

**Calificación**

VASCONI 19 HR A  
Perspectiva Negativa

**Evolución de la Calificación Crediticia**



**HR Ratings ratificó la calificación de HR A con la Perspectiva Negativa para VASCONI 19**

La ratificación de la calificación de Vasconia se basa principalmente en la estrategia de refinanciamiento de créditos de corto plazo y cuentas corrientes por medio de la emisión de un bono verde por P\$1,000m al 2T22, lo que ayudaría a disminuir las presiones financieras que se tienen en el corto plazo. Respecto a las ventas estimamos que tengan un TMAC<sub>20-24</sub> de 20.0% como resultado de un crecimiento en la división industrial (Almexa) como resultado de triplicar la producción de acero ante la apertura de su planta en Veracruz esto en conjunto con el cambio de estrategia enfocándose en clientes de mayor volumen (río arriba), de misma forma proyectamos un crecimiento en la división comercial (Vasconia Brands) ante una mayor penetración en el mercado Estadounidense resultante de la compra de la marca Ecko en Estados Unidos, la entrada en una de las marcas de autoservicio más grandes de EUA y uno de los clubs de precio más grandes en México. Igualmente estamos proyectando un crecimiento en el margen EBITDA resultante de una mayor absorción de costos por tonelada. De igual manera estamos proyectando un incremento en la generación de FLE alcanzando niveles de P\$535m en 2024 como resultado de mayores niveles de rentabilidad proyectados a partir de 2022. Asimismo, que la Empresa tenga menores requerimientos de capital principalmente derivado de mayores eficiencias en el manejo de inventarios por la implementación del sistema SAP.

La Emisión VASCONI 19 se realizó por un monto de P\$350m por un plazo de aproximadamente cinco años, con una amortización al vencimiento y tasa variable. La Emisión se realizó al amparo del Programa Dual de CEBURS con carácter revolvente por un monto de hasta P\$1,000m o su equivalente en UDIS, a un plazo de cinco años a partir de la autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) el 10 de diciembre de 2015.

**Contactos**

**Heinz Cederborg**  
Director Asociado de Deuda Corporativa / ABS  
Analista Responsable  
heinz.cederborg@hrratings.com

**Luis Miranda**  
Director Ejecutivo Senior de Deuda Corporativa / ABS  
luis.miranda@hrratings.com

**Jorge Antón**  
Analista de Corporativos  
jorge.anton@hrratings.com

**Elizabeth Martínez**  
Analista de Corporativos  
elizabeth.martinez@hrratings.com

**Características de la Emisión: VASCONI 19**

<b>Emisor</b>	Grupo Vasconia, S.A.B.
<b>Tipo de Valor</b>	Certificados Bursátiles de Largo Plazo
<b>Clave de Pizarra</b>	VASCONI 19
<b>Monto Autorizado del Programa</b>	MXN\$1,000 millones o su equivalente en UDIS o en Divisas, con carácter revolvente
<b>Vigencia del Programa</b>	5 años a partir de la autorización de la CNBV
<b>Monto de la Emisión</b>	MXN\$350 millones
<b>Plazo de la Emisión</b>	Hasta 1,820 días, aproximadamente 5 años
<b>Tasa de la Emisión</b>	TIIE 28 + spread
<b>Periodicidad de Pago de Intereses</b>	Cada 28 días
<b>Amortización</b>	Un solo pago al vencimiento
<b>Garantía</b>	Quirografaria
<b>Destino de los Fondos</b>	Refinanciamiento de Pasivos y fines corporativos.
<b>Intermediarios Colocadores</b>	Actinver
<b>Representante Común</b>	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero

Fuente: HR Ratings con base en información proporcionada por la Empresa.

## Principales Factores Considerados

De acuerdo con la metodología de HR Ratings, se realizaron proyecciones financieras de Grupo Vasconia, en donde se evalúan sus métricas financieras y efectivo disponible, bajo un escenario base y un escenario de estrés. Las proyecciones abarcan desde el 4T21 hasta el 4T24. A continuación se muestran los resultados proyectados:

Supuestos y Resultados <sup>1</sup>	UDM		2019		2020		Escenario Base				Escenario de Estrés			
	1T20	1T21	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2021P	2022P	2023P	2024P		
Ventas	3,030	4,656	3,074	3,319	4,807	6,547	7,518	8,262	4,796	6,158	6,628	7,136		
EBITDA	420	481	399	282	648	943	1,152	1,290	659	829	962	1,073		
Margen EBITDA	13.9%	10.3%	13.0%	8.5%	13.5%	14.4%	15.3%	15.6%	13.7%	13.5%	14.5%	15.0%		
Flujo Libre de Efectivo *	14	23	350	(46)	227	337	732	502	164	149	656	378		
Srvicio de la deuda	616	779	589	633	756	462	184	420	756	573	451	627		
Deuda Total	1,179	1,413	1,024	1,195	1,327	1,431	1,346	1,000	1,277	1,476	1,276	800		
Deuda Neta	1,135	1,078	1,000	1,147	1,124	1,188	600	227	1,188	1,435	917	654		
Caja inicial	14	44	14	24	48	202	243	746	48	89	42	360		
Años de Pago (DN / FLE)	14.5	23.2	2.9	(24.7)	5.0	3.5	0.8	0.5	7.3	9.6	1.4	1.7		
DSCR **	0.1x	0.1x	0.6x	(0.1x)	0.3x	0.7x	4.0x	1.2x	0.2x	0.3x	1.5x	0.6x		
DSCR con caja inicial	0.1x	0.1x	0.6x	(0.0x)	0.4x	1.2x	5.3x	3.0x	0.3x	0.4x	1.5x	1.2x		
ACP ***	1.2x	1.2x	1.1x	1.1x	1.2x	1.2x	1.3x	1.5x	1.2x	1.2x	1.3x	1.4x		

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T21.

\*Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Actividades de Operación - Capex de Mantenimiento (Depreciación) + Diferencia en Cambios + Dividendos Cobrados.

\*\* Cobertura del Servicio de la Deuda = FLE / Servicio de la Deuda (Intereses Netos + Amortizaciones de Principal).

\*\*\* Activos comercializables a pasivos totales (ACP)

<sup>1</sup> Cifras en millones de pesos mexicanos.

## Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Crecimiento en ventas.** En UDM al 3T21, la Empresa presentó ingresos totales por P\$4,656m +34.0% a/a como resultado de un mayor volumen de ventas en la división industrial +23.7% a/a, derivado de un cambio de estrategia operacional de Almexa. Respecto a la división comercial +46.7% a/a, como resultado de un incremento en consumo de utensilios en la cocina ante cambios de consumo durante Covid-19. Adicionalmente a la adquisición de la marca Ecko en EUA.
- **Reducción en margen EBITDA.** En UDM al 3T21 el margen EBITDA tuvo un decremento de 353 puntos base (pbs) a/a esto derivado a que el margen de operación tuvo un decremento a 19.3% (vs. 21.6% a/a) esto como consecuencia a la contratación de SAP el cual fue un gasto extraordinario por P\$30m. Respecto a nuestro escenario de estrés el margen EBITDA estuvo -196 pbs como resultado de la contratación de SAP que no se tenía proyectado en nuestros escenarios.
- **Decremento en FLE.** La generación de FLE al 3T21 tuvo una reducción en -40.9% alcanzando niveles de P\$46m. Esto derivado a mayores presiones en el capital de trabajo proviniendo de cuentas por cobrar e inventarios los incrementos siendo consecuencia de un incremento en ventas y una revaluación de inventarios. Estos requerimientos siendo parcialmente contrarrestados por una generación de capital en proveedores ante un mayor poder de negociación de la Empresa.

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Apertura de la planta de Veracruz.** Se proyecta que inicie producción la planta de Veracruz en el 1T22, triplicando la capacidad de producción de Almexa a 128k toneladas anuales como objetivo de atender el mercado norteamericano y expandir su oferta de productos ofrecidos principalmente a la industria automotriz.
- **Refinanciamiento de la deuda.** Se contempla que la Empresa realice una emisión de un bono verde de largo plazo por P\$1,000m con pago al vencimiento en 2027. Los recursos recibidos de dicha Emisión se destinarán al prepago de una porción de la de

la deuda de corto plazo y cuentas corrientes, logrando extender la vida promedio de su deuda y disminuir las amortizaciones para los siguientes periodos.

### Factores adicionales considerados

- **Precios del Aluminio.** Los resultados de la Empresa están asociados a la exposición que tiene al precio internacional del aluminio. En la División Industrial se trasladan dichas fluctuaciones a los clientes, mientras que en la División de Consumo se utilizan instrumentos de cobertura de tipo de cambio y del precio del aluminio. Al 3T21 el precio del aluminio ha tenido un incremento de 48.6% al 3T21, cerrando en US\$2,366 por tonelada métrica (vs. US\$1,593 al 3T20) según información del Banco Mundial.

### Factores que pudieran subir la calificación

- **Mayor generación de FLE.** En caso de que la Empresa incremente su generación de FLE 24.5% mayor que nuestras proyecciones mediante un eficiente capital de trabajo, mostrando un DSCR por arriba de 2.8, la calificación podría modificarse al alza.
- **Incremento en margen EBITDA.** Si el margen EBITDA tuviera un incremento en 215pbs derivada de una mayor absorción de gastos derivado de la implementación de estrategia rio arriba y esté alcanzara niveles promedio por arriba de 16.6%, esto podría impactar positivamente a la calificación

### Factores que pudieran bajar la calificación

- **Menor crecimiento al proyectado.** Debido a que la calificación contempla la apertura de la planta de Veracruz, en caso de que tuviera un excedente de producción que no pudiera vender o tardara más de lo previsto iniciar la producción y como consecuencia trajera un impacto acumulado mayor a -5.0% en las ventas totales, la calificación podría disminuir.
- **Refinanciamiento.** En el caso que el bono verde fuera sustituido por una deuda bancaria por un plazo de cuatro años y un monto de \$1,000m pero con amortizaciones trimestrales en vez de un pago al vencimiento, elevaría las amortizaciones realizadas durante el periodo proyectado, mostrando un DSCR promedio de 0.8x, la calificación podría bajar

**Anexo - Escenario Base**

<b>Vasconia (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)</b>								
	<b>2019*</b>	<b>2020*</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>3T20</b>	<b>3T21</b>
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>3,980</b>	<b>4,202</b>	<b>5,076</b>	<b>5,876</b>	<b>6,429</b>	<b>6,728</b>	<b>4,266</b>	<b>5,269</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>1,882</b>	<b>2,114</b>	<b>2,727</b>	<b>3,417</b>	<b>4,131</b>	<b>4,563</b>	<b>2,255</b>	<b>3,052</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	24	48	202	243	746	773	44	334
Inversiones Temporales	88	203	177	177	177	177	142	177
Cuentas por Cobrar a Clientes	748	958	1,216	1,727	1,958	2,172	863	1,212
Otras Cuentas por Cobrar Neto	37	0	4	4	4	5	9	0
Inventarios	985	882	1,117	1,255	1,235	1,424	1,170	1,328
Otros Activos Circulantes	0	23	11	11	11	12	27	0
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>2,099</b>	<b>2,088</b>	<b>2,349</b>	<b>2,459</b>	<b>2,298</b>	<b>2,165</b>	<b>2,011</b>	<b>2,217</b>
Inversiones en Subsid. N.C.	216	6	6	6	6	6	6	6
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	1,272	1,480	1,761	1,867	1,702	1,565	1,465	1,631
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	34	49	50	50	50	50	51	50
Impuestos Diferidos	71	109	149	149	149	149	37	149
Otros Activos LP	505	444	383	387	391	396	453	382
Depositos en Garantía	17	13	17	18	19	20	22	17
Activos por Derecho de Uso	489	431	366	369	372	376	431	365
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>2,349</b>	<b>2,371</b>	<b>2,792</b>	<b>3,299</b>	<b>3,444</b>	<b>3,243</b>	<b>2,367</b>	<b>3,009</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,399</b>	<b>1,419</b>	<b>1,506</b>	<b>1,649</b>	<b>2,165</b>	<b>1,996</b>	<b>1,451</b>	<b>1,961</b>
Pasivo con Costo	529	652	362	85	346	0	664	697
Proveedores	493	510	910	1,326	1,576	1,748	562	1,043
Impuestos por Pagar	32	0	0	0	0	0	0	0
Otros sin Costo	345	256	235	239	243	248	225	221
Provisiones	45	57	60	63	65	68	60	60
Pasivo por Arrendamiento	78	75	80	80	80	80	77	80
Otros	222	124	95	96	98	100	88	81
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>950</b>	<b>952</b>	<b>1,286</b>	<b>1,650</b>	<b>1,279</b>	<b>1,248</b>	<b>916</b>	<b>1,048</b>
Pasivo con Costo	495	543	965	1,346	1,000	1,000	514	715
Otros Pasivos no Circulantes	455	409	334	338	343	348	401	333
Pasivo por Arrendamiento	419	369	303	306	309	313	362	302
Beneficio a Empleados	36	41	31	32	34	35	39	31
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>1,632</b>	<b>1,831</b>	<b>2,284</b>	<b>2,577</b>	<b>2,985</b>	<b>3,485</b>	<b>1,898</b>	<b>2,260</b>
<b>Mayoritario</b>	<b>1,632</b>	<b>1,831</b>	<b>2,284</b>	<b>2,577</b>	<b>2,985</b>	<b>3,485</b>	<b>1,898</b>	<b>2,260</b>
Capital Contribuido	270	417	438	438	438	438	545	438
Utilidades Acumuladas	1,310	1,350	1,753	1,800	2,083	2,022	1,353	1,766
Utilidad del Ejercicio	52	64	93	338	464	1,025	1	56
<b>Deuda Total</b>	<b>1,024</b>	<b>1,195</b>	<b>1,327</b>	<b>1,431</b>	<b>1,346</b>	<b>1,000</b>	<b>1,179</b>	<b>1,413</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>1,000</b>	<b>1,147</b>	<b>1,124</b>	<b>1,188</b>	<b>600</b>	<b>227</b>	<b>1,135</b>	<b>1,078</b>
<b>Días Cuenta por Cobrar Clientes</b>	<b>82</b>	<b>89</b>	<b>85</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>80</b>	<b>92</b>	<b>83</b>
<b>Días Inventario</b>	<b>143</b>	<b>139</b>	<b>112</b>	<b>98</b>	<b>99</b>	<b>90</b>	<b>168</b>	<b>106</b>
<b>Días por Pagar Proveedores</b>	<b>74</b>	<b>68</b>	<b>88</b>	<b>84</b>	<b>92</b>	<b>88</b>	<b>79</b>	<b>77</b>

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por BDO.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 4T21.

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

	2019*	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	9M20	9M21
<b>Ventas Netas</b>	3,074	3,319	4,807	6,547	7,518	8,262	2,172	3,509
<b>Costos de Operación</b>	2,441	2,795	3,723	5,048	5,762	6,326	1,708	2,672
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	633	524	1,084	1,499	1,756	1,935	463	837
Gastos de Generales	234	242	436	557	604	646	174	348
<b>EBITDA</b>	399	282	648	943	1,152	1,290	290	489
Depreciación y Amortización	253	297	262	333	350	328	199	185
Depreciación	184	207	166	269	284	259	135	106
Amortización (NIIF 16)	69	90	96	64	67	69	64	80
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	146	-15	386	610	802	961	91	303
Otros Ingresos y (gastos) netos ***	7	188	-10	0	0	0	70	-10
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	153	174	376	610	802	961	161	293
Ingresos por Intereses	3	3	-9	5	8	15	3	0
Intereses Pagados	113	87	95	105	107	89	66	75
Intereses por Arrendamiento	0	19	17	15	16	17	15	13
<b>Ingreso Financiero Neto</b>	-110	-103	-120	-115	-114	-91	-77	-87
Resultado Cambiario	-38	-57	4	-12	-25	-69	-53	1
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	-148	-160	-116	-127	-139	-159	-131	-87
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	5	13	260	483	663	802	30	207
Impuestos sobre la Utilidad	-19	-42	86	145	199	241	38	70
Impuestos Causados	35	46	109	167	229	277	22	80
Impuestos Diferidos	-54	-88	-23	-22	-30	-36	16	-10
<b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>	24	56	174	338	464	561	-8	136
Operaciones Discontinuadas	0	0	-10	0	0	0	0	-10
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	24	56	164	338	464	561	-8	127
<i>Cifras UDM</i>								
Cambio en Ventas (%)	-11.1%	8.0%	44.8%	36.2%	14.8%	9.9%	-5.9%	53.7%
Margen Bruto	20.6%	15.8%	22.5%	22.9%	23.4%	23.4%	21.6%	19.3%
Margen EBITDA	13.0%	8.5%	13.5%	14.4%	15.3%	15.6%	13.9%	10.3%
Tasa de Impuestos (%)	-396.2%	-325.1%	33.2%	30.0%	30.0%	30.0%	37.6%	-5.4%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	2.4	2.2	2.7	3.5	4.4	5.6	2.1	2.9
Retorno sobre Capital Empleado (%)	5.8%	-0.5%	13.1%	17.7%	22.5%	0.0%	5.6%	6.8%
Tasa Pasiva	11.4%	7.7%	7.5%	7.4%	7.7%	7.4%	8.5%	7.8%
Tasa Activa	0.3%	0.3%	-0.6%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.1%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por BDO.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 4T21.

\*\*\* Al 4T20 se adquirieron activos por \$193m y una compra en condiciones muy ventajosas este último se registro en otros ingresos.

Vasconia (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)								
	2019*	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	9M20	9M21
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	5	13	260	483	663	802	30	207
Depreciación y Amortización	253	297	262	333	350	328	199	185
Otros (Ingresos) Gastos ***	0	-193	0	0	0	0	-90	0
Intereses a Favor	-3	-3	9	-5	-8	-15	-3	0
Fluctuación Cambiaria	0	2	-1	1	0	0	2	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>250</b>	<b>101</b>	<b>269</b>	<b>329</b>	<b>342</b>	<b>313</b>	<b>106</b>	<b>184</b>
Intereses Devengados	113	106	92	105	107	89	80	72
Otras Partidas de Financiamiento e intereses por arrendamiento	22	19	17	15	16	17	15	13
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>135</b>	<b>125</b>	<b>109</b>	<b>120</b>	<b>123</b>	<b>106</b>	<b>95</b>	<b>85</b>
<b>Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>390</b>	<b>239</b>	<b>627</b>	<b>932</b>	<b>1,127</b>	<b>1,221</b>	<b>231</b>	<b>466</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	109	-233	-231	-511	-231	-214	-109	-227
Decremento (Incremento) en Inventarios	-74	101	-215	-137	20	-189	-128	-426
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	0	15	-16	-0	-1	-1	3	-1
Incremento (Decremento) en Proveedores	15	68	362	415	249	171	141	495
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	20	2	-10	5	6	6	4	-25
<b>Capital de trabajo</b>	<b>70</b>	<b>-47</b>	<b>-111</b>	<b>-229</b>	<b>44</b>	<b>-227</b>	<b>-89</b>	<b>-184</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-27	-38	-111	-167	-229	-277	-28	-83
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>43</b>	<b>-85</b>	<b>-222</b>	<b>-396</b>	<b>-185</b>	<b>-504</b>	<b>-117</b>	<b>-267</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>433</b>	<b>154</b>	<b>406</b>	<b>536</b>	<b>942</b>	<b>717</b>	<b>114</b>	<b>200</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-150	-54	-473	-375	-118	-122	-50	-282
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	0	0	0	0	0	0	0
Adquisición de Negocios	-16	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	2	2	0	0	0	1	2
Intereses Cobrados	3	3	-9	5	8	15	3	0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>-163</b>	<b>-49</b>	<b>-497</b>	<b>-437</b>	<b>-180</b>	<b>-180</b>	<b>-46</b>	<b>-280</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>270</b>	<b>104</b>	<b>-92</b>	<b>99</b>	<b>763</b>	<b>537</b>	<b>68</b>	<b>-81</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios	600	237	486	1,100	0	0	159	436
Amortización de Financiamientos Bancarios y Otros	-641	-101	-354	-997	-85	-346	-60	-219
Incremento en Arrendamientos	0	0	36	0	0	0	0	36
Amortizaciones de Arrendamientos	-75	-90	-88	-64	-67	-69	-64	-72
Intereses Pagados y otras partidas	-114	-107	-95	-105	-107	-89	-67	-75
Intereses Pagados por arrendamientos	-22	-19	-17	-15	-16	-17	-15	-13
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>-251</b>	<b>-80</b>	<b>-16</b>	<b>-13</b>	<b>-205</b>	<b>-448</b>	<b>-48</b>	<b>92</b>
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0	0	275	0	0	0	0	275
Dividendos Pagados	-8	0	-14	-45	-55	-62	0	0
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>261</b>	<b>-45</b>	<b>-55</b>	<b>-62</b>	<b>0</b>	<b>275</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>-259</b>	<b>-80</b>	<b>245</b>	<b>-59</b>	<b>-260</b>	<b>-510</b>	<b>-48</b>	<b>367</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>10</b>	<b>24</b>	<b>154</b>	<b>41</b>	<b>503</b>	<b>27</b>	<b>20</b>	<b>286</b>
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	14	24	48	202	243	746	24	48
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>24</b>	<b>48</b>	<b>202</b>	<b>243</b>	<b>746</b>	<b>773</b>	<b>44</b>	<b>334</b>
<i>Cifras UDM</i>								
Capex de Mantenimiento	-83	-93	-75	-121	-128	-130	-82	-80
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>350</b>	<b>-46</b>	<b>227</b>	<b>337</b>	<b>732</b>	<b>502</b>	<b>79</b>	<b>46</b>
Amortización de Deuda	715	190	354	997	85	346	1	259
Revolencia automática	-238	338	298	-635	0	0	522	405
Amortización de Deuda Final	478	529	652	362	85	346	522	664
Intereses Netos Pagados	111	104	104	100	99	74	93	115
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>589</b>	<b>633</b>	<b>756</b>	<b>462</b>	<b>184</b>	<b>420</b>	<b>616</b>	<b>779</b>
<b>DSCR</b>	<b>0.6</b>	<b>(0.1)</b>	<b>0.3</b>	<b>0.7</b>	<b>4.0</b>	<b>1.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
Caja Inicial Disponible	14	24	48	202	243	746	14	44
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>0.6</b>	<b>(0.0)</b>	<b>0.4</b>	<b>1.2</b>	<b>5.3</b>	<b>3.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
Deuda Neta a FLE	2.9	(24.7)	5.0	3.5	0.8	0.5	14.5	23.2
Deuda Neta a EBITDA	2.5	4.1	1.7	1.3	0.5	0.2	2.7	2.2

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por BDO.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 4T21.

\*\*\* Al 4T20 se adquirieron activos por \$193m y una compra en condiciones muy ventajosas este último se registro en otros ingresos.

**Anexo - Escenario de Estrés**

<b>Vasconia (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)</b>								
	2019*	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	3T20	3T21
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>3,980</b>	<b>4,202</b>	<b>4,977</b>	<b>5,736</b>	<b>5,895</b>	<b>5,917</b>	<b>4,266</b>	<b>5,269</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>1,882</b>	<b>2,114</b>	<b>2,628</b>	<b>3,278</b>	<b>3,598</b>	<b>3,752</b>	<b>2,255</b>	<b>3,052</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	24	48	89	42	360	146	44	334
Inversiones Temporales	88	203	177	177	177	177	142	177
Cuentas por Cobrar a Clientes	748	958	1,205	1,645	1,755	1,920	863	1,212
Otras Cuentas por Cobrar Neto	37	0	4	4	4	5	9	0
Inventarios	985	882	1,143	1,399	1,290	1,493	1,170	1,328
Otros Activos Circulantes	0	23	11	11	11	12	27	0
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>2,099</b>	<b>2,088</b>	<b>2,349</b>	<b>2,459</b>	<b>2,298</b>	<b>2,165</b>	<b>2,011</b>	<b>2,217</b>
Inversiones en Subsid. N.C.	216	6	6	6	6	6	6	6
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	1,272	1,480	1,761	1,867	1,702	1,565	1,465	1,631
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	34	49	50	50	50	50	51	50
Impuestos Diferidos	71	109	149	149	149	149	37	149
Otros Activos LP	505	444	383	387	391	396	453	382
Depositos en Garantía	17	13	17	18	19	20	22	17
Activos por Derecho de Uso	489	431	366	369	372	376	431	365
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>2,349</b>	<b>2,371</b>	<b>2,686</b>	<b>3,225</b>	<b>3,098</b>	<b>2,749</b>	<b>2,367</b>	<b>3,009</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,399</b>	<b>1,419</b>	<b>1,563</b>	<b>1,795</b>	<b>2,093</b>	<b>1,877</b>	<b>1,451</b>	<b>1,961</b>
Pasivo con Costo	529	652	472	352	561	195	664	697
Proveedores	493	510	856	1,205	1,289	1,434	562	1,043
Impuestos por Pagar	32	0	0	0	0	0	0	0
Otros sin Costo	345	256	235	239	243	248	225	221
Provisiones	45	57	60	63	65	68	60	60
Pasivo por Arrendamiento	78	75	80	80	80	80	77	80
Otros	222	124	95	96	98	100	88	81
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>950</b>	<b>952</b>	<b>1,122</b>	<b>1,430</b>	<b>1,004</b>	<b>872</b>	<b>916</b>	<b>1,048</b>
Pasivo con Costo	495	543	804	1,124	715	605	514	715
Otros Pasivos no Circulantes	455	409	334	338	343	348	401	333
Pasivo por Arrendamiento	419	369	303	306	309	313	362	302
Beneficio a Empleados	36	41	31	32	34	35	39	31
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>1,632</b>	<b>1,831</b>	<b>2,292</b>	<b>2,511</b>	<b>2,798</b>	<b>3,168</b>	<b>1,898</b>	<b>2,260</b>
<b>Mayoritario</b>	<b>1,632</b>	<b>1,831</b>	<b>2,292</b>	<b>2,511</b>	<b>2,798</b>	<b>3,168</b>	<b>1,898</b>	<b>2,260</b>
Capital Contribuido	270	417	438	438	438	438	545	438
Utilidades Acumuladas	1,310	1,350	1,752	1,814	2,027	1,975	1,353	1,766
Utilidad del Ejercicio	52	64	101	259	333	755	1	56
<b>Deuda Total</b>	<b>1,024</b>	<b>1,195</b>	<b>1,277</b>	<b>1,476</b>	<b>1,276</b>	<b>800</b>	<b>1,179</b>	<b>1,413</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>1,000</b>	<b>1,147</b>	<b>1,188</b>	<b>1,435</b>	<b>917</b>	<b>654</b>	<b>1,135</b>	<b>1,078</b>
Días Cuenta por Cobrar Clientes	82	89	85	83	83	81	92	83
Días Inventario	143	139	113	109	108	100	168	106
Días por Pagar Proveedores	74	68	87	82	86	85	79	77

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por BDO.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 4T21.

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

	2019*	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	9M20	9M21
<b>Ventas Netas</b>	3,074	3,319	4,796	6,158	6,628	7,136	2,172	3,509
<b>Costos de Operación</b>	2,441	2,795	3,715	4,829	5,181	5,556	1,708	2,672
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	633	524	1,081	1,329	1,447	1,581	463	837
Gastos de Generales	234	242	422	500	486	508	174	348
<b>EBITDA</b>	399	282	659	829	962	1,073	290	489
Depreciación y Amortización	253	297	262	333	350	328	199	185
Depreciación	184	207	166	269	284	259	135	106
Amortización (NIIF 16)	69	90	96	64	67	69	64	80
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	146	-15	397	496	611	745	91	303
Otros Ingresos y (gastos) netos ***	7	188	-10	0	0	0	70	-10
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	153	174	387	496	611	745	161	293
Ingresos por Intereses	3	3	-9	4	7	12	3	0
Intereses Pagados	113	87	94	105	106	78	66	75
Intereses por Arrendamiento	0	19	17	15	16	17	15	13
<b>Ingreso Financiero Neto</b>	-110	-103	-120	-115	-115	-83	-77	-87
Resultado Cambiario	-38	-57	4	-11	-21	-59	-53	1
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	-148	-160	-115	-126	-136	-142	-131	-87
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	5	13	272	370	475	603	30	207
Impuestos sobre la Utilidad	-19	-42	90	111	143	181	38	70
Impuestos Causados	35	46	115	128	164	208	22	80
Impuestos Diferidos	-54	-88	-26	-17	-21	-27	16	-10
<b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>	24	56	182	259	333	422	-8	136
Operaciones Discontinuadas	0	0	-10	0	0	0	0	-10
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	24	56	172	259	333	422	-8	127
<i>Cifras UDM</i>								
Cambio en Ventas (%)	-11.1%	8.0%	44.5%	28.4%	7.6%	7.7%	-5.9%	53.7%
Margen Bruto	20.6%	15.8%	22.5%	21.6%	21.8%	22.2%	21.6%	19.3%
Margen EBITDA	13.0%	8.5%	13.7%	13.5%	14.5%	15.0%	13.9%	10.3%
Tasa de Impuestos (%)	-396.2%	-325.1%	33.0%	30.0%	30.0%	30.0%	37.6%	-5.4%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	2.4	2.2	2.7	3.3	3.9	4.9	2.1	2.9
Retorno sobre Capital Empleado (%)	5.8%	-0.5%	13.5%	14.0%	16.9%	0.0%	5.6%	6.8%
Tasa Pasiva	11.4%	7.7%	7.6%	7.4%	7.7%	7.4%	8.5%	7.8%
Tasa Activa	0.3%	0.3%	-0.6%	0.3%	0.4%	0.6%	0.4%	0.1%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por BDO.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 4T21.

\*\*\* Al 4T20 se adquirieron activos por \$193m y una compra en condiciones muy ventajosas este último se registro en otros ingresos.



Vasconia (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)								
	2019*	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	9M20	9M21
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	5	13	272	370	475	603	30	207
Depreciación y Amortización	253	297	262	333	350	328	199	185
Otros (Ingresos) Gastos ***	0	-193	0	0	0	0	-90	0
Intereses a Favor	-3	-3	9	-4	-7	-12	-3	0
Fluctuación Cambiaria	0	2	-1	2	2	5	2	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>250</b>	<b>101</b>	<b>269</b>	<b>330</b>	<b>346</b>	<b>322</b>	<b>106</b>	<b>184</b>
Intereses Devengados	113	106	92	105	106	78	80	72
Otras Partidas de Financiamiento e intereses por arrendamiento	22	19	17	15	16	17	15	13
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>135</b>	<b>125</b>	<b>108</b>	<b>120</b>	<b>122</b>	<b>94</b>	<b>95</b>	<b>85</b>
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>390</b>	<b>239</b>	<b>639</b>	<b>820</b>	<b>943</b>	<b>1,019</b>	<b>231</b>	<b>466</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	109	-233	-220	-440	-110	-164	-109	-227
Decremento (Incremento) en Inventarios	-74	101	-241	-256	109	-203	-128	-426
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	0	15	-16	-0	-1	-1	3	-1
Incremento (Decremento) en Proveedores	15	68	308	348	84	144	141	495
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	20	2	-10	5	6	6	4	-25
<b>Capital de trabajo</b>	<b>70</b>	<b>-47</b>	<b>-179</b>	<b>-344</b>	<b>87</b>	<b>-217</b>	<b>-89</b>	<b>-184</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-27	-38	-118	-128	-164	-208	-28	-83
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>43</b>	<b>-85</b>	<b>-297</b>	<b>-471</b>	<b>-77</b>	<b>-425</b>	<b>-117</b>	<b>-267</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>433</b>	<b>154</b>	<b>342</b>	<b>349</b>	<b>866</b>	<b>593</b>	<b>114</b>	<b>200</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-150	-54	-473	-375	-118	-122	-50	-282
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	0	0	0	0	0	0	0
Adquisición de Negocios	-16	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	2	2	0	0	0	1	2
Intereses Cobrados	3	3	-9	4	7	12	3	0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>-163</b>	<b>-49</b>	<b>-497</b>	<b>-437</b>	<b>-181</b>	<b>-183</b>	<b>-46</b>	<b>-280</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>270</b>	<b>104</b>	<b>-155</b>	<b>-89</b>	<b>685</b>	<b>410</b>	<b>68</b>	<b>-81</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios	600	237	436	670	150	80	159	436
Amortización de Financiamientos Bancarios y Otros	-641	-101	-354	-472	-352	-561	-60	-219
Incremento en Arrendamientos	0	0	36	0	0	0	0	36
Amortizaciones de Arrendamientos	-75	-90	-88	-64	-67	-69	-64	-72
Intereses Pagados y otras partidas	-114	-107	-95	-105	-106	-78	-67	-75
Intereses Pagados por arrendamientos	-22	-19	-17	-15	-16	-17	-15	-13
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>-251</b>	<b>-80</b>	<b>-65</b>	<b>81</b>	<b>-321</b>	<b>-572</b>	<b>-48</b>	<b>92</b>
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0	0	275	0	0	0	0	275
Dividendos Pagados	-8	0	-14	-40	-46	-51	0	0
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>261</b>	<b>-40</b>	<b>-46</b>	<b>-51</b>	<b>0</b>	<b>275</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>-259</b>	<b>-80</b>	<b>196</b>	<b>41</b>	<b>-367</b>	<b>-624</b>	<b>-48</b>	<b>367</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>10</b>	<b>24</b>	<b>40</b>	<b>-47</b>	<b>318</b>	<b>-213</b>	<b>20</b>	<b>286</b>
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	14	24	48	89	42	360	24	48
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>24</b>	<b>48</b>	<b>89</b>	<b>42</b>	<b>360</b>	<b>146</b>	<b>44</b>	<b>334</b>
<i>Cifras UDM</i>								
Capex de Mantenimiento	-83	-93	-75	-121	-128	-130	-82	-80
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>350</b>	<b>-46</b>	<b>164</b>	<b>149</b>	<b>656</b>	<b>378</b>	<b>79</b>	<b>46</b>
Amortización de Deuda	715	190	354	472	352	561	1	259
Revolencia automática	-238	338	298	0	0	0	522	405
Amortización de Deuda Final	478	529	652	472	352	561	522	664
Intereses Netos Pagados	111	104	104	100	99	66	93	115
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>589</b>	<b>633</b>	<b>756</b>	<b>573</b>	<b>451</b>	<b>627</b>	<b>616</b>	<b>779</b>
<b>DSCR</b>	<b>0.6</b>	<b>(0.1)</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>1.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
Caja Inicial Disponible	14	24	48	89	42	360	14	44
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>0.6</b>	<b>(0.0)</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>2.9</b>	<b>(24.7)</b>	<b>7.3</b>	<b>9.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>14.5</b>	<b>23.2</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>2.5</b>	<b>4.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.0</b>	<b>0.6</b>	<b>2.7</b>	<b>2.2</b>

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por BDO.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 4T21.

\*\*\* Al 4T20 se adquirieron activos por \$193m y una compra en condiciones muy ventajosas este último se registro en otros ingresos.

## HR Ratings Contactos Dirección

### Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

#### Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130  
alberto.ramos@hrratings.com

#### Director General

Pedro Latapí +52 55 8647 3845  
pedro.latapi@hrratings.com

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130  
anibal.habeica@hrratings.com

### Análisis

#### Dirección General de Análisis / Análisis Económico

Felix Boni +52 55 1500 3133  
felix.boni@hrratings.com

#### FP Estructuradas / Infraestructura

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

Roberto Soto +52 55 1500 3148  
roberto.soto@hrratings.com

#### Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549  
angel.garcia@hrratings.com

Akira Hirata +52 55 8647 3837  
akira.hirata@hrratings.com

#### FP Quirografarias / Deuda Soberana / Análisis Económico

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139  
ricardo.gallegos@hrratings.com

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147  
alvaro.rodriguez@hrratings.com

#### Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 52 1500 3146  
luis.miranda@hrratings.com

Heinz Cederborg +52 55 8647 3834  
heinz.cederborg@hrratings.com

### Regulación

#### Dirección General de Riesgos

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

#### Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761  
alejandra.medina@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134  
francisco.valle@hrratings.com

### Operaciones

#### Dirección de Operaciones

Daniela Dosal +52 55 1253 6541  
daniela.dosal@hrratings.com

México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. Tel 52 (55) 1500 3130.  
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadora:

Evaluación de Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, agosto de 2021

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/es/methodology>

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

Calificación anterior	VASCONI19: HR A   Perspectiva Negativa
Fecha de última acción de calificación	VASCONI19: 05 de octubre de 2020
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	2016 al 3T21
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información Financiera Trimestral interna e información anual dictaminada por BDO
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N/A
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N/A

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).*

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).