

MFRISCO 24
HR A
Perspectiva
Estable

MFRISCO 24-2
HR A
Perspectiva
Estable

MFRISCO 24-3
HR A
Perspectiva
Estable

Corporativos
1 de agosto de 2024
A NRSRO Rating**

2024
HR A
Perspectiva Estable



Elizabeth Martínez

Subdirectora de Corporativos
Analista Responsable

elizabeth.martinez@hrratings.com



Emiliano Flores

Analista

emiliano.flores@hrratings.com



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos /
ABS

heinz.cederborg@hrratings.com

HR Ratings asignó la calificación de HR A con Perspectiva Estable para las emisiones MFRISCO 24, MFRISCO 24-2 y MFRISCO 24-3 de Minera Frisco

La asignación de la calificación para las emisiones MFRISCO 24, MFRISCO 24-2 Y MFRISCO 24-3 se basa en la calificación vigente de Minera Frisco¹ (la Empresa), la cual fue ratificada en HR A con Perspectiva Estable el 10 de octubre de 2023. A su vez, la calificación de la Empresa se basa principalmente en los niveles esperados de Flujo Libre de Efectivo (FLE), en donde se espera que la Empresa alcance P\$4,066 millones (m) durante 2026. Lo anterior como resultado de una reducción esperada en el tonelaje procesado, así como por la volatilidad en los precios promedio de venta de los metales. De igual forma, nuestros escenarios consideran la capacidad de refinanciamiento de la Empresa, ya que la totalidad de su deuda vence en el periodo proyectado (2024-2026). En este sentido, esperamos que la Empresa sea capaz de realizar dichos refinanciamientos bajo condiciones similares a las que mantiene actualmente. De esta manera, esperamos niveles promedio de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus iniciales en inglés) de 0.4 veces (x) y DSCR con Caja de 0.6x para 2024-2026. No obstante, es importante mencionar que estos niveles de DSCR no incluyen el beneficio por revolvencia para los refinanciamientos esperados, por lo cual la amortización total es considerada en el servicio de la deuda esperado. En línea con lo anterior, esperamos que la Empresa muestre un desapalancamiento hacia el 2026, reflejado en niveles promedio de Años de Pago de 3.8 para 2024-2026. Finalmente, la calificación mantiene un ajuste positivo por elementos ASG (ESG, por sus siglas en inglés), en donde destaca el factor de Gobernanza, derivado del soporte que mantiene la Empresa por sus accionistas y partes relacionadas.

¹ Minera Frisco, S.A.B. de C.V.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Las emisiones MFRISCO 24, MFRISCO 24-2 y MFRISCO 24-3 se realizarán al amparo de un Programa de Certificados Bursátiles con carácter revolvente por un monto de emisión de hasta P\$12,000m. A continuación, se presentan las principales características de las emisiones:

Características de las Emisiones

Concepto	Emisión		
Clave de Pizarra	MFRISCO 24	MFRISCO 24-2	MFRISCO 24-3
Plazo de la Emisión	368 días equivalentes aproximadamente a 1 año y 3 días.	728 días equivalentes aproximadamente a 2 años.	1,092 días equivalentes aproximadamente a 3 años.
Tasa de la Emisión	TIIE 91 + sobretasa por designar el día de la colocación.	TIIE 91 + sobretasa por designar el día de la colocación.	TIIE 28 + sobretasa por designar el día de la colocación.
Emisor	Minera FRISCO, S.A.B. DE C.V.		
Tipo de Valor	Certificados Bursátiles (CEBURS)		
Monto del Programa	Hasta P\$15,000m o su equivalente en UDIs, con carácter revolvente.		
Monto de la Emisión	Hasta P\$12,000m		
Denominación	Pesos Mexicanos		
Vigencia del Programa	Cinco años a partir del oficio de inscripción del Programa emitido por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.		
Amortización del Principal	La amortización de los certificados bursátiles será en un solo pago en la Fecha de Vencimiento, contra la entrega y cancelación del título.		
Amortización Anticipada	La Emisora tendrá el derecho de amortizar anticipadamente de manera parcial o total de los Certificados Bursátiles, antes de la Fecha de Vencimiento en cualquier Fecha de Pago de los intereses de la Emisión.		
Destino de los Fondos	Los recursos netos obtenidos por la Emisora como resultado de esta Emisión de Certificados Bursátiles serán destinados al refinanciamiento de pasivos y usos corporativos generales.		
Intermediarios Colocadores	Inversora Bursátil, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Grupo Financiero Inbursa.		
Representante Común	Value, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Value Grupo Financiero.		

Fuente: HR Ratings con base en información del Suplemento proporcionado por la Empresa.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Ingresos Totales.** La Empresa reportó ingresos totales por P\$8,570m (-19.3% vs. P\$10,623m en los UDM al 2T23 y -19.3% vs. P\$10,615m en escenario base). Esta caída fue resultado de una disminución generalizada en los precios de los metales, un menor tonelaje procesado (-28.7% a/a), debido al agotamiento de reservas en la Unidad El Coronel y el desarrollo de mina de la Unidad San Felipe y Ocampo, y la apreciación del peso mexicano con respecto al dólar durante los UDM al 2T24.
- **Niveles de Deuda.** Al cierre del 2T24, la Empresa reportó una deuda total de P\$19,588m (+3.7% a/a y -1.0% vs. P\$19,784m en escenario base), así como una deuda neta de P\$17,160m (+1.2% a/a y +3.0% vs. P\$17,436m en escenario base).

Expectativas para Periodos Futuros

- **Refinanciamiento de Deuda.** Debido a que la totalidad de la deuda de la Empresa vence en el periodo de 2024 a 2025, nuestros escenarios consideran que la Empresa podrá ser capaz de llevar a cabo el refinanciamiento de dichos



vencimientos bajo nuevas emisiones y/o créditos con condiciones similares a las actuales. Bajo un escenario base, estimamos que la Empresa alcance una deuda total y deuda neta de P\$14,926m y P\$11,088m en 2026 respectivamente.

- **Tonelaje Procesado.** Nuestros estimados incorporan menores niveles de producción derivado del cese de operaciones en las unidades de El Coronel y San Felipe. Ambas unidades mineras se encuentran enfocadas principalmente en la operación y desarrollo de zonas que faciliten la extracción del mineral en periodos futuros.

Factores Adicionales Considerados

- **Factor de Gobernanza Superior.** HR Ratings considera el apoyo con el que cuenta la Empresa debido al respaldo financiero de Grupo Inbursa, al igual que las sinergias que se pueden aprovechar con Grupo Carso. La calificación incorpora un ajuste positivo por este factor.
- **Volatilidad en el precio de los metales.** Las barras doré de oro y plata, así como los concentrados de plomo, cobre y zinc, se comercializan en dólares, con base en las cotizaciones en los mercados internacionales, los cuales están sujetos a fluctuaciones derivados de factores exógenos. La calificación incorpora un ajuste por dicha volatilidad.

Factores que podrían subir la calificación

- **Mayores niveles de FLE.** Si la Empresa muestra una mayor generación de FLE que nuestros estimados durante el periodo proyectado, las principales métricas de calificación se fortalecerían. Si esto se ve reflejado en niveles promedio de DSCR y DSCR con Caja por encima de 1.5x y 3.3x para 2024-2026, la calificación podría revisarse al alza.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Pérdida del respaldo de Grupo Inbursa.** En un escenario donde la Empresa no mantenga el respaldo de Grupo Financiero Inbursa en sus estrategias de financiamiento, la calificación podría verse afectada.



Descripción del Emisor

Minera Frisco (y/o la Empresa) a través de sus subsidiarias se dedica primordialmente a la exploración y explotación de yacimientos minerales en diversas entidades de la República Mexicana para la producción y comercialización en México y en el extranjero de concentrados de plomo, zinc, y cobre, así como doré de plata y oro.

Minera Frisco concentra sus operaciones en ocho minas ubicadas alrededor de la República Mexicana. Actualmente, cuenta con cinco unidades operando: Tayahua, San Francisco del Oro, Concheño, Asientos y El Coronel y tres más en etapa de exploración San Felipe, María y Ocampo.

Resultado Observado vs. Proyectado

A partir de los resultados observados durante los UDM al 2T24, se llevó a cabo una comparación con las proyecciones realizadas por HR Ratings en la revisión anterior del 10 de octubre de 2023. En la Figura 1 se puede observar el resultado de las principales métricas de análisis.

Figura 1. Observado vs. Proyectado (Cifras en millones de pesos)

Concepto	Observado UDM al			Escenario*			
	2T23	2T24	Cambio %	Base	Var vs. Base	Estrés	Var vs. Estrés
Ingresos	10,623	8,570	-19.3%	10,615	-19.3%	10,079	-15.0%
EBITDA	3,429	3,281	-4.3%	3,751	-12.5%	3,015	8.8%
Margen EBITDA	32.3%	38.3%	601pb	35.3%	295pb	29.9%	837pb
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	2,416	2,311	-4.3%	2,789	-17.1%	1,952	18.4%
Deuda Bruta	18,894	19,588	3.7%	19,784	-1.0%	19,784	-1.0%
Deuda Neta (DN)	16,953	17,160	1.2%	16,655	3.0%	17,436	-1.6%
Servicio de la deuda	1,018	1,645	61.6%	1,320	24.6%	1,278	28.7%
DSCR	2.3x	1.2x	N/A	2.1x	N/A	1.5x	N/A
DSCR con Caja inicial	4.5x	2.4x	N/A	3.6x	N/A	3.0x	N/A
Años a Pago (DN / FLE)	7.3	8.6	N/A	6.0	N/A	8.9	N/A

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

*Proyecciones correspondientes al reporte de Minera Frisco publicado el 10 de octubre de 2023.

Durante los UDM al 2T24, la Empresa reportó ingresos totales por P\$8,570m (-19.3% a/a y -19.3% vs. P\$10,615m en escenario base). Lo anterior como resultado de menores niveles de producción y la volatilidad en los precios de los principales metales. De igual forma, los resultados de la Empresa se vieron impactados negativamente por la apreciación del peso frente al dólar, ya que los productos que produce y comercializa la Empresa son vendidos en dólares.



Con respecto a los niveles de tonelaje procesado (molienda), éste mostró una caída anual del 28.7% al cerrar en 5.8m de toneladas (vs. 8.1m en los UDM al 2T23). Es importante mencionar que actualmente las unidades de El Coronel, San Felipe y Ocampo no se encuentran aportando tonelaje procesado debido a estrategia de la Empresa, ya que se encuentran enfocadas en la exploración y desarrollo de zonas para facilitar la explotación de reserva de mineral en un futuro. Con respecto a la producción, el oro y el cobre reportaron una caída anual del 12.7% y 36.3% respectivamente, mientras que la producción de plata incrementó un 1.1% a/a derivado de un mejor desempeño en las unidades de Concheño y Asientos.

Con respecto a la rentabilidad operativa, el EBITDA mostró una caída anual de 4.3% al cerrar en P\$3,281m (-12.5% con respecto a nuestros estimados). No obstante, el margen EBITDA cerró en 38.3% (vs. 32.3% UDM al 2T23 y 35.3% vs. escenario base). Lo anterior refleja una continua implementación de políticas de control de costos operativos y gastos administrativos, lo cual pudo contrarrestar una menor base de ingresos tras la caída mostrada en precios de venta durante los UDM al 2T24.

En términos de generación de FLE, la Empresa alcanzó P\$2,311m (vs. P\$2,416m en UDM al 2T23 y vs. P\$2,789m en escenario base). Tal como se puede observar en la Figura 1, la contracción a/a en los niveles de FLE se deriva principalmente de menores niveles de EBITDA. La desviación con respecto a nuestro escenario base se debe a mayores requerimientos de capital de trabajo, específicamente en las cuentas por cobrar.

Al cierre del 2T24, la Empresa reportó una deuda total de P\$19,588m (+3.7% a/a y -1.0% vs. P\$19,784m en escenario base), así como una deuda neta de P\$17,160m (+1.2% a/a y +3.0% vs. P\$17,436m en escenario base). Es importante mencionar que la totalidad de la deuda de la Empresa se encuentra a corto plazo, por lo cual la Empresa ya se encuentra en proceso de refinanciamiento de sus vencimientos. En la Figura 2 se muestra un desglose de la deuda de la Empresa.

Figura 2. Estructura de Deuda al 2T24 (Cifras en millones de pesos)

Instrumento	Saldo Insoluto*	Denominación	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
Bancaria				
Control Empresarial	1,382	Dólares	3.50%	Dic-24
Control Empresarial Subordinado	5,207	Dólares	3.50%	Jun-25
Bursátil				
MFRISCO 22	5,000	Pesos	TIIE + 1.25%	Oct-24
MFRISCO 00223	5,000	Pesos	TIIE + 0.75%	Ago-24
MFRISCO 00323	3,000	Pesos	TIIE + 0.75%	Sep-24
Total*	19,588			

Fuente: HR Ratings con información reportada por la Empresa.

*Cifras en millones de pesos



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Anexos – Glosario

Escenario Base: Balance General (cifras en millones de pesos)

Nota. Proyecciones realizadas en la última revisión de Minera Frisco, realizada el pasado 10 de octubre de 2023, habiendo actualizado los Anexos al 2T24.

	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
ACTIVOS TOTALES	36,177	30,465	31,199	29,599	30,673	31,868	31,955
Activo Circulante	6,279	5,569	7,206	6,922	9,266	5,738	6,404
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,780	1,507	2,581	1,860	3,838	1,941	2,429
Cuentas por Cobrar a Clientes	948	1,028	888	1,000	1,087	527	931
Otras Cuentas por Cobrar Neto	30	25	35	39	42	31	28
Inventarios	2,608	2,197	2,697	2,918	3,109	2,266	2,364
Pagos Anticipados y Otros Activos Circulantes	299	291	413	455	490	419	316
Impuestos por Recuperar	615	522	591	650	700	552	337
Activos No Circulantes	29,898	24,896	23,993	22,677	21,407	26,130	25,550
Planta, Propiedad y Equipo	18,175	13,871	14,577	14,139	13,747	15,397	14,303
Activos Intangibles	5,770	5,184	3,694	2,817	1,939	5,011	5,087
Inversión en Concesiones	1,235	1,049	909	754	600	1,140	981
Otros Intangibles	4,536	4,135	2,786	2,062	1,339	3,872	4,107
Impuestos Diferidos	5,950	5,841	5,683	5,683	5,683	5,683	6,160
Otros Activos No Circulantes	2	0	38	38	38	38	0
Activos por Derecho de Uso	2	0	2	2	2	2	0
PASIVOS TOTALES	26,086	24,655	23,770	21,374	21,215	24,208	25,301
Pasivo Circulante	2,568	16,215	11,035	7,067	2,204	4,627	21,386
Pasivo con Costo	387	14,270	9,111	5,000	0	3,000	19,588
Proveedores	583	554	687	725	772	500	522
Otros sin Costo	1,598	1,391	1,236	1,343	1,432	1,127	1,276
Pasivo por Arrendamiento	1	0	1	1	1	1	0
Otros Pasivos sin costo	1,597	1,390	1,235	1,341	1,431	1,126	1,276
Pasivos no Circulantes	23,518	8,439	12,736	14,307	19,011	19,581	3,915
Pasivo con Costo	19,874	4,703	9,303	10,617	14,926	15,894	0
Impuestos Diferidos	1,941	1,815	1,725	1,979	2,371	1,989	1,992
Otros Pasivos No Circulantes	1,702	1,921	1,708	1,711	1,714	1,698	1,923
Pasivo por Arrendamiento	2	0	1	1	1	1	0
Beneficios a empleados	72	67	78	81	84	69	70
Provisión por remediación del medio ambiente	1,628	1,854	1,628	1,628	1,628	0	1,854
CAPITAL CONTABLE	10,092	5,810	7,429	8,225	9,458	7,660	6,653
Minoritario	922	849	827	859	926	838	960
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	803	823	823	827	859	804	931
Utilidad del Ejercicio	119	26	4	32	67	34	29
Mayoritario	9,170	4,962	6,602	7,366	8,532	6,822	5,694
Capital Contribuido	177	177	177	177	177	177	177
Utilidades Acumuladas y Otros	8,019	5,568	6,280	6,425	7,190	6,178	6,080
Utilidad del Ejercicio	975	-783	145	764	1,166	467	-563
Deuda Total	20,262	18,973	18,414	15,617	14,926	18,894	19,588
Deuda Neta	18,482	17,466	15,833	13,757	11,088	16,953	17,160
Días Cuentas por Cobrar	27	31	25	25	25	27	41
Días Inventario	150	168	149	149	150	148	188
Días Proveedores	43	39	36	36	36	35	45

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Estado de Resultados (cifras en millones de pesos)

	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
Ventas Totales	12,665	8,758	11,813	13,008	13,993	4,985	4,797
Costo de Ventas	6,591	4,889	6,332	6,954	7,466	2,710	2,131
Utilidad Bruta	6,074	3,870	5,481	6,054	6,527	2,275	2,666
Gastos de Operación	1,149	988	1,181	1,301	1,399	512	503
EBITDA	4,925	2,881	4,300	4,753	5,127	1,763	2,163
Depreciación y Amortización	2,215	2,079	1,802	1,772	1,746	998	1,081
Utilidad Operativa antes de Otros	2,710	802	2,498	2,981	3,382	765	1,082
Otros Ingresos y Gastos Netos	-377	-1,015	-470	-504	-533	-614	-281
Utilidad Operativa después de Otros	2,333	-213	2,028	2,478	2,849	151	801
Ingresos por Intereses	26	92	51	30	40	45	45
Otros Productos Financieros	46	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	810	1,548	1,297	1,048	819	664	937
Intereses Pagados por Arrendamiento	1	0	0	0	0	0	0
Otros Gastos Financieros	2	0	0	0	0	29	0
Ingreso Financiero Neto	-769	-1,646	-1,247	-1,018	-779	-647	-892
Resultado Cambiario	918	1,532	-569	-321	-309	1,474	-386
Resultado Integral de Financiamiento	148	-114	-1,816	-1,340	-1,088	827	-1,278
Utilidad antes de Impuestos	2,481	-328	213	1,138	1,761	979	-477
Impuestos sobre la Utilidad	1,388	430	64	341	528	477	57
Impuestos Causados	304	436	14	87	136	194	227
Impuestos Diferidos	1,084	-7	50	254	392	284	-171
Utilidad Neta Consolidada	1,094	-757	149	797	1,233	501	-534
Participación minoritaria en la utilidad	119	26	4	32	67	34	29
Participación mayoritaria en la utilidad	975	-783	145	764	1,166	467	-563
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
Cambio en Ventas	-1.3%	-30.8%	34.9%	10.1%	7.6%	-21.7%	-19.3%
Margen Bruto	48.0%	44.2%	46.4%	46.5%	46.6%	42.7%	49.7%
Margen EBITDA	38.9%	32.9%	36.4%	36.5%	36.6%	32.3%	38.3%
Tasa de Impuestos	55.9%	-131.0%	30.0%	30.0%	30.0%	53.3%	-0.5%
Ventas Netas a PP&E	0.7	0.6	0.8	0.9	1.0	0.7	0.6
ROCE	12.1%	3.6%	14.3%	17.1%	19.6%	6.1%	5.1%
Tasa Pasiva	3.6%	11.3%	6.7%	6.2%	4.9%	9.8%	11.4%
Tasa Activa	0.8%	10.5%	1.4%	1.0%	1.0%	10.5%	9.6%

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Flujo de Efectivo (cifras en millones de pesos)

	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	2,481	(328)	213	1,138	1,761	979	(477)
Partidas sin Impacto en el Efectivo	0	(15)	0	0	0	(14)	(44)
Depreciación y Amortización	2,215	2,079	1,802	1,772	1,746	998	1,081
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	4	23	0	0	0	(7)	(3)
Pérdida (Reversión) por Deterioro	0	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	(26)	(92)	(51)	(30)	(40)	(45)	(45)
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	2,193	2,011	1,751	1,742	1,706	945	1,033
Intereses Devengados	811	1,548	1,297	1,048	819	664	937
Fluctuación Cambiaria	(943)	(1,778)	569	321	309	(1,673)	549
Intereses por Arrendamiento y Otros	0	0	0	0	0	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	(132)	(229)	1,866	1,370	1,128	(1,009)	1,486
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	4,542	1,439	3,830	4,250	4,595	901	1,997
Decremento (Incremento) en Clientes	111	(80)	(144)	(111)	(87)	421	97
Decremento (Incremento) en Inventarios	114	119	(508)	(221)	(191)	66	28
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	31	79	(49)	(105)	(87)	(13)	74
Incremento (Decremento) en Proveedores	(594)	(29)	126	37	47	(82)	(32)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(241)	114	106	110	93	(120)	6
Capital de trabajo	(579)	204	(469)	(291)	(225)	272	173
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(245)	(578)	(14)	(87)	(136)	(444)	(194)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(824)	(374)	(483)	(378)	(361)	(172)	(21)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	3,718	1,065	3,347	3,872	4,233	729	1,976
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(367)	(381)	(413)	(455)	(476)	(156)	(231)
Intereses Cobrados	26	92	51	30	40	45	45
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(339)	(257)	(363)	(425)	(436)	(102)	(181)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	3,379	808	2,984	3,447	3,798	628	1,795
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios y Bursátiles	73	8,214	12,352	5,993	4,000	3,156	90
Amortización de Financiamientos Bancarios y Bursátiles	(3,065)	(7,855)	(14,002)	(9,112)	(5,000)	(2,957)	0
Amortización de Otros Arrendamientos	(27)	(1)	(1)	(1)	(1)	(0)	(0)
Intereses Pagados	(800)	(1,438)	(1,297)	(1,048)	(819)	(664)	(963)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(1)	0	(0)	(0)	(0)	0	0
Financiamiento "Ajeno"	(3,820)	(1,080)	(2,948)	(4,168)	(1,819)	(466)	(873)
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	(118)	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Propio"	(118)	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(3,938)	(1,080)	(2,948)	(4,168)	(1,819)	(466)	(873)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(559)	(272)	36	(721)	1,978	162	922
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	2,337	1,778	2,545	2,581	1,860	1,778	1,506
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,778	1,506	2,581	1,860	3,838	1,940	2,428
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
CAPEX de Mantenimiento	(99)	(200)	(145)	(159)	(167)	(105)	(319)
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	3,591	864	3,202	3,712	4,066	2,311	1,992
Amortización de Deuda	3,065	7,855	14,002	9,112	5,000	4,525	4,899
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	(3,065)	(7,855)	0	0	0	(4,525)	(4,899)
Amortización Neta	0	0	14,002	9,112	5,000	0	0
Intereses Netos Pagados	774	1,346	1,247	1,018	779	1,018	1,645
Servicio de la Deuda	774	1,346	15,249	10,130	5,779	1,018	1,645
DSCR	4.6	0.6	0.2	0.4	0.7	2.3	1.2
Caja Inicial Disponible	2,337	1,778	2,545	2,581	1,860	2,256	1,941
DSCR con Caja	7.7	2.0	0.4	0.6	1.0	4.5	2.4
Deuda Neta a FLE	5.1	20.2	4.9	3.7	2.7	7.3	8.6
Deuda Neta a EBITDA	3.8	6.1	3.7	2.9	2.2	4.9	1.1

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



Escenario Estrés: Balance General (cifras en millones de pesos)

	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
ACTIVOS TOTALES	36,177	30,465	30,172	29,169	28,835	31,868	31,955
Activo Circulante	6,279	5,569	6,212	6,574	7,574	5,738	6,404
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,780	1,507	1,440	1,652	2,485	1,941	2,429
Cuentas por Cobrar a Clientes	948	1,028	857	907	951	527	931
Otras Cuentas por Cobrar Neto	30	25	89	92	95	31	28
Inventarios	2,608	2,197	2,661	2,713	2,790	2,266	2,364
Pagos Anticipados y Otros Activos Circulantes	299	291	444	461	477	419	316
Impuestos por Recuperar	615	522	721	749	775	552	337
Activos No Circulantes	29,898	24,896	23,960	22,595	21,262	26,130	25,550
Planta, Propiedad y Equipo	18,175	13,871	14,545	14,057	13,602	15,397	14,303
Activos Intangibles	5,770	5,184	3,694	2,817	1,939	5,011	5,087
Inversión en Concesiones	1,235	1,049	909	754	600	1,140	981
Otros Intangibles	4,536	4,135	2,786	2,062	1,339	3,872	4,107
Impuestos Diferidos	5,950	5,841	5,683	5,683	5,683	5,683	6,160
Otros Activos No Circulantes	2	0	38	38	38	38	0
Activos por Derecho de Uso	2	0	2	2	2	2	0
PASIVOS TOTALES	26,086	24,655	23,443	22,446	21,931	24,208	25,301
Pasivo Circulante	2,568	16,215	10,453	6,943	2,007	4,627	21,386
Pasivo con Costo	387	14,270	8,550	5,000	0	3,000	19,588
Proveedores	583	554	652	646	664	500	522
Otros sin Costo	1,598	1,391	1,250	1,297	1,342	1,127	1,276
Pasivo por Arrendamiento	1	0	1	1	1	1	0
Otros Pasivos sin costo	1,597	1,390	1,249	1,296	1,341	1,126	1,276
Pasivos no Circulantes	23,518	8,439	12,990	15,503	19,924	19,581	3,915
Pasivo con Costo	19,874	4,703	9,864	12,375	16,735	15,894	0
Impuestos Diferidos	1,941	1,815	1,419	1,419	1,478	1,989	1,992
Otros Pasivos No Circulantes	1,702	1,921	1,707	1,709	1,712	1,698	1,923
Pasivo por Arrendamiento	2	0	1	1	1	1	0
Beneficios a empleados	72	67	78	80	82	69	70
Provisión por remediación del medio ambiente	1,628	1,854	1,628	1,628	1,628	0	1,854
CAPITAL CONTABLE	10,092	5,810	6,729	6,723	6,904	7,660	6,653
Minoritario	922	849	792	790	799	838	960
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	803	823	806	792	790	804	931
Utilidad del Ejercicio	119	26	-14	-2	9	34	29
Mayoritario	9,170	4,962	5,938	5,933	6,105	6,822	5,694
Capital Contribuido	177	177	177	177	177	177	177
Utilidades Acumuladas y Otros	8,019	5,568	6,136	5,761	5,757	6,178	6,080
Utilidad del Ejercicio	975	-783	-375	-5	172	467	-563
Deuda Total	20,262	18,973	18,414	17,375	16,735	18,894	19,588
Deuda Neta	18,482	17,466	16,974	15,723	14,250	16,953	17,160
Días Cuentas por Cobrar	27	31	25	26	26	27	41
Días Inventario	150	168	150	150	151	148	188
Días Proveedores	43	39	35	35	35	35	45

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



Escenario Estrés: Estado de Resultados (cifras en millones de pesos)

	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
Ventas Totales	12,665	8,758	11,091	11,520	11,923	4,985	4,797
Costo de Ventas	6,591	4,889	6,244	6,469	6,683	2,710	2,131
Utilidad Bruta	6,074	3,870	4,847	5,051	5,240	2,275	2,666
Gastos de Operación	1,149	988	1,409	1,463	1,514	512	503
EBITDA	4,925	2,881	3,438	3,588	3,725	1,763	2,163
Depreciación y Amortización	2,215	2,079	1,801	1,769	1,739	998	1,081
Utilidad Operativa antes de Otros	2,710	802	1,638	1,819	1,986	765	1,082
Otros Ingresos y Gastos Netos	-377	-1,015	-455	-472	-489	-614	-281
Utilidad Operativa después de Otros	2,333	-213	1,183	1,348	1,497	151	801
Ingresos por Intereses	26	92	17	17	19	45	45
Otros Productos Financieros	46	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	810	1,548	1,188	1,038	898	664	937
Intereses Pagados por Arrendamiento	1	0	0	0	0	0	0
Otros Gastos Financieros	2	0	0	0	0	29	0
Ingreso Financiero Neto	-769	-1,646	-1,171	-1,021	-879	-647	-892
Resultado Cambiario	918	1,532	-569	-335	-360	1,474	-386
Resultado Integral de Financiamiento	148	-114	-1,740	-1,357	-1,239	827	-1,278
Utilidad antes de Impuestos	2,481	-328	-557	-9	259	979	-477
Impuestos sobre la Utilidad	1,388	430	-167	-3	78	477	57
Impuestos Causados	304	436	-43	-2	19	194	227
Impuestos Diferidos	1,084	-7	-124	-1	59	284	-171
Utilidad Neta Consolidada	1,094	-757	-390	-6	181	501	-534
Participación minoritaria en la utilidad	119	26	-14	-2	9	34	29
Participación mayoritaria en la utilidad	975	-783	-375	-5	172	467	-563
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
Cambio en Ventas	-1.3%	-30.8%	26.6%	3.9%	3.5%	-21.7%	-19.3%
Margen Bruto	48.0%	44.2%	43.7%	43.8%	43.9%	42.7%	49.7%
Margen EBITDA	38.9%	32.9%	31.0%	31.1%	31.2%	32.3%	38.3%
Tasa de Impuestos	55.9%	-131.0%	30.0%	30.0%	30.0%	53.3%	-0.5%
Ventas Netas a PP&E	0.7	0.6	0.8	0.8	0.9	0.7	0.6
ROCE	12.1%	3.6%	9.4%	10.6%	11.8%	6.1%	5.1%
Tasa Pasiva	3.6%	11.3%	6.2%	5.9%	4.7%	9.8%	11.4%
Tasa Activa	0.8%	10.5%	0.6%	0.8%	0.6%	10.5%	9.6%

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



Escenario Estrés: Flujo de Efectivo (cifras en millones de pesos)

	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	2,481	(328)	(557)	(9)	259	979	(477)
Partidas sin Impacto en el Efectivo	0	(15)	0	0	0	(14)	(44)
Depreciación y Amortización	2,215	2,079	1,801	1,769	1,739	998	1,081
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	4	23	0	0	0	(7)	(3)
Pérdida (Reversión) por Deterioro	0	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	(26)	(92)	(17)	(17)	(19)	(45)	(45)
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	2,193	2,011	1,784	1,752	1,720	945	1,033
Intereses Devengados	811	1,548	1,188	1,038	898	664	937
Fluctuación Cambiaria	(943)	(1,778)	569	335	360	(1,673)	549
Intereses por Arrendamiento y Otros	0	0	0	0	0	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	(132)	(229)	1,757	1,374	1,258	(1,009)	1,486
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	4,542	1,439	2,984	3,117	3,237	901	1,997
Decremento (Incremento) en Clientes	111	(80)	(138)	(50)	(44)	421	97
Decremento (Incremento) en Inventarios	114	119	(497)	(52)	(77)	66	28
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	31	79	(143)	(49)	(45)	(13)	74
Incremento (Decremento) en Proveedores	(594)	(29)	118	(6)	18	(82)	(32)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(241)	114	123	49	47	(120)	6
Capital de trabajo	(579)	204	(537)	(107)	(101)	272	173
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(245)	(578)	43	2	(19)	(444)	(194)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(824)	(374)	(494)	(105)	(119)	(172)	(21)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	3,718	1,065	2,490	3,012	3,118	729	1,976
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(367)	(381)	(388)	(403)	(405)	(156)	(231)
Intereses Cobrados	26	92	17	17	19	45	45
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(339)	(257)	(371)	(386)	(386)	(102)	(181)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	3,379	808	2,119	2,626	2,732	628	1,795
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios y Bursátiles	73	8,214	12,352	7,737	4,000	3,156	90
Amortización de Financiamientos Bancarios y Bursátiles	(3,065)	(7,855)	(14,002)	(9,112)	(5,000)	(2,957)	0
Amortización de Otros Arrendamientos	(27)	(1)	(1)	(1)	(1)	(0)	(0)
Intereses Pagados	(800)	(1,438)	(1,188)	(1,038)	(898)	(664)	(963)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(1)	0	(0)	(0)	(0)	0	0
Financiamiento "Ajeno"	(3,820)	(1,080)	(2,839)	(2,414)	(1,899)	(466)	(873)
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	(118)	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Propio"	(118)	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(3,938)	(1,080)	(2,839)	(2,414)	(1,899)	(466)	(873)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(559)	(272)	(720)	212	833	162	922
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	2,337	1,778	2,160	1,440	1,652	1,778	1,506
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,778	1,506	1,440	1,652	2,485	1,940	2,428
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
CAPEX de Mantenimiento	(99)	(200)	(136)	(141)	(142)	(105)	(319)
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	3,591	864	2,354	2,870	2,975	2,311	1,992
Amortización de Deuda	3,065	7,855	14,002	9,112	5,000	4,525	4,899
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	(3,065)	(7,855)	0	0	0	(4,525)	(4,899)
Amortización Neta	0	0	14,002	9,112	5,000	0	0
Intereses Netos Pagados	774	1,346	1,171	1,021	878	1,018	1,645
Servicio de la Deuda	774	1,346	15,173	10,133	5,878	1,018	1,645
DSCR	4.6	0.6	0.2	0.3	0.5	2.3	1.2
Caja Inicial Disponible	2,337	1,778	2,160	1,440	1,652	2,256	1,941
DSCR con Caja	7.7	2.0	0.3	0.4	0.8	4.5	2.4
Deuda Neta a FLE	5.1	20.2	7.2	5.5	4.8	7.3	8.6
Deuda Neta a EBITDA	3.8	6.1	4.9	4.4	3.8	4.9	1.1

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



Glosario

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

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

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

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

Coefficiente entre Activos Comercializables y Pasivos (ACP). Mide la estimación de HR Ratings del valor de mercado de los activos de la entidad calificada con respecto al valor contable de sus pasivos.

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

Ponderación de Métricas

DSCR	20%
DSCR con Caja	20%
Años de Pago	40%
ACP	20%

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Ponderación de Periodos

t-1	13%
t0	17%
t1	35%
t2	20%
t3	15%

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

Metodologías utilizadas para el análisis*	Evaluación de Riesgo Corporativo, febrero 2024
Calificación anterior	Inicial
Fecha de última acción de calificación	Inicial
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T21-2T24
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información trimestral interna e información auditada por Deloitte para 2021-2023
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores (en su caso)	n.a.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

*Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/

** HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una 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) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad, emisor o tercero distinto a la entidad o emisor y, por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com 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, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

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

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

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com

