

2023  
HR2

2024  
HR2

2025  
HR2



**Elizabeth Martínez**

Subdirectora de Corporativos  
Analista Responsable

[elizabeth.martinez@hrratings.com](mailto:elizabeth.martinez@hrratings.com)



**Alfredo Reyes**

Analista

[alfredo.reyes@hrratings.com](mailto:alfredo.reyes@hrratings.com)



**Heinz Cederborg**

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos / ABS

[heinz.cederborg@hrratings.com](mailto:heinz.cederborg@hrratings.com)

## HR Ratings ratificó la calificación de HR2 para la Porción Circulante del Programa Dual de CEBURS de Minera Frisco

La ratificación de la calificación para la Porción Circulante del Programa Dual de CEBURS de Minera Frisco (o la Empresa) tras la intención de ampliación del monto autorizado a hasta P\$20,000 millones (m) refleja la calificación corporativa de la Empresa, publicada el 3 de octubre de 2024, en donde se ratificaron las calificaciones de HR A con Perspectiva Estable para el largo plazo y HR2 para el corto plazo. A su vez, la calificación corporativa se fundamenta en los niveles de Flujo Libre de Efectivo (FLE) estimados durante el periodo proyectado, en donde esperamos que la Empresa alcance P\$4,264 millones (m) en 2026, en comparación a P\$960m en 2023 y P\$4,375m en 2024. Es importante mencionar que nuestros escenarios incorporan una reducción en el tonelaje procesado, en línea con la estrategia de exploración de la Empresa, así como que los precios de los metales continuarán durante el periodo proyectado con una tendencia alcista. Asimismo, nuestros escenarios consideran la capacidad de refinanciamiento de la Empresa, derivado de las tres emisiones realizadas 2024 por un monto total de P\$12,000m para mejorar el perfil de vencimientos. En línea con lo anterior, estimamos que la Empresa complete refinanciamientos de los vencimientos durante el periodo de 2025-2026 bajo condiciones similares. De esta manera, esperamos niveles promedio ponderados de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus iniciales en inglés) de 1.3 veces (x) y DSCR con Caja de 1.9x para 2024-2026. En línea con lo anterior, esperamos que la Empresa refleje un desapalancamiento hacia 2026, reflejado en niveles promedio ponderado de Años de Pago de 4.1 años. 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.

La Empresa pretende realizar una ampliación del Programa Dual de Certificados Bursátiles (o el Programa). Actualmente es de P\$15,000m, con carácter revolvente, y se pretende aumentar a P\$20,000m o su equivalente en UDIs, proceso que se encuentra sujeto a la aprobación por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). A la fecha de este reporte,



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

la revolvencia del programa es de P\$0m, posterior a la emisión de corto plazo realizada durante el 2T25 por P\$4,000m. A continuación, se presentan los principales detalles del Programa:

### Características del Programa Dual de Certificados Bursátiles

| Concepto                           |  |
|------------------------------------|--|
| Tipo de Valor                      | Certificados Bursátiles (CEBURS)   |
| Clave de Pizarra                   | MFRISCO  |
| Nombre del Emisor                  | Minera Frisco, S.A.B. de C.V.  |
| Monto Autorizado del Programa      | Hasta P\$20,000m o su equivalente en UDIs con carácter revolvente. El saldo insoluto de los CEBURS de Corto Plazo no podrá exceder el Monto Total Autorizado del Programa.   |
| Vigencia del Programa              | Cinco años a partir de su autorización por parte de la CNBV.   |
| Monto de la Emisión                | Se determinará en cada Emisión, y se establecerá en el Aviso y/o Suplemento y Título correspondiente, en el entendido de que el saldo insoluto de principal de todas las Emisiones que se realicen al amparo del Programa no podrán exceder el Monto Total Autorizado del mismo. |
| Vigencia de la Emisión             | El plazo de los CEBURS será determinado para cada Emisión.   |
| Periodicidad en el Pago de Interés | Los intereses ordinarios que sean devengados de los CEBURS serán pagados con la periodicidad que se establezca para cada Emisión.  |
| Tasa de la Emisión                 | La tasa devengada por los CEBURS podrá ser fija o variable, la cual se fijará en cada Emisión.   |
| Amortización                       | La amortización de los CEBURS será en conformidad con los términos establecidos en el Título y Aviso y/o Suplemento correspondiente.   |

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

## Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- Ingresos Totales.** La Empresa reportó ingresos de P\$10,459m para 2024, lo cual reflejó un incremento de 19.4% a/a y -2.6% con respecto a nuestras estimaciones. Tal como se estimaba, la Empresa reportó una caída en el tonelaje procesado, lo cual fue contrarrestado por un incremento en el precio promedio de la mayoría de los metales.
- Niveles de FLE.** Derivado de una recuperación en EBITDA, la Empresa reportó un FLE de P\$4,375m, en comparación con P\$960m en 2023 y P\$3,551m estimados en el escenario base. Lo anterior, estuvo de igual forma beneficiado por menores requerimientos de capital de trabajo, un menor pago de impuestos, y otras partidas de flujo asociadas a gastos por PTU, gastos de conservación unidad y gastos en proyectos.
- Estructura de Deuda.** Al cierre del 1T25, la Empresa reportó una deuda total de P\$17,945m (-5.2% a/a y -5.4% en escenario base), así como una deuda neta de P\$16,288m (-7.5% a/a y -1.8% en escenario base). Durante el 3T24, la Empresa completó las emisiones MFRISCO 24, MFRISCO 24-2 y MFRISCO 24-3 por un monto total de P\$12,000m. Con estos recursos, se realizó la amortización de MFRISCO 22, MFRISCO 00223 y MFRISCO 00323 por un monto en conjunto de P\$13,000m. El excedente fue amortizado mediante el uso de P\$1,000m de caja de la Empresa. De igual forma, durante el 4T24 la Empresa realizó el prepago de P\$1,000m de la emisión MFRISCO 24.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Refinanciamiento de Deuda.** Nuestros escenarios consideran que la Empresa podrá ser capaz de llevar a cabo el refinanciamiento de los vencimientos de deuda que mantienen durante el periodo proyectado a través de 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\$17,403m y P\$12,650m al 4T26, respectivamente.
- **Tonelaje Procesado.** Nuestros estimados incorporan menores niveles de producción derivado del cese de operaciones en las unidades de El Coronel, San Felipe y Ocampo. Dichas 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 gracias al respaldo financiero de Grupo Inbursa, al igual que las sinergias que puede 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 resultados operativos y generación de FLE.** Si la Empresa reporta mayores resultados operativos a los estimados por HR Ratings, los niveles de FLE se fortalecerían. Si esto se ve reflejado en niveles promedio ponderados de DSCR y DSCR con Caja por encima de 1.4x y 2.0x para 2024-2026, la calificación podría revisarse al alza.

## Factores que podrían bajar la calificación

- **Mayores niveles de Años de Pago.** Bajo un escenario en donde la Empresa no es capaz de contrarrestar la pérdida de tonelaje procesado por las unidades que se encuentran en etapa de exploración, la generación de FLE podría mostrar un deterioro. Si la Empresa refleja niveles de Deuda Neta a FLE promedio de 6.1 (vs. 4.1 en escenario base), la calificación podría revisarse a la baja.
- **Capacidad de refinanciamiento.** En un escenario donde la Empresa no mantenga el respaldo de Grupo Financiero Inbursa en sus estrategias de financiamiento, o complete los refinanciamientos de deuda bajo condiciones desfavorables, la calificación podría verse impactada negativamente.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Perfil de la Empresa

Minera Frisco 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, así como tres más en etapa de exploración San Felipe, María y Ocampo.

## Resultado Observado vs. Proyectado

A partir de los resultados observados durante 2024 y 1T25, se llevó a cabo una comparación con las proyecciones realizadas por HR Ratings en la revisión anterior del 3 de octubre de 2024. 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 |        |          |        |        |          | Escenario* |                   |           |                   |
|-------------------------------|-----------|--------|----------|--------|--------|----------|------------|-------------------|-----------|-------------------|
|                               | 2023      | 2024   | Cambio % | 1T24   | 1T25   | Cambio % | Base 2024  | Var vs. Base 2024 | Base 1T25 | Var vs. Base 1T25 |
| Ingresos                      | 8,758     | 10,459 | 19.4%    | 2,246  | 3,127  | 39.2%    | 10,734     | -2.6%             | 3,257     | -4.0%             |
| EBITDA                        | 2,881     | 4,965  | 72.3%    | 930    | 1,587  | 70.6%    | 4,583      | 8.3%              | 1,408     | 12.7%             |
| Margen EBITDA                 | 32.9%     | 47.5%  | 1,457pb  | 41.4%  | 50.8%  | 933pb    | 42.7%      | 478pb             | 43.2%     | 753pb             |
| Flujo Libre de Efectivo (FLE) | 960       | 4,375  | 355.6%   | 276    | 618    | 124.1%   | 3,551      | 23.2%             | 1,117     | -44.7%            |
| Deuda Bruta                   | 18,973    | 17,877 | -5.8%    | 18,938 | 17,945 | -5.2%    | 18,896     | -5.4%             | 18,964    | -5.4%             |
| Deuda Neta (DN)               | 17,466    | 16,393 | -6.1%    | 17,617 | 16,288 | -7.5%    | 17,163     | -4.5%             | 16,591    | -1.8%             |
| Servicio de la deuda**        | 1,346     | 1,538  | 14.2%    | 4,523  | 2,791  | -38.3%   | 1,750      | -12.1%            | 2,961     | -5.7%             |
| DSCR**                        | 0.7x      | 2.8x   | n.a.     | 0.2x   | 1.7x   | n.a.     | 2.0x       | n.a.              | 0.4x      | n.a.              |
| DSCR con Caja inicial**       | 2.0x      | 3.8x   | n.a.     | 0.6x   | 2.4x   | n.a.     | 2.9x       | n.a.              | 0.8x      | n.a.              |
| Años a Pago (DN / FLE)**      | 18.2      | 3.7    | n.a.     | 23.6   | 3.5    | n.a.     | 4.8        | n.a.              | 14.9      | n.a.              |

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

\*Proyecciones correspondientes al reporte de Minera Frisco publicado el 3 de octubre de 2024.

\*\*Cifras UDM

Durante 2024 la Empresa reportó ingresos por P\$10,459m, lo que representa un crecimiento de doble dígito sobre 2023, aunque 2.6% por debajo de nuestras estimaciones. Lo anterior se atribuye a un incremento en el precio promedio del oro (+22.9% a/a), plata (+20.8%), zinc y el cobre (+4.4% y +9.3%), así como a un beneficio derivado de la variación en el tipo de cambio, dado que durante 2024 se registró un tipo de cambio promedio de P\$18.51 pesos por dólar, mientras que en 2023 se situó en P\$17.62. Lo anterior contrarrestó una caída del 6.2% a/a en el tonelaje procesado (molienda), el cual cerró en 6.1m toneladas (vs. 6.5m en 2023).

Es importante señalar que, para el año 2024, las unidades de El Coronel, San Felipe y Ocampo no han reanudado su contribución al tonelaje procesado, debido a que se encuentran implementando una estrategia de exploración y desarrollo,



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

con el objetivo de facilitar la exploración del mineral en futuros periodos. En 2023, no se reportó procesamiento asociado a El Coronel y San Felipe. Sin embargo, para 2024, se incluyó a Ocampo en esta estrategia. La única mina que presentó un crecimiento en el tonelaje procesado durante 2024 fue Tayahua (+0.2%), debido a inversiones realizadas con anterioridad que han permitido optimizar la operación de dicha mina.

La Empresa reportó una generación de EBITDA 72.3% mayor al 2023 al cerrar en P\$4,965m (+8.3% vs. nuestro escenario base) y un margen EBITDA de 47.5% (vs. 32.9% en 2023 y 42.7% en escenario base). La mejora se sustenta en la expansión del margen bruto, asociada a la implementación de medidas de optimización de costos y eficiencia operativa que han permitido disminuir el *cash cost*, así como por un menor volumen de mineral procesado, lo que ha resultado en una disminución de los costos de venta en un 8.6% a/a.

El FLE de la Empresa cerró en P\$4,375m, en comparación a los P\$960m reportados durante 2023 y P\$3,551m estimados en el escenario base. El incremento se sustenta principalmente en la recuperación del EBITDA (variación anual de +P\$2,084m), complementado con una reducción en los requerimientos de capital de trabajo (+P\$270m), menores impuestos pagados (+P\$377m) y menores salidas de flujo en las partidas de Otros flujos de resultados<sup>1</sup> (+P\$699m).

Al cierre del 1T25, la Empresa reportó una deuda total de P\$17,945m (-5.2% a/a y -5.4% en escenario base), así como una deuda neta de P\$16,288m (-7.5% a/a y -1.8% en escenario base). En el 3T24, Minera Frisco completó la emisión de certificados bursátiles en vasos comunicantes al amparo de su Programa. De esta manera, se realizó la emisión de MFRISCO 24 por P\$2,000m, en conjunto con las emisiones MFRISCO 24-2 por P\$4,000m y MFRISCO 24-3 por P\$6,000m. Los recursos obtenidos, así como P\$1,000m provenientes de caja, fueron utilizados para la amortización de P\$13,000m en el 3T24 de las emisiones de corto plazo MFRISCO 00223 (P\$5,000m) y MFRISCO 00323 (P\$3,000m), así como la emisión de largo plazo de MFRISCO 22 (P\$5,000m).

**Figura 2. Estructura de Deuda al 1T25 (Cifras en millones de pesos)**

| Instrumento                     | Saldo Insoluto* | Denominación | Tasa de interés             | Fecha de vencimiento |
|---------------------------------|-----------------|--------------|-----------------------------|----------------------|
| <b>Bancaria</b>                 |                 |              |                             |                      |
| Inbursa                         | 1,034           | Dólares      | SOFR <sub>1m</sub> + Spread | Nov-25               |
| Control Empresarial Subordinado | 5,911           | Dólares      | 3.50%                       | Jun-25               |
| <b>Bursátil</b>                 |                 |              |                             |                      |
| MFRISCO 24                      | 1,000           | Pesos        | TIIE de Fondo + 1.00%       | Ago-25               |
| MFRISCO 24-2                    | 4,000           | Pesos        | TIIE de Fondo + 1.25%       | Ago-26               |
| MFRISCO 24-3                    | 6,000           | Pesos        | TIIE de Fondo + 1.50%       | Ago-27               |
| <b>Total*</b>                   | <b>17,945</b>   |              |                             |                      |

Fuente: HR Ratings con información reportada por la Empresa.

\*Cifras en millones de pesos

De igual forma, en noviembre 2024, la Empresa realizó una amortización anticipada por P\$1,000m sobre la emisión MFRISCO 24, por lo cual el saldo insoluto se mantiene en P\$1,000m. Es importante mencionar que el 6 de mayo de 2025 (2T25), la Empresa realizó una emisión de corto plazo de Certificados Bursátiles por P\$4,000m con clave de pizarra MFRISCO 00125.

<sup>1</sup> Salidas de efectivo están relacionadas principalmente al PTU, gastos de conservación unidad y gastos en proyectos.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Dicha emisión tiene un vencimiento el 5 de mayo de 2026 y se colocó a TIE de Fondeo + 1.0%. Con esta emisión, se alcanzan los P\$15,000m autorizados por el Programa. Los recursos, en conjunto con deuda adicional de Banco Inbursa, fueron utilizados para refinanciar deuda bancaria (Control Empresarial Subordinado) y postergar su vencimiento hasta noviembre 2025 y mayo 2026, respectivamente.

Como resultado de la fortaleza presentada a nivel FLE, las métricas mostraron una mejora significativa, alcanzado un DSCR de 2.8x, DSCR con Caja de 3.8x y Años de Pago de 3.7 años.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

**NOTA:** Proyecciones realizadas durante la última revisión de Minera Frisco el 3 de octubre de 2024, habiendo actualizado la información histórica al 1T25.

## Escenario Base: Balance General (Cifras en millones de pesos)

|   | 2021*         | 2022*         | 2023*         | Al Cierre     |               |               | 1T24          | 1T25          |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|   |               |               |               | 2024*         | 2025P         | 2026P         |               |               |
| <b>ACTIVOS TOTALES</b>                        | <b>41,684</b> | <b>36,177</b> | <b>30,465</b> | <b>32,895</b> | <b>31,834</b> | <b>32,978</b> | <b>29,803</b> | <b>32,710</b> |
| <b>Activo Circulante</b>                      | <b>7,239</b>  | <b>6,279</b>  | <b>5,569</b>  | <b>5,538</b>  | <b>7,877</b>  | <b>10,210</b> | <b>5,557</b>  | <b>5,829</b>  |
| Efectivo y Equivalentes de Efectivo           | 2,337         | 1,780         | 1,507         | 1,483         | 2,820         | 4,753         | 1,321         | 1,657         |
| Cuentas por Cobrar a Clientes                 | 863           | 948           | 1,028         | 950           | 1,517         | 1,653         | 1,139         | 940           |
| Otras Cuentas por Cobrar Neto                 | 71            | 30            | 25            | 33            | 40            | 44            | 29            | 39            |
| Inventarios                                   | 2,879         | 2,608         | 2,197         | 2,538         | 2,634         | 2,813         | 2,174         | 2,528         |
| Pagos Anticipados y Otros Activos Circulantes | 311           | 299           | 291           | 302           | 375           | 410           | 417           | 421           |
| Impuestos Por Recuperar                       | 777           | 615           | 522           | 233           | 491           | 537           | 478           | 245           |
| <b>Activos No Circulantes</b>                 | <b>34,445</b> | <b>29,898</b> | <b>24,896</b> | <b>27,357</b> | <b>23,956</b> | <b>22,768</b> | <b>24,245</b> | <b>26,881</b> |
| Planta, Propiedad y Equipo                    | 20,914        | 18,175        | 13,871        | 15,502        | 13,864        | 13,446        | 13,374        | 15,184        |
| Activos Intangibles                           | 6,725         | 5,770         | 5,184         | 5,266         | 3,932         | 3,162         | 4,935         | 5,140         |
| Inversión en Concesiones                      | 1,399         | 1,235         | 1,049         | 950           | 749           | 594           | 1,008         | 910           |
| Desarrollo de mina, software y licencias      | 5,327         | 4,536         | 4,135         | 4,316         | 3,183         | 2,567         | 3,927         | 4,230         |
| Impuestos Diferidos                           | 6,792         | 5,950         | 5,841         | 6,588         | 6,160         | 6,160         | 5,936         | 6,557         |
| Otros Activos No Circulantes                  | 14            | 2             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Instrumentos Financieros Derivados            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Activos por Derecho de Uso                    | 14            | 2             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>PASIVOS TOTALES</b>                        | <b>30,656</b> | <b>26,086</b> | <b>24,655</b> | <b>24,451</b> | <b>24,026</b> | <b>23,593</b> | <b>24,518</b> | <b>24,149</b> |
| <b>Pasivo Circulante</b>                      | <b>9,114</b>  | <b>2,568</b>  | <b>16,215</b> | <b>10,439</b> | <b>6,007</b>  | <b>8,034</b>  | <b>16,014</b> | <b>10,170</b> |
| Pasivo con Costo                              | 6,323         | 387           | 14,270        | 7,877         | 4,000         | 6,000         | 14,254        | 7,945         |
| Proveedores                                   | 1,176         | 583           | 554           | 549           | 527           | 500           | 578           | 621           |
| Otros sin Costo                               | 1,614         | 1,598         | 1,391         | 2,013         | 1,480         | 1,534         | 1,182         | 1,604         |
| Anticipo de Clientes                          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Pasivo por Arrendamiento                      | 12            | 1             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Otros Pasivos Circulantes                     | 1,602         | 1,597         | 1,390         | 2,013         | 1,480         | 1,534         | 1,182         | 1,604         |
| <b>Pasivos no Circulantes</b>                 | <b>21,542</b> | <b>23,518</b> | <b>8,439</b>  | <b>14,013</b> | <b>18,019</b> | <b>15,559</b> | <b>8,503</b>  | <b>13,980</b> |
| Pasivo con Costo                              | 17,850        | 19,874        | 4,703         | 10,000        | 14,001        | 11,403        | 4,684         | 10,000        |
| Impuestos Diferidos                           | 1,801         | 1,941         | 1,815         | 1,875         | 2,091         | 2,226         | 1,897         | 1,840         |
| Otros Pasivos No Circulantes                  | 1,891         | 1,702         | 1,921         | 2,138         | 1,927         | 1,930         | 1,922         | 2,139         |
| Pasivo por Arrendamiento                      | 2             | 2             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Provisión por remediación del medio ambiente  | 1,836         | 1,628         | 1,854         | 2,066         | 1,854         | 1,854         | 1,854         | 2,066         |
| Beneficio a empleados y Otros                 | 52            | 72            | 67            | 72            | 73            | 76            | 0             | 74            |
| <b>CAPITAL CONTABLE</b>                       | <b>11,029</b> | <b>10,092</b> | <b>5,810</b>  | <b>8,444</b>  | <b>7,808</b>  | <b>9,385</b>  | <b>5,285</b>  | <b>8,561</b>  |
| <b>Minoritario</b>                            | <b>977</b>    | <b>922</b>    | <b>849</b>    | <b>984</b>    | <b>1,014</b>  | <b>1,089</b>  | <b>849</b>    | <b>1,008</b>  |
| Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros      | 936           | 803           | 823           | 908           | 968           | 1,014         | 834           | 980           |
| Utilidad del Ejercicio                        | 41            | 119           | 26            | 76            | 46            | 75            | 15            | 29            |
| <b>Mayoritario</b>                            | <b>10,052</b> | <b>9,170</b>  | <b>4,962</b>  | <b>7,460</b>  | <b>6,794</b>  | <b>8,296</b>  | <b>4,436</b>  | <b>7,553</b>  |
| Capital Contribuido                           | 177           | 177           | 177           | 177           | 177           | 177           | 177           | 177           |
| Utilidades Acumuladas y Otros                 | 11,657        | 8,019         | 5,568         | 8,222         | 5,693         | 6,617         | 4,450         | 7,163         |
| Utilidad del Ejercicio                        | -1,781        | 975           | -783          | -939          | 924           | 1,502         | -190          | 213           |
| <b>Deuda Total</b>                            | <b>24,174</b> | <b>20,262</b> | <b>18,973</b> | <b>17,877</b> | <b>18,001</b> | <b>17,403</b> | <b>18,938</b> | <b>17,945</b> |
| <b>Deuda Neta</b>                             | <b>21,836</b> | <b>18,482</b> | <b>17,466</b> | <b>16,393</b> | <b>15,180</b> | <b>12,650</b> | <b>17,617</b> | <b>16,288</b> |
| <b>Días Cuentas por Cobrar</b>                | <b>43</b>     | <b>27</b>     | <b>31</b>     | <b>34</b>     | <b>33</b>     | <b>34</b>     | <b>38</b>     | <b>30</b>     |
| <b>Días Inventario</b>                        | <b>163</b>    | <b>150</b>    | <b>168</b>    | <b>193</b>    | <b>164</b>    | <b>163</b>    | <b>180</b>    | <b>192</b>    |
| <b>Días Proveedores</b>                       | <b>64</b>     | <b>43</b>     | <b>39</b>     | <b>45</b>     | <b>30</b>     | <b>27</b>     | <b>43</b>     | <b>44</b>     |

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)

|   | Año Calendario |        |         |        |        |        | Acumulado         |         |
|---|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|-------------------|---------|
|   | 2021*          | 2022*  | 2023*   | 2024*  | 2025P  | 2026P  | 1T24              | 1T25    |
| <b>Ventas Totales</b>                           | 12,833         | 12,665 | 8,758   | 10,459 | 12,496 | 13,672 | 2,246             | 3,127   |
| <b>Costo de Ventas</b>                          | 6,277          | 6,591  | 4,889   | 4,470  | 6,027  | 6,576  | 1,066             | 1,253   |
| <b>Utilidad Bruta</b>                           | 6,557          | 6,074  | 3,870   | 5,989  | 6,470  | 7,096  | 1,180             | 1,874   |
| Gastos de Operación                             | 1,111          | 1,149  | 988     | 1,024  | 1,212  | 1,326  | 249               | 287     |
| <b>EBITDA</b>                                   | 5,446          | 4,925  | 2,881   | 4,965  | 5,257  | 5,770  | 930               | 1,587   |
| Depreciación y Amortización                     | 2,404          | 2,215  | 2,079   | 2,107  | 1,734  | 1,703  | 542               | 515     |
| Depreciación                                    | 1,427          | 1,241  | 1,231   | 1,317  | 964    | 932    | 330               | 329     |
| Amortización de Intangibles                     | 913            | 948    | 848     | 789    | 770    | 770    | 213               | 186     |
| Depreciación de Activos por Derecho de Uso      | 64             | 26     | 1       | 0      | 0      | 0      | 0                 | 0       |
| <b>Utilidad Operativa antes de Otros</b>        | 3,042          | 2,710  | 802     | 2,859  | 3,524  | 4,068  | 388               | 1,072   |
| <b>Otros Ingresos y Gastos Netos</b>            | -1,650         | -377   | -1,015  | -725   | -380   | -416   | -121              | -128    |
| <b>Utilidad Operativa después de Otros</b>      | 1,392          | 2,333  | -213    | 2,133  | 3,144  | 3,652  | 267               | 944     |
| Ingresos por Intereses                          | 28             | 26     | 92      | 101    | 72     | 98     | 20                | 19      |
| Otros Productos Financieros                     | 0              | 46     | 18      | 0      | 0      | 0      | 0                 | 0       |
| Intereses Pagados por Pasivos Financieros       | 772            | 810    | 1,548   | 1,820  | 1,575  | 1,295  | 468               | 376     |
| Intereses Pagados por Arrendamiento             | 3              | 1      | 0       | 0      | 0      | 0      | 0                 | 0       |
| Otros Gastos Financieros                        | 141            | 2      | 178     | 27     | 0      | 0      | 0                 | 0       |
| Pérdida por Cambio en Valor de Derivados        | 1,591          | 29     | 29      | 176    | 0      | 0      | 0                 | 0       |
| Ingreso Financiero Neto                         | -2,479         | -769   | -1,646  | -1,922 | -1,503 | -1,197 | -448              | -357    |
| Resultado Cambiario                             | -505           | 918    | 1,532   | -965   | -255   | -202   | 76                | -14     |
| <b>Resultado Integral de Financiamiento</b>     | -2,983         | 148    | -114    | -2,887 | -1,758 | -1,399 | -372              | -371    |
| <b>Utilidad Después del RIF</b>                 | -1,592         | 2,481  | -328    | -754   | 1,386  | 2,253  | -105              | 573     |
| Participación en Asociadas                      | 0              | 0      | 0       | 0      | 0      | 0      | 0                 | 0       |
| <b>Utilidad antes de Impuestos</b>              | -1,592         | 2,481  | -328    | -754   | 1,386  | 2,253  | -105              | 573     |
| <b>Impuestos sobre la Utilidad</b>              | 149            | 1,388  | 430     | 109    | 416    | 676    | 70                | 331     |
| Impuestos Causados                              | 185            | 304    | 436     | 896    | 333    | 541    | 69                | 314     |
| Impuestos Diferidos                             | -36            | 1,084  | -7      | -787   | 83     | 135    | 0                 | 17      |
| <b>Utilidad Neta Consolidada</b>                | -1,741         | 1,094  | -757    | -863   | 970    | 1,577  | -175              | 242     |
| Participación minoritaria en la utilidad        | 41             | 119    | 26      | 76     | 46     | 75     | 15                | 29      |
| <b>Participación mayoritaria en la utilidad</b> | -1,781         | 975    | -783    | -939   | 924    | 1,502  | -190              | 213     |
| <i>Cifras UDM</i>                               |                |        |         |        |        |        | <i>Cifras UDM</i> |         |
| Cambio en Ventas                                | 26.4%          | -1.3%  | -30.8%  | 19.4%  | 16.4%  | 9.4%   | -30.7%            | 38.1%   |
| Margen Bruto                                    | 51.1%          | 48.0%  | 44.2%   | 57.3%  | 51.8%  | 51.9%  | 45.6%             | 58.9%   |
| Margen EBITDA                                   | 42.4%          | 38.9%  | 32.9%   | 47.5%  | 42.1%  | 42.2%  | 33.7%             | 49.6%   |
| Tasa de Impuestos                               | -9.4%          | 55.9%  | -131.0% | -14.4% | 30.0%  | 30.0%  | -10.5%            | -489.7% |
| Ventas Netas a PP&E                             | 0.6            | 0.7    | 0.6     | 0.7    | 0.9    | 1.0    | 0.6               | 0.7     |
| ROCE  | 12.1%          | 12.1%  | 4.3%    | 16.7%  | 20.2%  | 23.4%  | 3.6%              | 20.3%   |
| Tasa Pasiva                                     | 3.1%           | 3.6%   | 8.0%    | 9.6%   | 8.6%   | 7.3%   | 8.9%              | 9.2%    |
| Tasa Activa                                     | 0.9%           | 0.8%   | 3.6%    | 3.5%   | 2.1%   | 1.9%   | 3.6%              | 3.4%    |

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



## Escenario Base: Flujo de Efectivo (Cifras en millones de pesos)

|   | Año Calendario |               |               |               |               |               | Acumulado         |              |
|---|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|--------------|
|   | 2021*          | 2022*         | 2023*         | 2024*         | 2025P         | 2026P         | 1T24              | 1T25         |
| <b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>                                 |                |               |               |               |               |               |                   |              |
| Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos                    | -1,592         | 2,481         | -328          | -754          | 1,386         | 2,253         | -105              | 573          |
| Provisiones del Periodo   | 0              | 0             | -15           | -66           | 0             | 0             | -17               | -6           |
| <b>Partidas sin Impacto en el Efectivo</b>                      | <b>0</b>       | <b>0</b>      | <b>-15</b>    | <b>-66</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>-17</b>        | <b>-6</b>    |
| Depreciación  | 1,427          | 1,241         | 1,231         | 1,317         | 964           | 932           | 330               | 329          |
| Amortización de Intangibles                                     | 913            | 948           | 848           | 789           | 770           | 770           | 213               | 186          |
| Amortización de Arrendamientos                                  | 64             | 26            | 1             | 0             | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb. y Negocios Conjuntos        | 36             | 4             | 23            | -85           | 0             | 0             | 0                 | -0           |
| Pérdida (Reversión) por Deterioro                               | 1,213          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| Participación en Asociados y Negocios Conjuntos                 | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| Intereses a Favor   | -28            | -26           | -92           | -101          | -72           | -98           | -20               | -19          |
| Fluctuación Cambiaria   | 348            | -943          | -1,778        | 1,301         | 255           | 202           | -90               | 14           |
| <b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>       | <b>3,974</b>   | <b>1,250</b>  | <b>233</b>    | <b>3,221</b>  | <b>1,917</b>  | <b>1,807</b>  | <b>433</b>        | <b>510</b>   |
| Intereses Devengados  | 775            | 811           | 1,548         | 1,820         | 1,575         | 1,295         | 468               | 376          |
| Intereses por Arrendamiento y Otros                             | 3              | 1             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| <b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>                    | <b>778</b>     | <b>812</b>    | <b>1,549</b>  | <b>1,820</b>  | <b>1,575</b>  | <b>1,295</b>  | <b>468</b>        | <b>376</b>   |
| <b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>       | <b>3,160</b>   | <b>4,543</b>  | <b>1,439</b>  | <b>4,222</b>  | <b>4,878</b>  | <b>5,355</b>  | <b>779</b>        | <b>1,453</b> |
| Decremento (Incremento) en Clientes                             | 1,244          | 111           | -80           | 78            | -160          | -136          | -111              | 10           |
| Decremento (Incremento) en Inventarios                          | -86            | 114           | 119           | 46            | -140          | -179          | 2                 | 9            |
| Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos       | -146           | 31            | 79            | 172           | -128          | -85           | -104              | -138         |
| Incremento (Decremento) en Proveedores                          | -59            | -594          | -29           | -5            | -14           | -27           | 24                | 72           |
| Incremento (Decremento) en Otros Pasivos                        | -289           | -241          | 114           | 184           | 136           | 57            | -42               | 61           |
| <b>Capital de trabajo</b>                                       | <b>664</b>     | <b>-579</b>   | <b>204</b>    | <b>474</b>    | <b>-304</b>   | <b>-370</b>   | <b>-231</b>       | <b>15</b>    |
| Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos                     | -155           | -245          | -578          | -200          | -333          | -541          | -241              | -822         |
| <b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>            | <b>508</b>     | <b>-824</b>   | <b>-374</b>   | <b>274</b>    | <b>-637</b>   | <b>-911</b>   | <b>-472</b>       | <b>-807</b>  |
| <b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>         | <b>3,669</b>   | <b>3,719</b>  | <b>1,065</b>  | <b>4,496</b>  | <b>4,241</b>  | <b>4,444</b>  | <b>307</b>        | <b>646</b>   |
| <b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>                                 |                |               |               |               |               |               | <b>0</b>          | <b>0</b>     |
| Inversión en Prop., Planta y Equipo                             | -205           | -367          | -381          | -558          | -500          | -515          | -99               | -156         |
| Venta de Propiedades, Planta y Equipo                           | 0              | 7             | 32            | 27            | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| Inversión en Activos Intangibles                                | -293           | -5            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| Intereses Cobrados  | 28             | 26            | 92            | 101           | 72            | 98            | 20                | 19           |
| <b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>     | <b>-471</b>    | <b>-339</b>   | <b>-257</b>   | <b>-452</b>   | <b>-429</b>   | <b>-417</b>   | <b>-79</b>        | <b>-138</b>  |
| <b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b> | <b>3,198</b>   | <b>3,380</b>  | <b>808</b>    | <b>4,044</b>  | <b>3,812</b>  | <b>4,027</b>  | <b>228</b>        | <b>508</b>   |
| <b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>                            |                |               |               |               |               |               | <b>0</b>          | <b>0</b>     |
| Financiamientos Bancarios y Bursátiles                          | 5,672          | 101           | 8,214         | 1,234         | 6,600         | 3,200         | 41                | 51           |
| Amortización de Financiamientos Bancarios y Bursátiles          | -6,714         | -3,093        | -7,855        | -3,540        | -7,750        | -4,000        | 0                 | 0            |
| Amortización de Otros Arrendamientos                            | -67            | -27           | -1            | -0            | 0             | 0             | -0                | 0            |
| Intereses Pagados   | -796           | -800          | -1,438        | -1,638        | -1,575        | -1,295        | -455              | -386         |
| Intereses Pagados por Arrendamientos                            | -3             | -1            | -0            | -0            | 0             | 0             | -0                | 0            |
| <b>Financiamiento "Ajeno"</b>                                   | <b>-1,907</b>  | <b>-3,820</b> | <b>-1,080</b> | <b>-3,945</b> | <b>-2,725</b> | <b>-2,095</b> | <b>-414</b>       | <b>-335</b>  |
| Incrementos (Decremento) en el Capital Social                   | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| Dividendos Pagados  | 0              | -118          | 0             | -123          | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| <b>Financiamiento "Propio"</b>                                  | <b>0</b>       | <b>-118</b>   | <b>0</b>      | <b>-123</b>   | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>          | <b>0</b>     |
| <b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>             | <b>-1,907</b>  | <b>-3,938</b> | <b>-1,080</b> | <b>-4,068</b> | <b>-2,725</b> | <b>-2,095</b> | <b>-414</b>       | <b>-335</b>  |
| <b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>                | <b>1,291</b>   | <b>-558</b>   | <b>-272</b>   | <b>-24</b>    | <b>1,087</b>  | <b>1,932</b>  | <b>-186</b>       | <b>173</b>   |
| Efectivo y equiv. al principio del Periodo                      | 1,047          | 2,337         | 1,780         | 1,507         | 1,733         | 2,820         | 1,507             | 1,483        |
| <b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>                   | <b>2,337</b>   | <b>1,780</b>  | <b>1,507</b>  | <b>1,483</b>  | <b>2,820</b>  | <b>4,753</b>  | <b>1,321</b>      | <b>1,657</b> |
| <i>Cifras UDM</i>   |                |               |               |               |               |               | <i>Cifras UDM</i> |              |
| CAPEX de Mantenimiento  | -55            | -99           | -104          | -121          | -175          | -180          | -124              | -118         |
| <b>Flujo Libre de Efectivo</b>                                  | <b>3,544</b>   | <b>3,592</b>  | <b>960</b>    | <b>4,375</b>  | <b>4,065</b>  | <b>4,264</b>  | <b>747</b>        | <b>4,717</b> |
| Amortización de Deuda   | 6,714          | 3,093         | 7,855         | 3,540         | 7,750         | 4,000         | 4,899             | 3,540        |
| Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias                   | -4,995         | -3,093        | -7,855        | -3,540        | 0             | 0             | -1,899            | -2,219       |
| Amortización Neta   | 1,719          | 0             | 0             | 0             | 7,750         | 4,000         | 3,000             | 1,321        |
| Intereses Netos Pagados   | 768            | 774           | 1,346         | 1,538         | 1,503         | 1,197         | 1,523             | 1,470        |
| <b>Servicio de la Deuda</b>                                     | <b>2,487</b>   | <b>774</b>    | <b>1,346</b>  | <b>1,538</b>  | <b>9,253</b>  | <b>5,197</b>  | <b>4,523</b>      | <b>2,791</b> |
| <b>DSCR</b>   | <b>1.4</b>     | <b>4.6</b>    | <b>0.7</b>    | <b>2.8</b>    | <b>0.4</b>    | <b>0.8</b>    | <b>0.2</b>        | <b>1.7</b>   |
| Caja Inicial Disponible   | 1,047          | 2,337         | 1,780         | 1,507         | 1,733         | 2,820         | 2,108             | 2,108        |
| <b>DSCR con Caja</b>  | <b>1.8</b>     | <b>7.7</b>    | <b>2.0</b>    | <b>3.8</b>    | <b>0.6</b>    | <b>1.4</b>    | <b>0.6</b>        | <b>2.4</b>   |
| <b>Deuda Neta a FLE</b>   | <b>6.2</b>     | <b>5.1</b>    | <b>18.2</b>   | <b>3.7</b>    | <b>3.7</b>    | <b>3.0</b>    | <b>23.6</b>       | <b>3.5</b>   |
| <b>Deuda Neta a EBITDA</b>                                      | <b>4.0</b>     | <b>3.8</b>    | <b>6.1</b>    | <b>3.3</b>    | <b>2.9</b>    | <b>2.2</b>    | <b>23.6</b>       | <b>3.5</b>   |

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)

|   | 2021*         | 2022*         | 2023*         | Al Cierre     |               |               | 1T24          | 1T25          |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|   |               |               |               | 2024*         | 2025P         | 2026P         |               |               |
| <b>ACTIVOS TOTALES</b>                        | <b>41,684</b> | <b>36,177</b> | <b>30,465</b> | <b>32,895</b> | <b>29,155</b> | <b>28,644</b> | <b>29,803</b> | <b>32,710</b> |
| <b>Activo Circulante</b>                      | <b>7,239</b>  | <b>6,279</b>  | <b>5,569</b>  | <b>5,538</b>  | <b>5,347</b>  | <b>6,119</b>  | <b>5,557</b>  | <b>5,829</b>  |
| Efectivo y Equivalentes de Efectivo           | 2,337         | 1,780         | 1,507         | 1,483         | 566           | 987           | 1,321         | 1,657         |
| Cuentas por Cobrar a Clientes                 | 863           | 948           | 1,028         | 950           | 1,372         | 1,492         | 1,139         | 940           |
| Otras Cuentas por Cobrar Neto                 | 71            | 30            | 25            | 33            | 50            | 54            | 29            | 39            |
| Inventarios                                   | 2,879         | 2,608         | 2,197         | 2,538         | 2,412         | 2,558         | 2,174         | 2,528         |
| Pagos Anticipados y Otros Activos Circulantes | 311           | 299           | 291           | 302           | 449           | 487           | 417           | 421           |
| Impuestos Por Recuperar                       | 777           | 615           | 522           | 233           | 499           | 541           | 478           | 245           |
| <b>Activos No Circulantes</b>                 | <b>34,445</b> | <b>29,898</b> | <b>24,896</b> | <b>27,357</b> | <b>23,807</b> | <b>22,525</b> | <b>24,245</b> | <b>26,881</b> |
| Planta, Propiedad y Equipo                    | 20,914        | 18,175        | 13,871        | 15,502        | 13,715        | 13,203        | 13,374        | 15,184        |
| Activos Intangibles                           | 6,725         | 5,770         | 5,184         | 5,266         | 3,932         | 3,162         | 4,935         | 5,140         |
| Inversión en Concesiones                      | 1,399         | 1,235         | 1,049         | 950           | 749           | 594           | 1,008         | 910           |
| Desarrollo de mina, software y licencias      | 5,327         | 4,536         | 4,135         | 4,316         | 3,183         | 2,567         | 3,927         | 4,230         |
| Impuestos Diferidos                           | 6,792         | 5,950         | 5,841         | 6,588         | 6,160         | 6,160         | 5,936         | 6,557         |
| Otros Activos No Circulantes                  | 14            | 2             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Instrumentos Financieros Derivados            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Activos por Derecho de Uso                    | 14            | 2             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>PASIVOS TOTALES</b>                        | <b>30,656</b> | <b>26,086</b> | <b>24,655</b> | <b>24,451</b> | <b>23,283</b> | <b>22,729</b> | <b>24,518</b> | <b>24,149</b> |
| <b>Pasivo Circulante</b>                      | <b>9,114</b>  | <b>2,568</b>  | <b>16,215</b> | <b>10,439</b> | <b>5,825</b>  | <b>7,901</b>  | <b>16,014</b> | <b>10,170</b> |
| Pasivo con Costo                              | 6,323         | 387           | 14,270        | 7,877         | 4,000         | 6,000         | 14,254        | 7,945         |
| Proveedores                                   | 1,176         | 583           | 554           | 549           | 417           | 381           | 578           | 621           |
| Otros sin Costo                               | 1,614         | 1,598         | 1,391         | 2,013         | 1,408         | 1,520         | 1,182         | 1,604         |
| Anticipo de Clientes                          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Pasivo por Arrendamiento                      | 12            | 1             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Otros Pasivos Circulantes                     | 1,602         | 1,597         | 1,390         | 2,013         | 1,408         | 1,520         | 1,182         | 1,604         |
| <b>Pasivos no Circulantes</b>                 | <b>21,542</b> | <b>23,518</b> | <b>8,439</b>  | <b>14,013</b> | <b>17,458</b> | <b>14,827</b> | <b>8,503</b>  | <b>13,980</b> |
| Pasivo con Costo                              | 17,850        | 19,874        | 4,703         | 10,000        | 13,563        | 10,911        | 4,684         | 10,000        |
| Impuestos Diferidos                           | 1,801         | 1,941         | 1,815         | 1,875         | 1,968         | 1,986         | 1,897         | 1,840         |
| Otros Pasivos No Circulantes                  | 1,891         | 1,702         | 1,921         | 2,138         | 1,927         | 1,930         | 1,922         | 2,139         |
| Pasivo por Arrendamiento                      | 2             | 2             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Provisión por remediación del medio ambiente  | 1,836         | 1,628         | 1,854         | 2,066         | 1,854         | 1,854         | 1,854         | 2,066         |
| Beneficio a empleados y Otros                 | 52            | 72            | 67            | 72            | 73            | 76            | 0             | 74            |
| <b>CAPITAL CONTABLE</b>                       | <b>11,029</b> | <b>10,092</b> | <b>5,810</b>  | <b>8,444</b>  | <b>5,871</b>  | <b>5,915</b>  | <b>5,285</b>  | <b>8,561</b>  |
| <b>Minoritario</b>                            | <b>977</b>    | <b>922</b>    | <b>849</b>    | <b>984</b>    | <b>923</b>    | <b>925</b>    | <b>849</b>    | <b>1,008</b>  |
| Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros      | 936           | 803           | 823           | 908           | 946           | 923           | 834           | 980           |
| Utilidad del Ejercicio                        | 41            | 119           | 26            | 76            | -24           | 2             | 15            | 29            |
| <b>Mayoritario</b>                            | <b>10,052</b> | <b>9,170</b>  | <b>4,962</b>  | <b>7,460</b>  | <b>4,949</b>  | <b>4,990</b>  | <b>4,436</b>  | <b>7,553</b>  |
| Capital Contribuido                           | 177           | 177           | 177           | 177           | 177           | 177           | 177           | 177           |
| Utilidades Acumuladas y Otros                 | 11,657        | 8,019         | 5,568         | 8,222         | 5,251         | 4,772         | 4,450         | 7,163         |
| Utilidad del Ejercicio                        | -1,781        | 975           | -783          | -939          | -479          | 42            | -190          | 213           |
| <b>Deuda Total</b>                            | <b>24,174</b> | <b>20,262</b> | <b>18,973</b> | <b>17,877</b> | <b>17,563</b> | <b>16,911</b> | <b>18,938</b> | <b>17,945</b> |
| <b>Deuda Neta</b>                             | <b>21,836</b> | <b>18,482</b> | <b>17,466</b> | <b>16,393</b> | <b>16,997</b> | <b>15,924</b> | <b>17,617</b> | <b>16,288</b> |
| <b>Días Cuentas por Cobrar</b>                | <b>43</b>     | <b>27</b>     | <b>31</b>     | <b>34</b>     | <b>40</b>     | <b>40</b>     | <b>38</b>     | <b>30</b>     |
| <b>Días Inventario</b>                        | <b>163</b>    | <b>150</b>    | <b>168</b>    | <b>193</b>    | <b>166</b>    | <b>165</b>    | <b>180</b>    | <b>192</b>    |
| <b>Días Proveedores</b>                       | <b>64</b>     | <b>43</b>     | <b>39</b>     | <b>45</b>     | <b>29</b>     | <b>26</b>     | <b>43</b>     | <b>44</b>     |

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)

|   | Año Calendario |        |         |        |        |        | Acumulado         |         |
|---|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|-------------------|---------|
|   | 2021*          | 2022*  | 2023*   | 2024*  | 2025P  | 2026P  | 1T24              | 1T25    |
| <b>Ventas Totales</b>                           | 12,833         | 12,665 | 8,758   | 10,459 | 9,979  | 10,826 | 2,246             | 3,127   |
| <b>Costo de Ventas</b>                          | 6,277          | 6,591  | 4,889   | 4,470  | 5,461  | 5,910  | 1,066             | 1,253   |
| <b>Utilidad Bruta</b>                           | 6,557          | 6,074  | 3,870   | 5,989  | 4,518  | 4,916  | 1,180             | 1,874   |
| Gastos de Operación                             | 1,111          | 1,149  | 988     | 1,024  | 1,217  | 1,321  | 249               | 287     |
| <b>EBITDA</b>                                   | 5,446          | 4,925  | 2,881   | 4,965  | 3,301  | 3,595  | 930               | 1,587   |
| Depreciación y Amortización                     | 2,404          | 2,215  | 2,079   | 2,107  | 1,728  | 1,690  | 542               | 515     |
| Depreciación                                    | 1,427          | 1,241  | 1,231   | 1,317  | 957    | 920    | 330               | 329     |
| Amortización de Intangibles                     | 913            | 948    | 848     | 789    | 770    | 770    | 213               | 186     |
| Depreciación de Activos por Derecho de Uso      | 64             | 26     | 1       | 0      | 0      | 0      | 0                 | 0       |
| <b>Utilidad Operativa antes de Otros</b>        | 3,042          | 2,710  | 802     | 2,859  | 1,573  | 1,905  | 388               | 1,072   |
| <b>Otros Ingresos y Gastos Netos</b>            | -1,650         | -377   | -1,015  | -725   | -303   | -329   | -121              | -128    |
| <b>Utilidad Operativa después de Otros</b>      | 1,392          | 2,333  | -213    | 2,133  | 1,270  | 1,576  | 267               | 944     |
| Ingresos por Intereses                          | 28             | 26     | 92      | 101    | 38     | 33     | 20                | 19      |
| Otros Productos Financieros                     | 0              | 46     | 18      | 0      | 0      | 0      | 0                 | 0       |
| Intereses Pagados por Pasivos Financieros       | 772            | 810    | 1,548   | 1,820  | 1,621  | 1,326  | 468               | 376     |
| Intereses Pagados por Arrendamiento             | 3              | 1      | 0       | 0      | 0      | 0      | 0                 | 0       |
| Otros Gastos Financieros                        | 141            | 2      | 178     | 27     | 0      | 0      | 0                 | 0       |
| Pérdida por Cambio en Valor de Derivados        | 1,591          | 29     | 29      | 176    | 0      | 0      | 0                 | 0       |
| Ingreso Financiero Neto                         | -2,479         | -769   | -1,646  | -1,922 | -1,584 | -1,293 | -448              | -357    |
| Resultado Cambiario                             | -505           | 918    | 1,532   | -965   | -188   | -148   | 76                | -14     |
| <b>Resultado Integral de Financiamiento</b>     | -2,983         | 148    | -114    | -2,887 | -1,772 | -1,441 | -372              | -371    |
| <b>Utilidad Después del RIF</b>                 | -1,592         | 2,481  | -328    | -754   | -502   | 135    | -105              | 573     |
| Participación en Asociadas                      | 0              | 0      | 0       | 0      | 0      | 0      | 0                 | 0       |
| <b>Utilidad antes de Impuestos</b>              | -1,592         | 2,481  | -328    | -754   | -502   | 135    | -105              | 573     |
| <b>Impuestos sobre la Utilidad</b>              | 149            | 1,388  | 430     | 109    | 1      | 91     | 70                | 331     |
| Impuestos Causados                              | 185            | 304    | 436     | 896    | 1      | 73     | 69                | 314     |
| Impuestos Diferidos                             | -36            | 1,084  | -7      | -787   | 0      | 18     | 0                 | 17      |
| <b>Utilidad Neta Consolidada</b>                | -1,741         | 1,094  | -757    | -863   | -503   | 44     | -175              | 242     |
| Participación minoritaria en la utilidad        | 41             | 119    | 26      | 76     | -24    | 2      | 15                | 29      |
| <b>Participación mayoritaria en la utilidad</b> | -1,781         | 975    | -783    | -939   | -479   | 42     | -190              | 213     |
| <i>Cifras UDM</i>                               |                |        |         |        |        |        | <i>Cifras UDM</i> |         |
| Cambio en Ventas                                | 26.4%          | -1.3%  | -30.8%  | 19.4%  | 3.5%   | 8.5%   | -30.7%            | 38.1%   |
| Margen Bruto                                    | 51.1%          | 48.0%  | 44.2%   | 57.3%  | 45.3%  | 45.4%  | 45.6%             | 58.9%   |
| Margen EBITDA                                   | 42.4%          | 38.9%  | 32.9%   | 47.5%  | 33.1%  | 33.2%  | 33.7%             | 49.6%   |
| Tasa de Impuestos                               | -9.4%          | 55.9%  | -131.0% | -14.4% | -0.2%  | 67.6%  | -10.5%            | -489.7% |
| Ventas Netas a PP&E                             | 0.6            | 0.7    | 0.6     | 0.7    | 0.7    | 0.8    | 0.6               | 0.7     |
| ROCE  | 12.1%          | 12.1%  | 4.3%    | 16.7%  | 9.2%   | 11.3%  | 3.6%              | 20.3%   |
| Tasa Pasiva                                     | 3.1%           | 3.6%   | 8.0%    | 9.6%   | 9.0%   | 7.7%   | 8.9%              | 9.2%    |
| Tasa Activa                                     | 0.9%           | 0.8%   | 3.6%    | 3.5%   | 1.9%   | 1.5%   | 3.6%              | 3.4%    |

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)

|   | Año Calendario |               |               |               |               |               | Acumulado         |              |
|---|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|--------------|
|   | 2021*          | 2022*         | 2023*         | 2024*         | 2025P         | 2026P         | 1T24              | 1T25         |
| <b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>                                 |                |               |               |               |               |               |                   |              |
| Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos                    | -1,592         | 2,481         | -328          | -754          | -502          | 135           | -105              | 573          |
| Provisiones del Periodo   | 0              | 0             | -15           | -66           | 0             | 0             | -17               | -6           |
| <b>Partidas sin Impacto en el Efectivo</b>                      | <b>0</b>       | <b>0</b>      | <b>-15</b>    | <b>-66</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>-17</b>        | <b>-6</b>    |
| Depreciación  | 1,427          | 1,241         | 1,231         | 1,317         | 957           | 920           | 330               | 329          |
| Amortización de Intangibles                                     | 913            | 948           | 848           | 789           | 770           | 770           | 213               | 186          |
| Amortización de Arrendamientos                                  | 64             | 26            | 1             | 0             | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos       | 36             | 4             | 23            | -85           | 0             | 0             | 0                 | -0           |
| Pérdida (Reversión) por Deterioro                               | 1,213          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| Participación en Asociados y Negocios Conjuntos                 | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| Intereses a Favor   | -28            | -26           | -92           | -101          | -38           | -33           | -20               | -19          |
| Fluctuación Cambiaria   | 348            | -943          | -1,778        | 1,301         | 188           | 148           | -90               | 14           |
| <b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>       | <b>3,974</b>   | <b>1,250</b>  | <b>233</b>    | <b>3,221</b>  | <b>1,878</b>  | <b>1,805</b>  | <b>433</b>        | <b>510</b>   |
| Intereses Devengados  | 775            | 811           | 1,548         | 1,820         | 1,621         | 1,326         | 468               | 376          |
| Intereses por Arrendamiento y Otros                             | 3              | 1             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| <b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>                    | <b>778</b>     | <b>812</b>    | <b>1,549</b>  | <b>1,820</b>  | <b>1,621</b>  | <b>1,326</b>  | <b>468</b>        | <b>376</b>   |
| <b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>       | <b>3,160</b>   | <b>4,543</b>  | <b>1,439</b>  | <b>4,222</b>  | <b>2,997</b>  | <b>3,266</b>  | <b>779</b>        | <b>1,453</b> |
| Decremento (Incremento) en Clientes                             | 1,244          | 111           | -80           | 78            | -116          | -120          | -111              | 10           |
| Decremento (Incremento) en Inventarios                          | -86            | 114           | 119           | 46            | -91           | -146          | 2                 | 9            |
| Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos       | -146           | 31            | 79            | 172           | -33           | -85           | -104              | -138         |
| Incremento (Decremento) en Proveedores                          | -59            | -594          | -29           | -5            | -22           | -35           | 24                | 72           |
| Incremento (Decremento) en Otros Pasivos                        | -289           | -241          | 114           | 184           | 49            | 115           | -42               | 61           |
| <b>Capital de trabajo</b>                                       | <b>664</b>     | <b>-579</b>   | <b>204</b>    | <b>474</b>    | <b>-214</b>   | <b>-271</b>   | <b>-231</b>       | <b>15</b>    |
| Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos                     | -155           | -245          | -578          | -200          | -1            | -73           | -241              | -822         |
| <b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>            | <b>508</b>     | <b>-824</b>   | <b>-374</b>   | <b>274</b>    | <b>-215</b>   | <b>-344</b>   | <b>-472</b>       | <b>-807</b>  |
| <b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>         | <b>3,669</b>   | <b>3,719</b>  | <b>1,065</b>  | <b>4,496</b>  | <b>2,782</b>  | <b>2,922</b>  | <b>307</b>        | <b>646</b>   |
| <b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>                                 |                |               |               |               |               |               |                   |              |
| Inversión en Prop., Planta y Equipo                             | -205           | -367          | -381          | -558          | -399          | -407          | -99               | -156         |
| Venta de Propiedades, Planta y Equipo                           | 0              | 7             | 32            | 27            | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| Inversión en Activos Intangibles                                | -293           | -5            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| Intereses Cobrados  | 28             | 26            | 92            | 101           | 38            | 33            | 20                | 19           |
| <b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>     | <b>-471</b>    | <b>-339</b>   | <b>-257</b>   | <b>-452</b>   | <b>-362</b>   | <b>-374</b>   | <b>-79</b>        | <b>-138</b>  |
| <b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b> | <b>3,198</b>   | <b>3,380</b>  | <b>808</b>    | <b>4,044</b>  | <b>2,421</b>  | <b>2,547</b>  | <b>228</b>        | <b>508</b>   |
| <b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>                            |                |               |               |               |               |               |                   |              |
| Financiamientos Bancarios y Bursátiles                          | 5,672          | 101           | 8,214         | 1,234         | 6,239         | 3,200         | 41                | 51           |
| Amortización de Financiamientos Bancarios y Bursátiles          | -6,714         | -3,093        | -7,855        | -3,540        | -7,548        | -4,000        | 0                 | 0            |
| Amortización de Otros Arrendamientos                            | -67            | -27           | -1            | -0            | 0             | 0             | -0                | 0            |
| Intereses Pagados   | -796           | -800          | -1,438        | -1,638        | -1,621        | -1,326        | -455              | -386         |
| Intereses Pagados por Arrendamientos                            | -3             | -1            | -0            | -0            | 0             | 0             | -0                | 0            |
| <b>Financiamiento "Ajeno"</b>                                   | <b>-1,907</b>  | <b>-3,820</b> | <b>-1,080</b> | <b>-3,945</b> | <b>-2,931</b> | <b>-2,126</b> | <b>-414</b>       | <b>-335</b>  |
| Incrementos (Decremento) en el Capital Social                   | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| Dividendos Pagados  | 0              | -118          | 0             | -123          | 0             | 0             | 0                 | 0            |
| <b>Financiamiento "Propio"</b>                                  | <b>0</b>       | <b>-118</b>   | <b>0</b>      | <b>-123</b>   | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>          | <b>0</b>     |
| <b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>             | <b>-1,907</b>  | <b>-3,938</b> | <b>-1,080</b> | <b>-4,068</b> | <b>-2,931</b> | <b>-2,126</b> | <b>-414</b>       | <b>-335</b>  |
| <b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>                | <b>1,291</b>   | <b>-558</b>   | <b>-272</b>   | <b>-24</b>    | <b>-510</b>   | <b>421</b>    | <b>-186</b>       | <b>173</b>   |
| Efectivo y equiv. al principio del Periodo                      | 1,047          | 2,337         | 1,780         | 1,507         | 1,076         | 566           | 1,507             | 1,483        |
| <b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>                   | <b>2,337</b>   | <b>1,780</b>  | <b>1,507</b>  | <b>1,483</b>  | <b>566</b>    | <b>987</b>    | <b>1,321</b>      | <b>1,657</b> |
| <i>Cifras UDM</i>   |                |               |               |               |               |               | <i>Cifras UDM</i> |              |
| CAPEX de Mantenimiento  | -55            | -99           | -104          | -121          | -140          | -143          | -124              | -118         |
| <b>Flujo Libre de Efectivo</b>                                  | <b>3,544</b>   | <b>3,592</b>  | <b>960</b>    | <b>4,375</b>  | <b>2,643</b>  | <b>2,779</b>  | <b>747</b>        | <b>4,717</b> |
| Amortización de Deuda   | 6,714          | 3,093         | 7,855         | 3,540         | 7,548         | 4,000         | 4,899             | 3,540        |
| Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias                   | -4,995         | -3,093        | -7,855        | -3,540        | 0             | 0             | -1,899            | -2,219       |
| Amortización Neta   | 1,719          | 6,323         | 0             | 0             | 7,548         | 4,000         | 3,000             | 1,321        |
| Intereses Netos Pagados   | 768            | 774           | 1,346         | 1,538         | 1,584         | 1,293         | 1,523             | 1,470        |
| <b>Servicio de la Deuda</b>                                     | <b>2,487</b>   | <b>7,097</b>  | <b>1,346</b>  | <b>1,538</b>  | <b>9,132</b>  | <b>5,293</b>  | <b>4,523</b>      | <b>2,791</b> |
| <b>DSCR</b>   | <b>1.4</b>     | <b>0.5</b>    | <b>0.7</b>    | <b>2.8</b>    | <b>0.3</b>    | <b>0.5</b>    | <b>0.2</b>        | <b>1.7</b>   |
| Caja Inicial Disponible   | 1,047          | 2,337         | 1,780         | 1,507         | 1,076         | 566           | 2,108             | 2,108        |
| <b>DSCR con Caja</b>  | <b>1.8</b>     | <b>0.8</b>    | <b>2.0</b>    | <b>3.8</b>    | <b>0.4</b>    | <b>0.6</b>    | <b>0.6</b>        | <b>2.4</b>   |
| <b>Deuda Neta a FLE</b>   | <b>6.2</b>     | <b>5.1</b>    | <b>18.2</b>   | <b>3.7</b>    | <b>6.4</b>    | <b>5.7</b>    | <b>23.6</b>       | <b>3.5</b>   |
| <b>Deuda Neta a EBITDA</b>                                      | <b>4.0</b>     | <b>3.8</b>    | <b>6.1</b>    | <b>3.3</b>    | <b>5.1</b>    | <b>4.4</b>    | <b>23.6</b>       | <b>3.5</b>   |

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



**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   | Programa Dual CP: HR2   |
| Fecha de última acción de calificación  | Programa Dual CP: 3 de octubre de 2024  |
| Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación  | 1T22-1T25   |
| Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas  | Información proporcionada por la Empresa y estados financieros dictaminados anuales por Deloitte. |
| 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/](http://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](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, 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 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, 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](mailto:comunicaciones@hrratings.com)



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS