

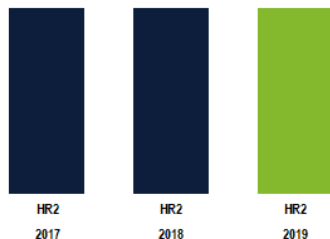
A NRSRO Rating*

Calificación

Programa Dual CP

HR2

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Contactos

Hatsutaro Takahashi

Director Ejecutivo de Deuda
Corporativa / ABC
hatsutaro.takahashi@hrratings.com

José Luis Cano

Director Ejecutivo de Deuda
Corporativa / ABC
joseluis.cano@hrratings.com

Alberto Marín

Analista de Corporativos
alberto.marin@hrratings.com

HR Ratings ratificó la calificación de HR2 para la porción de CP de su Programa Dual de Vasconia

La ratificación de la calificación se basa en la recuperación y la generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) durante 2019, revirtiendo la tendencia negativa del 2018, consecuencia de una acumulación de inventarios, lo cual afectó los últimos doce meses (UDM) al tercer trimestre de 2019 (3T19) respecto a nuestros escenarios de la revisión anterior, el cual dio como resultado un FLE por debajo de nuestro escenario de estrés. No obstante, durante los primeros nueve meses del 2019 se observó un avance en la generación de FLE alcanzando P\$183m, superior al FLE en el escenario base del año anterior por un avance en resultados operativos, parcialmente contrarrestado por mayores días de inventario reflejo de una desaceleración de la economía que afectó los diversos sectores que utilizan aluminio como base de su producción; sumado a la estrategia de compra de aluminio primario a menor precio, pero de contado, que impactó negativamente la cuenta de proveedores. Hacia los siguientes periodos esperamos que continúe la recuperación del FLE, principalmente por avance en las ventas industriales por mayor diversificación hacia el segmento automotriz, la exención de México a pagar el 10% de arancel de exportación a los Estados Unidos de América y la implementación de tarifas antidumping en productos importados, resultando en una reducción y estabilización de las principales cuentas del capital de trabajo.

El Programa Dual con carácter revolvente es por un monto de hasta P\$1,000m o su equivalente en UDIS o Divisas, a un plazo de 5 años a partir de la autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) el 10 de diciembre de 2015. El saldo insoluto de los CEBURS de CP en circulación no podrá exceder P\$250m o su equivalente en UDIS o Divisas. A continuación, se muestran los detalles del Programa:

Características del Programa Dual de Certificados Bursátiles	
Emisor	Grupo Vasconia, S.A.B.
Tipo de Valor	Certificados Bursátiles de Corto y Largo Plazo
Monto Autorizado del Programa	Hasta P\$1,000.0m o su equivalente en UDIs o divisas con carácter revolvente.
Vigencia del Programa	5 años, a partir de la autorización del 10 de diciembre de 2015.
Monto Permitido para las Emisiones	El saldo insoluto de principal de los Certificados Bursátiles de Corto Plazo en circulación no podrá exceder de hasta P\$250.0m o su equivalente en UDIs con carácter revolvente, mientras que el saldo insoluto de principal de los Certificados Bursátiles de Largo Plazo podrá representar hasta el monto total autorizado del Programa.
Emisiones	Cada emisión de Certificados Bursátiles que se realice al amparo del Programa contará con sus propias características y serán determinados por el Emisor y el o los intermediarios colocadores para cada emisión. La Empresa podrá emitir, ofrecer y colocar una o más emisiones de Certificados Bursátiles al amparo del Programa, de manera simultánea o sucesiva, ya sea de corto o largo plazo.
Amortización	La amortización de los Certificados Bursátiles se llevará a cabo conforme se indique en el Suplemento, Avisos y Títulos correspondientes, pudiendo amortizarse mediante un solo pago al vencimiento o mediante amortizaciones voluntarias o programadas.
Garantía	Los Certificados Bursátiles de Corto Plazo constituyen deuda quirografaria y no contarán con garantía específica alguna. Los Certificados Bursátiles de Largo Plazo podrán constituir deuda quirografaria o contar con garantía específica, según se determine para cada emisión.
Intermediario Colocador	Actinver Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Actinver; Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Scotiabank Inverlat
Representante Común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero o cualquier otra institución de crédito o casa de bolsa autorizada por el Emisor, según se determine en el Título y/o Suplemento de cada emisión.

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

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadoradora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

Supuestos y Resultados ¹	UDM				Escenario Base				Escenario de Estrés			
	3T18	3T19	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
Ventas	3,373	3,220	3,158	3,457	2,983	3,537	3,815	4,137	2,946	3,389	3,530	3,704
Margen EBITDA	9.6%	12.9%	10.0%	10.3%	13.2%	13.2%	13.2%	13.4%	11.4%	9.7%	9.8%	9.6%
Margen EBITDA Ajustado **	9.6%	10.7%	10.0%	10.3%	10.2%	10.8%	10.7%	10.9%	8.4%	7.2%	7.1%	6.8%
EBITDA	325	416	315	355	394	466	502	553	336	330	345	354
EBITDA Ajustado **	325	345	315	355	304	381	409	452	246	245	252	253
Flujo Libre de Efectivo *	(160)	156	109	(250)	220	234	254	257	118	218	245	235
CAPEX	120	136	(149)	(127)	(139)	(100)	(121)	(127)	(139)	(100)	(121)	(127)
Deuda Total	996	1,060	824	1,081	1,085	987	903	845	1,185	1,114	1,057	1,039
Deuda Neta	982	1,047	691	1,068	1,071	973	890	831	1,174	1,102	1,041	1,019
Años de Pago (DN / EBITDA)	3.0	2.5	2.2	3.0	2.7	2.1	1.8	1.5	3.5	3.3	3.0	2.9
Años de Pago (DN / FLE)	(6.1)	6.7	6.3	(4.3)	4.9	4.2	3.5	3.2	9.9	5.1	4.3	4.3
DSCR	-1.1x	0.3x	0.7x	-1.3x	0.4x	0.6x	0.9x	1.3x	0.2x	0.5x	0.7x	1.0x
DSCR con caja inicial	-0.2x	0.3x	2.2x	-0.6x	0.4x	0.6x	0.9x	1.4x	0.2x	0.5x	0.8x	1.0x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T19.

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

** Ajuste por IFR16

¹ Cifras en millones de pesos mexicanos.

Desempeño Histórico / Comparado vs. Proyectado.

- **Menor generación de FLE.** En los UDM al 3T19 la generación de FLE fue inferior 53.9% que nuestro escenario de estrés proyectado en la revisión anterior, primordialmente resultado de mayores requerimientos de Capital de Trabajo, superiores a los que comúnmente opera la empresa, dando como resultado un deterioro en nuestras principales métricas de cobertura de deuda (DSCR) por debajo de la unidad, así como un incremento en Años de Pago a FLE a 2.5 años (vs. 2.1 años del escenario de estrés).
- **Mayor nivel de Endeudamiento.** Como consecuencia de los mayores requerimientos de Capital Trabajo observados, la deuda neta de la Empresa incrementó 33.3% respecto a nuestro escenario de estrés y 6.6% mayor que la deuda neta al 3T18, alcanzando P\$1,047m al 3T19 (vs. P\$982m al 3T18 y P\$785m del escenario de estrés), deteriorándose fuertemente los años de pago a FLE.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Recuperación gradual de los ingresos en el segmento industrial.** Con base a los cambios en la política exterior (T-MEC y aranceles antidumping), particularmente de exportación e importación de aluminio favorecida a productores mexicanos. También asumimos que el segmento comercial mantiene la tendencia observada de crecimiento anual de 11.1%.
- **Mejora en el capital de trabajo y FLE.** Inventarios y resultados operativos por una mejor mezcla de venta con líneas de producto y clientes más rentables, además, la Empresa busca enfocar esfuerzos comerciales en acciones estratégicas como mayor proximidad con sus clientes a través de más sucursales y énfasis en prospección de productos rentables y de mayor valor agregado.
- **Mejora Gradual en los principales indicadores de deuda.** Como consecuencia de la mejora y estabilización proyectada en los resultados operativos y financieros de la Empresa, se espera que el servicio de cobertura de deuda (DSCR) incremente a niveles por arriba de la unidad.

Factores adicionales considerados

- **Precios del aluminio.** Se considera al precio del aluminio internacional como un factor clave para los ingresos de la Empresa, ya que en los dos segmentos en los que se encuentra (industrial y consumo) juega un papel importante en el mercado.

- **Posición de liderazgo de los principales productos que fabrica.** Dentro del segmento industrial, la Empresa cuenta con una participación de alrededor de 80.0% del mercado nacional de disco de aluminio. Asimismo, dentro de segmento de consumo (productos para el hogar), uno de sus principales productos (ollas de presión) mantiene una participación aproximada del 70.0% del mercado nacional.
- **Diversificación en ingresos y exposición al Aluminio.** La Empresa opera con dos segmentos de venta enfocados a usuarios de productos de aluminio: el industrial y consumo (productos para el hogar); lo que le ha permitido crecer a tasas de un dígito alto durante el periodo de 2014-2017, además de beneficiarse por fluctuaciones de tipo de cambio y sinergias a nivel consolidado; estos factores le han permitido compensar fluctuaciones en el precio del aluminio, dado que este último representa el principal insumo de la Empresa.

Factores que podrían subir la calificación

- **Mejora en los indicadores de deuda.** En caso de generar un FLE mayor al proyectado, continuando y con ello resultando en un DSCR promedio por encima de 0.8x, como resultado la calificación podría verse beneficiada.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Niveles de Cobertura Inferiores.** En caso de que la Empresa no sea capaz de mantener una recuperación en FLE y EBITDA, como resultado de esto, tener métricas DSCR por debajo de 0.6x, la calificación podría verse impactada.

Anexo - Escenario Base

Vasconia (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)									
	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T18	3T19
ACTIVOS TOTALES	3,583	3,620	3,607	3,980	4,075	4,222	4,418	3,661	4,034
Activo Circulante	1,943	1,994	2,011	1,887	2,033	2,211	2,432	2,081	1,946
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	237	134	14	14	15	13	14	15	14
Activos Financieros Disponibles para su venta y otros	245	218	132	117	117	117	117	137	117
Cuentas por Cobrar a Clientes	692	832	840	724	759	812	897	797	666
Otras Cuentas por Cobrar e Impuestos por Recuperar	71	8	77	34	30	30	32	39	51
Inventarios	697	803	948	998	1,114	1,239	1,373	1,093	1,098
Activos no Circulantes	1,640	1,626	1,596	2,093	2,041	2,011	1,986	1,581	2,088
Inversiones en Subsid. N.C.	208	210	210	210	210	210	210	210	210
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	1,418	1,376	1,347	1,346	1,289	1,259	1,237	1,311	1,364
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	8	21	20	24	24	24	24	21	24
Activos por derechos de uso	0	0	0	496	499	498	495	0	466
Cargos Diferidos y Otros	5	19	18	17	19	20	20	38	24
PASIVOS TOTALES	1,745	1,774	1,890	2,323	2,322	2,339	2,380	1,906	2,388
Pasivo Circulante	794	982	1,264	1,161	1,222	1,309	1,485	1,246	1,422
Pasivo con Costo	102	121	483	335	228	133	117	362	522
Proveedores	377	517	477	432	544	667	793	574	494
Impuestos por Pagar	36	10	15	11	11	11	11	80	11
Provisiones	279	333	289	292	344	399	461	230	305
Arrendamientos Puros a CP	0	0	0	91	95	99	103	0	90
Pasivos no Circulantes	951	792	626	1,162	1,100	1,030	895	660	965
Pasivo con Costo	842	703	598	749	759	770	728	635	538
Impuestos Diferidos	73	30	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos No Circulantes	36	60	28	412	341	260	167	25	427
Beneficio Empleados y Derivados	36	60	27	28	28	28	28	25	28
Arrendamientos Puros a LP	0	0	0	385	313	232	138	0	400
CAPITAL CONTABLE	1,838	1,846	1,717	1,657	1,752	1,883	2,039	1,755	1,646
Capital Contribuido	347	347	347	347	347	347	347	347	347
Utilidades Acumuladas	1,481	1,449	1,319	1,305	1,310	1,413	1,534	1,375	1,327
Utilidad del Ejercicio	11	50	51	5	95	123	159	34	(28)
Deuda Total	944	824	1,081	1,085	987	903	845	996	1,060
Deuda Neta	707	691	1,068	1,071	973	890	831	982	1,047
Días Cuenta por Cobrar Clientes	80	78	78	84	79	78	77	80	81
Días Inventario	138	119	123	155	120	119	119	121	141
Días por Pagar Proveedores	52	71	74	75	74	73	72	77	71

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19.

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

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T18	3T19
Ventas Netas	2,795	3,158	3,457	2,983	3,537	3,815	4,137	2,453	2,216
Costos de Operación	2,297	2,509	2,761	2,354	2,789	3,008	3,258	1,993	1,775
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	498	649	696	629	748	807	879	460	442
Gastos de Generales	284	334	341	235	281	305	326	252	173
UOPADA (EBITDA)	214	315	355	394	466	502	553	208	269
Depreciación y Amortización	122	122	150	246	242	245	250	110	187
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	92	192	205	148	224	257	303	98	82
Otros ingresos generales y (gastos) netos	(8)	(31)	(20)	(6)	(6)	(6)	(7)	(5)	(6)
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	84	162	185	143	218	251	297	93	76
Ingresos por Intereses	14	7	5	5	8	9	10	3	2
Intereses Pagados	58	60	81	125	86	79	73	54	85
Ingreso Financiero Neto	(44)	(53)	(76)	(120)	(78)	(71)	(63)	(51)	(83)
Resultado Cambiario	(5)	(40)	(13)	(34)	(4)	(4)	(6)	(10)	(28)
Resultado Integral de Financiamiento	(49)	(93)	(89)	(154)	(82)	(74)	(69)	(61)	(111)
Resultado antes de Impuestos	28	69	96	(11)	136	176	228	33	(35)
Impuestos sobre la Utilidad	18	19	45	(17)	41	53	68	(1)	(8)
Impuestos Causados	32	42	41	5	60	49	52	25	16
Impuestos Diferidos	(15)	(23)	4	(22)	(19)	4	16	(26)	(24)
Resultado antes de operaciones discontinuadas	11	50	51	5	95	123	159	34	(28)
Resultado Neto Consolidado	11	50	51	5	95	123	159	34	(28)
Cambio en Ventas (%)	-1.0%	13.0%	9.5%	-13.7%	18.6%	7.9%	8.4%	11.3%	-4.5%
Margen Bruto	17.8%	20.5%	20.1%	21.1%	21.1%	21.1%	21.2%	20.0%	21.0%
Margen EBITDA	7.7%	10.0%	10.3%	13.2%	13.2%	13.2%	13.4%	9.6%	12.9%
EBITDA Ajustado ***	214	315	355	304	381	409	452	325	345
Margen EBITDA Ajustado***	7.7%	10.0%	10.3%	10.2%	10.8%	10.7%	10.9%	9.6%	10.7%
Tasa de Impuestos (%)	62.8%	27.0%	46.9%	147.1%	30.0%	30.0%	30.0%	21.3%	139.5%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	2.0	2.3	2.6	2.2	2.7	3.0	3.3	2.6	2.4
Retorno sobre Capital Empleado (%)	4.0%	8.6%	8.3%	5.7%	9.0%	9.4%	9.9%	7.6%	7.3%
Tasa Pasiva	6.2%	6.9%	8.9%	9.0%	9.0%	8.9%	8.5%	7.8%	7.8%
Tasa Activa	1.5%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.0%	0.4%

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19.

*** Ajuste por la IFR16

A NRSRO Rating*

Vasconia (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)									
	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T18	3T19
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	28	69	96	(11)	136	176	228	33	(35)
Depreciación y Amortización	122	122	150	246	242	245	250	110	187
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0	0	2	0
Intereses a Favor	(14)	(7)	(5)	(5)	(8)	(9)	(10)	(3)	(2)
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	115	115	145	246	236	236	240	109	185
Intereses Devengados	58	60	81	125	86	79	73	54	85
Otras Partidas de Financiamiento	0	0	0	2	0	0	0	0	2
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	58	60	81	126	86	79	73	54	87
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	201	244	322	361	458	492	541	196	236
Decremento (Incremento) en Clientes	74	(45)	(113)	116	(34)	(53)	(85)	22	243
Decremento (Incremento) en Inventarios	198	(105)	(225)	(50)	(115)	(126)	(134)	(266)	(139)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	0	0	0	0	(1)	(0)	1	(39)	(59)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(48)	123	(61)	(45)	112	123	127	76	(13)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	65	16	(1)	(38)	(16)	(22)	(27)	(87)	22
Capital de trabajo	289	(12)	(400)	(18)	(54)	(79)	(118)	(295)	53
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(37)	(35)	(60)	(10)	(60)	(49)	(52)	(42)	(21)
Flujos Generados (Req.) Utilizados en la Operación	252	(47)	(461)	(28)	(115)	(128)	(171)	(336)	32
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	453	197	(139)	333	343	364	370	(140)	268
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(65)	(149)	(127)	(139)	(100)	(121)	(127)	(108)	(117)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	0	1	0	0	0	0	1	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	(2)	0	0	0	(2)	(2)
Intereses Cobrados	14	7	5	5	8	9	10	3	2
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(62)	(142)	(121)	(135)	(92)	(112)	(117)	(106)	(117)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	391	56	(260)	198	251	252	252	(246)	152
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	0	0	421	978	237	144	75	244	688
Amortización de Financiamientos Bancarios	(96)	(96)	(190)	(971)	(335)	(228)	(133)	(84)	(700)
Amortización de Otros Financiamientos	0	(2)	(6)	(80)	(66)	(90)	(121)	(4)	(55)
Intereses Pagados y otras partidas	(57)	(60)	(75)	(124)	(86)	(79)	(73)	(29)	(84)
Financiamiento "Ajeno"	(153)	(158)	150	(197)	(250)	(254)	(252)	128	(152)
Recompra de Acciones	(0)	(0)	(3)	(0)	0	0	0	(1)	(0)
Dividendos Pagados	(14)	(2)	(8)	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Propio"	(14)	(2)	(10)	(0)	0	0	0	(1)	(0)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(167)	(160)	140	(197)	(250)	(254)	(252)	127	(152)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	224	(104)	(120)	0	1	(2)	1	(119)	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	13	237	134	14	14	15	13	134	14
Efectivo y equiv. al final del Periodo	237	134	14	14	15	13	14	15	14
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	(109)	(88)	(111)	(111)	(109)	(110)	(112)	(105)	(114)
Flujo Libre de Efectivo	344	109	(250)	220	234	254	257	(160)	156
Amortización de Deuda	96	98	196	1,052	401	318	254	(112)	(807)
Revolencia automática	26	5	(75)	(568)	(66)	(90)	(121)	220	1,169
Amortización de Deuda Final	122	102	121	483	335	228	133	108	362
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	43	52	70	119	78	71	63	42	127
Servicio de la Deuda	165	155	192	602	413	299	196	150	488
DSCR	2.1	0.7	(1.3)	0.4	0.6	0.9	1.3	(1.1)	0.3
Caja Inicial Disponible	13	237	134	14	14	15	13	134	14
DSCR con Caja Inicial	2.2	2.2	(0.6)	0.4	0.6	0.9	1.4	(0.2)	0.3
Deuda Neta a FLE	2.1	6.3	(4.3)	4.9	4.2	3.5	3.2	(6.1)	6.7
Deuda Neta a EBITDA	3.3	2.2	3.0	2.7	2.1	1.8	1.5	3.0	3.0

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19.

Anexo - Escenario de Estrés

Vasconia (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)									
	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T18	3T19
ACTIVOS TOTALES	3,583	3,620	3,607	4,015	4,007	3,897	3,831	3,661	4,034
Activo Circulante	1,943	1,994	2,011	1,923	1,966	1,887	1,845	2,081	1,946
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	237	134	14	10	11	16	20	15	14
Activos Financieros Disponibles para su venta y otros	245	218	132	117	117	117	117	137	117
Cuentas por Cobrar a Clientes	692	832	840	698	648	582	610	797	666
Otras Cuentas por Cobrar e Impuestos por Recuperar	71	8	77	34	30	30	32	39	51
Inventarios	697	803	948	1,064	1,160	1,142	1,066	1,093	1,098
Activos no Circulantes	1,640	1,626	1,596	2,093	2,041	2,011	1,986	1,581	2,088
Inversiones en Subsid. N.C.	208	210	210	210	210	210	210	210	210
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	1,418	1,376	1,347	1,346	1,289	1,259	1,237	1,311	1,364
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	8	21	20	24	24	24	24	21	24
Activos por derechos de uso	0	0	0	496	499	498	495	0	466
Cargos Diferidos y Otros	5	19	18	17	19	20	20	38	24
PASIVOS TOTALES	1,745	1,774	1,890	2,444	2,453	2,369	2,341	1,906	2,388
Pasivo Circulante	794	982	1,264	1,199	1,250	1,220	1,285	1,246	1,422
Pasivo con Costo	102	121	483	352	252	167	151	362	522
Proveedores	377	517	477	448	531	484	448	574	494
Impuestos por Pagar	36	10	15	11	11	11	11	80	11
Provisiones	279	333	289	297	361	459	573	230	305
Arrendamientos Puros a CP	0	0	0	91	95	99	103	0	90
Pasivos no Circulantes	951	792	626	1,245	1,203	1,149	1,056	660	965
Pasivo con Costo	842	703	598	833	861	889	889	635	538
Impuestos Diferidos	73	30	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos No Circulantes	36	60	28	412	341	260	167	25	427
Beneficio Empleados y Derivados	36	60	27	28	28	28	28	25	28
Arrendamientos Puros a LP	0	0	0	385	313	232	138	0	400
CAPITAL CONTABLE	1,838	1,846	1,717	1,576	1,569	1,582	1,588	1,755	1,646
Capital Contribuido	347	347	347	347	347	347	347	347	347
Utilidades Acumuladas	1,481	1,449	1,319	1,305	1,229	1,230	1,233	1,375	1,327
Utilidad del Ejercicio	11	50	51	(76)	(7)	5	10	34	(28)
Deuda Total	944	824	1,081	1,185	1,114	1,057	1,039	996	1,060
Deuda Neta	707	691	1,068	1,174	1,102	1,041	1,019	982	1,047
Días Cuenta por Cobrar Clientes	80	78	78	84	80	79	79	80	81
Días Inventario	138	119	123	155	121	120	119	121	141
Días por Pagar Proveedores	52	71	74	74	73	70	68	77	71

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19.

A NRSRO Rating*

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

	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T18	3T19
Ventas Netas	3,158	3,457	2,946	3,389	3,530	3,704	2,453	2,216
Costos de Operación	2,509	2,761	2,385	2,803	2,924	3,086	1,993	1,775
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	649	696	562	586	606	618	460	442
Gastos de Generales	334	341	225	256	261	263	252	173
UOPADA (EBITDA)	315	355	336	330	345	354	208	269
Depreciación y Amortización	122	150	246	242	245	250	110	187
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	192	205	90	88	100	105	98	82
Otros ingresos generales y (gastos) netos	(31)	(20)	(6)	(6)	(6)	(7)	(5)	(6)
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	162	185	85	82	94	98	93	76
Ingresos por Intereses	7	5	5	7	8	8	3	2
Intereses Pagados	60	81	126	95	90	85	54	85
Ingreso Financiero Neto	(53)	(76)	(121)	(88)	(82)	(77)	(51)	(83)
Resultado Cambiario	(40)	(13)	(34)	(4)	(4)	(6)	(10)	(28)
Resultado Integral de Financiamiento	(93)	(89)	(155)	(92)	(86)	(83)	(61)	(111)
Resultado antes de Impuestos	69	96	(71)	(10)	8	14	33	(35)
Impuestos sobre la Utilidad	19	45	5	(3)	2	4	(1)	(8)
Impuestos Causados	42	41	32	27	37	33	25	16
Impuestos Diferidos	(23)	4	(26)	(30)	(35)	(28)	(26)	(24)
Resultado antes de operaciones discontinuadas	50	51	(76)	(7)	5	10	34	(28)
Resultado Neto Consolidado	50	51	(76)	(7)	5	10	34	(28)
Cambio en Ventas (%)	13.0%	9.5%	-14.8%	15.0%	4.2%	4.9%	11.3%	-4.5%
Margen Bruto	20.5%	20.1%	19.1%	17.3%	17.2%	16.7%	20.0%	21.0%
Margen EBITDA	10.0%	10.3%	11.4%	9.7%	9.8%	9.6%	9.6%	12.9%
EBITDA Ajustado ***	315	355	246	245	252	253	325	345
Margen EBITDA Ajustado***	10.0%	10.3%	8.4%	7.2%	7.1%	6.8%	9.6%	10.7%
Tasa de Impuestos (%)	27.0%	46.9%	-7.5%	30.0%	30.0%	30.0%	21.3%	139.5%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	2.3	2.6	2.2	2.6	2.8	3.0	2.6	2.4
Retorno sobre Capital Empleado (%)	8.6%	8.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	7.6%	7.3%
Tasa Pasiva	6.9%	8.9%	8.9%	9.1%	8.9%	8.5%	7.8%	7.8%
Tasa Activa	0.7%	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.0%	0.4%

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19.

*** Ajuste por la IFR16

Vasconia (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T18	3T19
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	28	69	96	(71)	(10)	8	14	33	(35)
Depreciación y Amortización	122	122	150	246	242	245	250	110	187
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0	0	2	0
Intereses a Favor	(14)	(7)	(5)	(5)	(7)	(8)	(8)	(3)	(2)
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	115	115	145	246	236	237	242	109	185
Intereses Devengados	58	60	81	126	95	90	85	54	85
Otras Partidas de Financiamiento	0	0	0	2	0	0	0	0	2
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	58	60	81	128	95	90	85	54	87
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	201	244	322	303	321	335	342	196	236
Decremento (Incremento) en Clientes	74	(45)	(113)	143	49	66	(28)	22	243
Decremento (Incremento) en Inventarios	198	(105)	(225)	(116)	(95)	17	77	(266)	(139)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	0	0	0	0	(1)	(0)	1	(39)	(59)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(48)	123	(61)	(29)	83	(47)	(36)	76	(13)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	65	16	(1)	(34)	(3)	20	25	(87)	22
Capital de trabajo	289	(12)	(400)	(36)	32	57	38	(295)	53
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(37)	(35)	(60)	(37)	(27)	(37)	(33)	(42)	(21)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	252	(47)	(461)	(73)	6	20	6	(336)	32
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	453	197	(139)	230	327	355	347	(140)	268
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(65)	(149)	(127)	(139)	(100)	(121)	(127)	(108)	(117)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	0	1	0	0	0	0	1	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	(2)	0	0	0	(2)	(2)
Intereses Cobrados	14	7	5	5	7	8	8	3	2
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(62)	(142)	(121)	(135)	(93)	(113)	(119)	(106)	(117)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	391	56	(260)	95	234	242	228	(246)	152
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	0	0	421	1,078	280	195	150	244	688
Amortización de Financiamientos Bancarios	(96)	(96)	(190)	(971)	(352)	(252)	(167)	(84)	(700)
Amortización de Otros Financiamientos	0	(2)	(6)	(80)	(66)	(90)	(121)	(4)	(55)
Intereses Pagados y otras partidas	(57)	(60)	(75)	(126)	(95)	(90)	(85)	(29)	(84)
Financiamiento "Ajeno"	(153)	(158)	150	(99)	(233)	(238)	(223)	128	(152)
Recompra de Acciones	(0)	(0)	(3)	(0)	0	0	0	(1)	(0)
Dividendos Pagados	(14)	(2)	(8)	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Propio"	(14)	(2)	(10)	(0)	0	0	0	(1)	(0)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(167)	(160)	140	(99)	(233)	(238)	(223)	127	(152)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	224	(104)	(120)	(4)	1	4	5	(119)	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	13	237	134	14	10	11	16	134	14
Efectivo y equiv. al final del Periodo	237	134	14	10	11	16	20	15	14
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	(109)	(88)	(111)	(111)	(109)	(110)	(112)	(105)	(114)
Flujo Libre de Efectivo	344	109	(250)	118	218	245	235	(247)	153
Amortización de Deuda	96	98	196	1,052	418	342	288	88	756
Revolencia automática	26	5	(75)	(568)	(66)	(90)	(121)	20	(394)
Amortización de Deuda Final	122	102	121	483	352	252	167	108	362
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	43	52	70	120	88	82	77	42	127
Servicio de la Deuda	165	155	192	604	440	335	245	150	488
DSCR	2.1	0.7	(1.3)	0.2	0.5	0.7	1.0	(1.6)	0.3
Caja Inicial Disponible	13	237	134	14	10	11	16	134	14
DSCR con Caja Inicial	2.2	2.2	(0.6)	0.2	0.5	0.8	1.0	(0.8)	0.3
Deuda Neta a FLE	2.1	6.3	(4.3)	9.9	5.1	4.3	4.3	(4.0)	6.8
Deuda Neta a EBITDA	3.3	2.2	3.0	3.5	3.3	3.0	2.9	4.7	3.9

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19.



HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

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

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Deuda Corporativa / ABS

Hatsutaro Takahashi +52 55 1500 3146
hatsutaro.takahashi@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

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

Evaluación del Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, mayo 2014

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

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

Calificación anterior	Porción de CP del Programa Dual: HR2
Fecha de última acción de calificación	Porción de CP del Programa Dual: 20 de diciembre de 2018
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	2011 al 3T19
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información Financiera Trimestral interna e información anual dictaminada por BDO y KPMG
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N/A
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N/A

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

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com 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 calificadoradora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

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

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

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

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadoradora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.