	840	837	897
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	<b>765</b>	<b>813</b>	<b>899</b>	<b>966</b>	<b>993</b>
Depreciación y Amortización	333	330	340	334	338
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>432</b>	<b>483</b>	<b>558</b>	<b>632</b>	<b>655</b>
Otros Ingresos y (gastos) netos	-133	-94	-78	-86	-82
Otros Ingresos generales y (gastos) netos	-133	-94	-78	-86	-82
<b>Utilidad de Operaciones Normales</b>	<b>299</b>	<b>389</b>	<b>481</b>	<b>546</b>	<b>573</b>
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>-267</b>	<b>-629</b>	<b>-306</b>	<b>-342</b>	<b>-347</b>
Intereses Pagados	379	388	353	340	321
Ingresos por Intereses	2	0	1	1	1
<b>Ingreso Financiero Neto</b>	<b>-378</b>	<b>-388</b>	<b>-353</b>	<b>-339</b>	<b>-320</b>
Resultado Cambiario	111	-242	46	-3	-27
Resultado por posición monetaria	0	0	0	0	0
<b>Utilidad después del RIF</b>	<b>32</b>	<b>-240</b>	<b>174</b>	<b>204</b>	<b>226</b>
Participación en Subsidiarias no Consolidadas	-7	0	-3	-1	-2
Ingresos (Costos) no Ordinarios	0	0	0	0	0
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>25</b>	<b>-240</b>	<b>172</b>	<b>203</b>	<b>224</b>
<b>Impuestos sobre la Utilidad</b>	<b>31</b>	<b>39</b>	<b>4</b>	<b>36</b>	<b>39</b>
Impuestos Causados	31	39	4	36	39
Impuestos Diferidos	0	0	0	0	0
<b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>	<b>-6</b>	<b>-279</b>	<b>168</b>	<b>167</b>	<b>185</b>
<b>Operaciones Discontinuadas</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>-6</b>	<b>-279</b>	<b>168</b>	<b>167</b>	<b>185</b>
Participación minoritaria en la utilidad	-1	-1	-0	5	6
Participación mayoritaria en la utilidad	-5	-278	168	162	179
Margen Bruto	40.6	44.5	45.8	45.9	46.1
Margen EBITDA	21.8	22.2	23.7	24.6	24.2
Margen de Operación	12.3	13.2	14.7	16.1	16.0
Tasa de Impuestos (%)	124.4	(16.2)	2.3	17.5	17.5
Cobertura de Intereses Netos	2.0	2.1	2.5	2.8	3.1

Fuente: HR Ratings proyecciones y de la Empresa

### GRUPO SENDA (Estrés): Balance en Ps Nominales (m)

	2010	2011	2012P	2013P	2014P
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>3,995</b>	<b>4,174</b>	<b>4,046</b>	<b>4,098</b>	<b>4,015</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>485</b>	<b>554</b>	<b>522</b>	<b>556</b>	<b>458</b>
<b>Efectivo e Inversiones Temporales</b>	<b>133</b>	<b>169</b>	<b>141</b>	<b>153</b>	<b>43</b>
Cuentas y Documentos por Cobrar	299	331	322	343	352
Inventarios	53	54	59	60	63
<b>Activo a Largo Plazo</b>	<b>162</b>	<b>162</b>	<b>164</b>	<b>167</b>	<b>169</b>
Inversiones en Subsidiarias No Consolidadas	0	0	-3	-4	-6
Otras Inversiones	162	162	167	171	175
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>1,740</b>	<b>1,895</b>	<b>1,803</b>	<b>1,817</b>	<b>1,830</b>
<b>Activos Intangibles y Cargos Diferidos</b>	<b>1,495</b>	<b>1,512</b>	<b>1,505</b>	<b>1,505</b>	<b>1,505</b>
<b>Otros Activos de Largo Plazo</b>	<b>112</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>3,316</b>	<b>3,774</b>	<b>3,500</b>	<b>3,384</b>	<b>3,114</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>898</b>	<b>1,013</b>	<b>1,401</b>	<b>1,279</b>	<b>2,996</b>
Proveedores	130	117	125	127	134
Pasivo con Costo de Corto Plazo	370	495	941	820	2,534
Otros Pasivos Circulantes Sin Costo	398	401	335	331	328
Otros	398	401	335	331	328
<b>Pasivo con Costo a Largo Plazo</b>	<b>2,326</b>	<b>2,654</b>	<b>1,988</b>	<b>1,991</b>	<b>0</b>
<b>Otros Pasivos Largo Plazo sin Costo</b>	<b>92</b>	<b>107</b>	<b>110</b>	<b>114</b>	<b>117</b>
Impuestos Diferidos	0	0	0	0	0
Otros	92	107	110	114	117
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>679</b>	<b>400</b>	<b>547</b>	<b>714</b>	<b>901</b>
<b>Minoritario</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>33</b>
Utilidades Retenidas y Otros	0	23	23	22	28
Utilidad Actual	0	0	-0	5	6
<b>Mayoritario</b>	<b>654</b>	<b>377</b>	<b>524</b>	<b>687</b>	<b>868</b>
Capital Social, Utilidad Retenida y Otros	654	377	365	533	695
Exceso (Insufic) Act.	0	0	-8	-8	-7
Utilidad del Ejercicio	0	0	168	162	179
<b>Deuda Total</b>	<b>2,696</b>	<b>3,149</b>	<b>2,929</b>	<b>2,812</b>	<b>2,534</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>2,563</b>	<b>2,980</b>	<b>2,788</b>	<b>2,658</b>	<b>2,491</b>
<b>Deuda Neta / EBITDA</b>	<b>3.35</b>	<b>3.67</b>	<b>3.10</b>	<b>2.75</b>	<b>2.51</b>

Fuente: HR Ratings Proyecciones y de la Empresa

### GRUPO SENDA (Estrés): Flujo de Efectivo en PS Nominales (m)

	2010	2011	2012P	2013P	2014P
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>					
Utilidad o Pérdida antes de Impuestos	25	-240	172	203	224
<b>Partidas sin Impacto en el Efectivo</b>	23	16	0	0	0
Depreciación y Amortización	333	330	340	334	338
Participación en Subsidiarias No Consolidadas	7	-0.5	3	1	2
Intereses a Favor	-1	0	-0.7	-1	-1
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	340	329	342	335	339
Intereses Devengados	378	388	353	340	321
Otras Partidas	-111	242	0	0	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Financiamiento</b>	267	629	353	340	321
<b>Flujo Derivado a Resul. antes de Impuestos a la Utilidad</b>	655	734	867	877	885
Decremento (Incremento) en Cuentas por Cobrar	-13	-38	8	-22	-8
Decremento (Incremento) en Inventarios	-5	5	-5	-1	-3
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-39	-18	-4	-4	-4
Incremento (Decremento) en Proveedores	58	-13	8	2	7
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	0	0	-69	-0	0
<b>Movimientos en Capital de Trabajo</b>	1	-64	-61	-25	-8
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	0	0	-4	-36	-39
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	1	-64	-65	-60	-47
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación</b>	656	670	802	817	837
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>					
Inversión en Inmuebles, Planta y Equipo	-83	-346	-257	-348	-350
Venta de Inmuebles, Planta y Equipo	0	0	0	0	0
<b>Inversión Neta en Inmuebles, Planta y Equipo</b>	-83	-346	-257	-348	-350
Intereses Cobrados	0	0	1	1	1
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	-83	-346	-257	-347	-349
<b>Efectivo Exced. (Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	573	324	546	470	489
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>					
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros	114	120	481	480	399
Amortizaciones Bancarias, Bursátiles y Otros	-371	-23	-593	-601	-697
Intereses Pagados	-324	-364	-353	-340	-321
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	-581	-266	-466	-461	-619
Incrementos (Decrementos) en el Capital Social	0	0	0	0	0
<b>Financiamiento "Propio"</b>	0	0	0	0	0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Act. de Financiamiento</b>	-581	-266	-466	-461	-619
<b>Incr. (Decr.) neto de Efectivo y Equivalentes</b>	-8	58	80	9	-130
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equivalentes	-6	-22	-108	3	20
Efectivo y equivalentes al Principio del Periodo	146	133	169	141	153
<b>Efectivo y equivalentes al Final del Periodo</b>	133	169	141	153	43
Gasto de Inversión por Mantenimiento	333	330	340	334	338
Ajustes al Flujo Libre de Efectivo	0	0	0	0	0
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	317	319	354	486	519

Fuente: HR Ratings Proyecciones y de la Empresa





# Grupo Senda Autotransporte, S.A. de C.V.

## Programa de CEBURS de Corto Plazo

4 de mayo 2012

Calificación Corporativa

# HR3

La nueva alternativa en calificación de valores.

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, que cuenta con una experiencia integral de más de 100 años en el análisis y calificación de la calidad crediticia de empresas y entidades de gobierno en México, así como de la capacidad de administración de activos, o desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social por parte de alguna entidad.*

Los valores de HR Ratings son la Validez, Calidad y Servicio.

[www.hrratings.com](http://www.hrratings.com)

Paseo de los Tamarindos 400-A, Piso 26, Col. Bosque de Las Lomas, CP 05120, 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 siguiente metodología establecida por la propia institución calificadoradora:**

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

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

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. 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 de México 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.