

Calificación

AXO 14 HR A+

Perspectiva Estable

Contactos

María José Arce

Analista
mariajose.arce@hrratings.com

Luis R. Quintero

Director de Deuda Corporativa / ABS
luis.quintero@hrratings.com

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para la Emisión con clave de pizarra AXO 14 es HR A+. El emisor o emisión con esta calificación ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de sus obligaciones de deuda. Mantienen bajo riesgo crediticio. El signo “+” representa una posición de fortaleza relativa dentro de la misma escala de calificación.

HR Ratings ratificó la calificación de LP de HR A+ para la emisión AXO 14 de Grupo Axo y la colocó en Perspectiva Estable, retirando la Revisión Especial.

La ratificación en la calificación de la emisión de CEBURES con clave de pizarra AXO 14 (AXO 14 y/o la Emisión) de Grupo Axo, S.A.P.I. de C.V. (Grupo Axo y/o la Empresa) y la colocación en Perspectiva Estable, retirando la Revisión Especial, se basa en que ya se cuenta con información suficiente sobre la transacción Multibrand Outlet Stores (MOS), incorporando los movimientos esperados dentro de nuestras proyecciones. Con base en lo anterior, la calificación se basa en los bajos niveles de años de pago de la deuda neta esperados para los próximos años bajo un escenario base. Asimismo, se considera la mejora en los niveles de DSCR bajo el periodo proyectado, debido a la reestructura de la deuda por la Emisión colocada durante el 4T14. También se toman en cuenta las eficiencias esperadas por la adquisición de MOS debido a que presenta un mayor margen EBITDA y menores días inventario, lo cual se espera se traduzca en un mayor margen y un alza en la generación de FLE. De igual forma, se toma en cuenta el amplio portafolio de marcas que tiene la Empresa, al igual que el robusto Consejo de Administración y el apoyo actual de los accionistas. Sin embargo, se debe mencionar el alto nivel esperado de CAPEX, así como el elevado nivel de días inventario que mantiene al momento, impactando la generación de FLE al 1T15.

La Emisión se realizó al amparo del Programa de CEBURES de largo plazo con carácter revolvable por un monto de P\$1,000.0m a un plazo de 5 años a partir de su fecha de autorización por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) el 8 de diciembre de 2014. La Emisión se colocó por un monto de P\$1,000.0m a una tasa de TIIE 28 días más una sobretasa de 170 puntos base, a un plazo de 5 años con fecha de vencimiento el 9 de diciembre de 2019 y pago al vencimiento. A continuación se detallan las principales características de la Emisión.

Características de la Emisión de Certificados Bursátiles: AXO 14

Clave de Pizarra de la Emisión	AXO 14
Emisor	Grupo Axo, S.A.P.I. de C.V.
Monto del Programa	P\$1,000.0m o su equivalente en UDIs.
Plazo del Programa	5 años a partir del 8 de diciembre de 2014.
Monto de la Emisión	P\$1,000.0m.
Plazo de la Emisión	1,820 días, equivalentes a 5 años
Garantía	Los CEBURS cuentan con el Aval de las siguientes subsidiarias del Emisor: Baseco, S.A. de C.V., Ledery México, S.A. de C.V., CTBL México, S.A. de C.V., Mexpress Moda, S.A. de C.V., I Nostri Fratelli, S. de R.L.D. de C.V., TWF, S.A. de C.V., Media Partnering, S.A.P.I. de C.V., STC Servicios, S.A. de C.V., Tiendas Urbanas, S.A. de C.V. y Cotone Italiano, S.A. de C.V. y cualquier otra subsidiaria presente o futura del Emisor que sea propiedad al 99.0% y represente al último trimestre por lo menos 5.0% del EBITDA o de los activos totales, con excepción de Downtown Guru, S.A. de C.V. e Intercambio Italiano, S.A. de C.V.
Destino de los Fondos	Los recursos netos que obtendrá el Emisor con motivo de la presente Emisión serán destinados para sustituir deuda, capital de trabajo y usos corporativos generales.
Tasa de la Emisión	TIIE 28 + 170 puntos base
Periodicidad en el Pago de Intereses	Los intereses ordinarios que devenguen los CEBURS se liquidarán cada 28 días.
Amortización del Principal	La amortización de los CEBURS se realizará en un solo pago en la Fecha de Vencimiento.
Amortización Anticipada	El Emisor tendrá el derecho de amortizar anticipadamente, la totalidad o parcialmente los CEBURS a partir del tercer año de vigencia.
Representante Común	Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero

Fuente: HR Ratings con base en el Suplemento Definitivo proporcionado por la Empresa.

La calificación de la Emisión se basa en la calificación corporativa de Grupo Axo, S.A.P.I. de C.V. (ver “Calificación del Emisor” en el presente documento), la cual fue ratificada por HR Ratings en HR A+ con Perspectiva Estable el 3 de julio de 2015. Para mayor información sobre la calificación, se puede consultar el reporte publicado en la página web www.hrratings.com.

Principales Factores Considerados

De acuerdo con la metodología de HR Ratings, se realizaron proyecciones financieras de la Empresa en donde se evalúan sus métricas financieras y efectivo disponible, bajo un escenario base y un escenario de estrés. Las proyecciones abarcan desde el 2T15 hasta el 4T18. A continuación se muestran los resultados proyectados:

Supuestos y Resultados: (m)	2011	2012	2013	2014	2015P	Escenario Base				Escenario de Estrés			
						2016P	2017P	2018P	2019P	2016P	2017P	2018P	2019P
Ventas de Bienes	1,327	1,790	2,234	2,532	4,090	4,971	5,483	6,013	3,769	4,472	4,761	5,055	
Margen Bruto	55.7%	56.7%	56.2%	55.9%	56.6%	57.1%	57.6%	58.1%	55.9%	56.2%	56.5%	56.8%	
Margen EBITDA	18.3%	17.1%	14.5%	13.1%	13.1%	14.2%	14.8%	15.4%	12.1%	13.3%	13.6%	13.9%	
Margen de Operación	14.4%	11.8%	7.5%	7.7%	8.5%	10.4%	10.5%	10.7%	7.2%	8.7%	8.3%	8.0%	
EBITDA	242	306	324	332	534	707	814	926	456	593	646	703	
Utilidad antes de Impuestos	193	185	262	188	318	478	522	584	220	304	270	247	
Flujo Libre de Efectivo *	-25	-0	203	-87	323	283	291	330	185	216	212	201	
CAPEX	151	210	441	429	335	576	746	618	335	533	708	587	
Deuda Total	493	737	897	1,032	1,636	1,477	1,697	1,828	1,636	1,630	2,039	2,301	
Deuda Neta	341	550	405	851	1,022	1,231	1,567	1,701	1,181	1,440	1,872	2,179	
Años de Pago (DN / FLE)	(13.7)	(1,304)	2.0	(9.8)	3.2	4.3	5.4	5.2	6.4	6.7	8.8	10.9	
Años de Pago (DN / EBITDA)	1.4	1.8	1.3	2.6	1.9	1.7	1.9	1.8	2.6	2.4	2.9	3.1	
DSCR **	(0.5)	(0.0)	0.3	(0.2)	2.4	1.1	0.9	0.7	1.2	0.7	0.4	0.3	
DSCR con caja inicial	4.6	0.3	0.6	0.7	3.7	3.4	1.6	1.0	2.4	2.0	0.8	0.5	

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 2T15.

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

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

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- **Bajos niveles de años de pago de la deuda neta a EBITDA y FLE cerrando al 1T15 en niveles de 3.2 años y -14.5 años (vs. 1.7 años y 3.1 años al 1T14).** Para los siguientes años se espera que estos niveles se mantengan en el escenario base.
- **Mejora en niveles de DSCR para los siguientes años, a partir de la reestructura de la deuda durante el 4T14,** a través de la Emisión con clave de pizarra AXO 14 por P\$1,000.0m, estimando bajo un escenario base para el cierre del 4T15 niveles de 2.4x (vs. -0.2x al 4T14).
- **Elevado nivel de días inventarios al cierre del 1T15, presionando la generación de FLE.** Actualmente Grupo Axo presenta 223 días inventario (vs. 165 días inventario al 1T14), cerrando con un FLE de -P\$70.5m al 1T15 (vs. P\$221.9m al 1T14). Se espera que en los futuros periodos el FLE se fortalezca, vía la integración de MOS.
- **Incremento en las necesidades de CAPEX para el periodo 2015 – 2018, representando un promedio anual de P\$284.4m (vs. P\$153.8m para el periodo 2011 – 2014).** Esto se debe a la adquisición de MOS, así como los planes de expansión vía nuevas marcas y nuevas aperturas por parte de la Empresa.
- **Apoyo existente por parte de sus accionistas, habiendo realizado una inyección de capital por P\$254.0m durante el 2T15.** Lo anterior se refleja en un robusto Consejo de Administración compuesto de integrantes correspondientes a distintas industrias de la economía.
- **Existencia de un portafolio multimarcas que abarca distintos segmentos socioeconómicos.** Lo anterior hace más defensiva a la Empresa ante cambios en los ciclos económicos.
- **Amplia disponibilidad de líneas de fondeo,** representando 1.8x la deuda total de Grupo Axo al 1T15, permitiéndole refinanciar la totalidad de su deuda actual.

Dentro de los principales eventos relevantes de la Empresa destaca la adquisición del 50.0% del capital de Multibrand Outlet Stores, S.A.P.I. de C.V. (MOS) el 17 de abril de 2015, así como de la subsecuente inyección de capital por P\$190.0m en una Sociedad Financiera de Objeto Múltiple (SOFOM) relacionada. Esta SOFOM se dedica a la

administración de factoraje para los proveedores de MOS. Multibrand Outlet Stores se especializa en la venta de saldos de diversas marcas, en donde el 70.0% de sus ingresos provienen de ventas en consignación y el 30.0% restante de venta en firme. MOS cuenta con 96 puntos de ventas distribuidos a lo largo de la República Mexicana en 14 estados, operando distintos formatos de tienda como: Promoda Outlet (67 unidades), Reduced (18 unidades), Urban Store (10 unidades) y Reduced (1 unidad). Asimismo, cuenta con un centro de distribución (CEDIS) localizado en la Ciudad de México y una marca propia en sus distintos puntos de venta de nombre Reduced.

Para llevar a cabo dicha adquisición, la Empresa obtuvo un crédito simple a 5 años por P\$700.0m, del cual P\$650.0m se refieren al monto de la transacción y P\$50.0m para nuevas aperturas. Este crédito fue dispuesto en abril de 2015 y presenta amortizaciones mensuales, iguales y consecutivas a partir de mayo de 2015. Lo anterior se espera incremente los niveles de deuda neta, además de aumentar el servicio de deuda de los siguientes años. Sin embargo, se espera que esta operación mejore la generación de EBITDA, debido a que MOS presenta un mayor margen EBITDA (14.2% en 2014). Adicionalmente se estima una reducción paulatina en los días inventarios debido a que MOS maneja un menor número de días inventario, además de que eventualmente se espera colocar parte del inventario de Grupo Axo en dichas tiendas.

El 29 de julio de 2014 la Empresa comenzó a comercializar la marca Victoria's Secret Beauty & Accesories (VSBA) en Chile llevando a cabo la apertura de 3 tiendas. Asimismo, se encuentra en proceso para abrir un Bath & Body Works. Para llevar a cabo la operación de estas tiendas, se apoyan en las oficinas de Alsea en Latinoamérica las cuales les ayudan a realizar todo el backoffice, por lo cual la Empresa paga una cuota mensual. Cabe mencionar que el flujo generado se mantiene en Chile, siendo utilizado para la operación de las tiendas y cualquier excedente se usa para nuevas aperturas.

Es importante mencionar que Grupo Axo cuenta con un robusto Consejo de Administración compuesto de diversos integrantes correspondientes a distintas industrias de la economía, lo cual le brinda una fortaleza en la toma de decisiones. Asimismo, los accionistas representan un soporte financiero para la Empresa por medio de aportaciones de capital. Lo anterior se ve reflejado en la inyección de capital que realizaron durante el 2T15 por P\$154.0m con el objetivo de apoyar el plan de expansión de la Empresa.

En los UDM al cierre del 1T15, Grupo Axo generó ingresos por P\$2,626.6m (vs. P\$2,331.5m al 1T14), equivalente a un crecimiento de 12.7%. Lo anterior se explica principalmente por la maduración dentro del portafolio de las marcas adquiridas durante el 2012 y 2013, como es el caso de Crate & Barrel y Express, formando parte de las cinco principales marcas respecto a las ventas consolidadas (incluyendo las ventas de Guess). Asimismo, parte del crecimiento se debe a la apertura de puntos de venta, representando un incremento de 10.4% al 4T14. En cuanto a la composición de los ingresos en 2014, las cinco principales marcas representan el 78.0% (vs. 80.6% en 2013) de los ingresos totales. Lo anterior nos habla de la relevancia que dichas marcas tienen sobre la operación de la Empresa, aunque la dilución anual no fue tan alta. Es importante señalar que las tres marcas más representativas en términos de ingresos llevan formando parte del portafolio de la Empresa desde 2009 o antes. Sin embargo, las marcas Express y Crate & Barrel se incorporaron al portafolio en 2012, reflejando la buena operación en el desarrollo de dichas marcas. En términos del margen bruto, se observa una mejora presentando niveles de 56.4% al 1T15 (vs. 55.5% al 1T14), debido al incremento en ventas principalmente de la marca VSBA, la cual maneja un mayor

margen bruto. Asimismo, se debe a un mejor surtido de prendas, lo cual se tradujo en un menor nivel de descuentos para desplazar la mercancía por parte de la Empresa.

En términos de generación de EBITDA, en los UDM al 1T15 cerraron en niveles de P\$317.7m (vs. P\$323.1m al 1T14), representando un decremento de -1.7%. Lo anterior nos arroja un margen EBITDA de 12.1% al 1T15 (vs. 13.9% al 1T14). Esto se debe principalmente a que los puntos de venta abiertos durante los UDM todavía se encuentran en etapa de maduración, por lo que todavía no alcanzan su punto de equilibrio. Asimismo, algunas aperturas como las realizadas en la nueva plaza del Toreo todavía no perciben el tráfico esperado, debido a los atrasos en la terminación de dicho centro comercial. En cuanto a la participación de cada marca en la generación de EBITDA en 2014, las cinco principales marcas representan el 88.3% (vs. 95.8% en 2013). Dentro de estas marcas 4 llevan desde 2009 formando parte del portafolio de la Empresa y una se incorporó en 2012.

La generación de FLE en los UDM al 1T15 se vio impactada presentando niveles de -P\$70.5m (vs. P\$221.9m al 1T14). Esto se debe principalmente a un incremento en inventarios por la incorporación de nuevas marcas que requieren de aproximadamente 4 meses de mercancía alcanzando 223 días al 1T15 (vs. 165 días al 1T14).

En cuanto a la deuda total de Grupo Axo al 1T15 asciende a P\$1,079.9m (vs. P\$872.2m al 1T14), representando un incremento de 23.8%. Esto se debe principalmente a que durante el 4T14 se llevó a cabo la Emisión con clave de pizarra AXO 14 por P\$1,000.0m a una tasa TIIE 28 días más una sobretasa de 170 puntos base y con vencimiento el 4T19, bajo el amparo del Programa de CEBURES de largo plazo con carácter revolvente a un plazo de 5 años por P\$1,000.0m. Tomando en consideración el nivel de efectivo y equivalentes al cierre del 1T15 la deuda neta asciende a P\$1,020.0m (vs. P\$558.6m al 1T14), mostrando un incremento de 118.9%. Considerando lo anterior, los años de pago de deuda neta a FLE y EBITDA nos arrojan niveles de -14.5 años y 3.2 años al 1T15 (vs. 2.5 años y 1.7 años al 1T14). Cabe mencionar que los años de pago a FLE son negativos debido a un nivel negativo de FLE al 1T15. Es importante mencionar que al 1T15 la Empresa mantiene disponible el 64.7% del monto total autorizado de sus líneas de fondeo, lo cual les permitiría cubrir 1.8x su deuda actual.

Para determinar el riesgo de liquidez de la Empresa hay que analizar su cobertura del servicio de la deuda (DSCR por sus siglas en inglés). Sin embargo, debido a los niveles negativos de FLE en los UDM al 1T15 se obtiene un DSCR negativo. Considerando la caja inicial disponible obtenemos niveles de 0.2x al 1T15 (vs. 1.2x al 1T14). Lo cual nos habla de las presiones a las que se enfrentó Grupo Axo para liquidar sus obligaciones de deuda debido a que al 1T14 el 60.0% de la deuda era de largo plazo. Debido a la posterior reestructura de la deuda vía la emisión de CEBURS con pago al vencimiento en 5 años, el 91.4% de la deuda pasó a ser de largo plazo (vs. 40.6% al 1T14), mientras el 8.6% restante de corto plazo (vs. 59.4% al 1T14). Actualmente el servicio de la deuda hacia delante ha mejorado, lo cual le brinda tiempo a la Empresa para que las marcas vayan madurando, permitiéndole mejorar el nivel de FLE para hacer frente al servicio de la deuda.

HR Ratings considera en sus proyecciones para el periodo 2015 – 2018 un incremento en los ingresos de la Empresa debido principalmente a la adquisición de MOS, esperando que represente aproximadamente el 40.0% de las ventas totales. Asimismo, esto se basa en el crecimiento esperado de los puntos de venta, tanto de las diferentes marcas de la Empresa como de MOS, además de considerar la maduración de las marcas adquiridas en los UDM. Por lo anterior, se esperar alcanzar un nivel de ventas

de P\$6,013.4m en 2018 bajo el escenario base (vs. P\$5,054.7m en el escenario de estrés). Debido a la incorporación de MOS en la operación de la Empresa, se espera un beneficio en la generación de EBITDA, dado que maneja un mayor margen EBITDA que Grupo Axo esperando alcanzar un margen EBITDA de 15.4% en 2018 en el escenario base (vs. 13.9% en el escenario de estrés).

De igual forma, se contempla una mejora en los días inventario para los próximos años por la incorporación de MOS, debido a que la Empresa espera colocar parte de su inventario en dichas tiendas, al igual que por el menor número de días inventario que MOS opera. Esta mejora en los días inventario sumado a las demás eficiencias, se espera se traduzca en una mayor generación de FLE. Con relación al CAPEX para el periodo proyectado se contempla un promedio de P\$284.4m al año (vs. P\$153.8m para el periodo 2011 – 2014), mostrando un incremento debido a la adquisición de MOS y la inyección de capital por P\$190.0m, así como al plan de nuevas aperturas. Con relación a la deuda, debido al crédito sindicado por P\$700.0m por la adquisición de MOS, además de futuros requerimientos de deuda adicional para poder llevar a cabo el plan de expansión, se espera un incremento en la deuda neta para los siguientes años. Sin embargo, debido a la generación de EBITDA y FLE se espera que los años de pago de deuda neta se mantengan en niveles bajos cerrando en 1.8 años y 5.2 años en el escenario base (vs. 3.1 años y 10.9 años en el escenario de estrés). De acuerdo al incremento en la deuda y las amortizaciones esperadas del crédito sindicado, se contempla que el servicio de la deuda aumente. Sin embargo, se espera un nivel de DSCR acumulado para el periodo proyectado de 1.0x bajo el escenario base (vs. 0.5x en el escenario de estrés), gracias a un mayor nivel de FLE.

Descripción del Emisor

La actividad principal de Grupo Axo, S.A.P.I. de C.V. (Grupo Axo y/o la Empresa) es la comercialización de ropa y accesorios de marcas de prestigio en México. Grupo Axo es la empresa multi-marca más grande de la industria de la moda en México. Cuenta con 20 años de experiencia en el manejo de marcas, a través de la representación, operación, distribución y posicionamiento de marcas de prestigio en el mercado mexicano. Grupo Axo opera a través de asociaciones o licencias, bajo el esquema de tiendas propias (retail) y venta a tiendas departamentales (wholesale). La Empresa cuenta con aproximadamente 1,400 colaboradores.

Grupo Axo es socio estratégico y comercial de 19 marcas internacionalmente reconocidas entre las que destacan: Brunello Cucinelli, Emporio Armani, Marc by Marc Jacobs, Coach, Pink, Theory, Kate Spade, Rapsodia, Brooks Brothers, Guess, Tommy Hilfiger, Chaps, Express, Loft, Abercrombie & Fitch y Hollister, Crate & Barrel, Victoria's Secret Beauty & Accesorios y Bath & Body Works.

Anexos – Escenario Base

(Base): Balance en Pesos Nominales (millones)

	2011*	2012*	2013*	2014*	2015P**	2016P	2017P	2018P	1T14	1T15
ACTIVOS TOTALES	1,307	1,700	2,318	2,828	4,088	4,455	5,216	5,921	2,191	2,750
Activo Circulante	836	1,062	1,401	1,551	2,225	2,162	2,385	2,719	1,201	1,369
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	152	187	492	182	613	246	130	127	314	60
Cuentas por cobrar a Clientes	84	85	113	141	175	206	236	268	98	116
Otras Cuentas por Cobrar (Neto)	43	182	118	141	129	135	140	146	105	126
Inventarios	330	414	513	856	1,159	1,427	1,730	2,030	535	919
Otros Activos Circulantes	227	195	165	232	148	148	148	148	149	148
Activos no-Circulantes	472	637	917	1,277	1,863	2,293	2,831	3,202	990	1,382
Inversiones en Subsid. N.C.	139	161	167	213	212	226	227	229	177	221
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	247	363	553	672	771	970	1,277	1,401	562	710
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	85	108	157	326	787	975	1,174	1,384	206	368
Crédito Mercantil	18	18	16	16	426	426	426	426	16	16
Otros Intangibles	67	90	141	310	361	549	748	958	190	352
Impuestos Diferidos	0	6	40	66	92	121	152	187	45	83
PASIVOS TOTALES	807	1,077	1,365	1,740	2,674	2,777	3,251	3,634	1,218	1,668
Pasivo Circulante	691	907	959	753	1,197	1,521	1,893	3,237	868	681
Pasivo con Costo	385	567	492	47	159	220	339	1,430	524	93
Proveedores y Otras Cuentas por Pagar	156	234	318	563	893	1,145	1,387	1,628	289	456
Impuestos por Pagar	17	9	20	8	22	22	22	22	15	22
Otros Pasivos sin costo	133	97	128	135	124	134	145	157	41	110
Pasivos acumulados	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Partes relacionadas	21	8	2	12	0	0	0	0	0	0
Regalías y comisiones por pagar y otros	111	89	126	122	124	134	145	157	41	110
Pasivos no-Circulantes	116	171	406	987	1,477	1,257	1,358	398	350	987
Pasivo con Costo	108	170	405	986	1,477	1,257	1,358	398	349	987
Impuestos Diferidos	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos no circulantes	0	1	1	1	0	0	0	0	1	0
CAPITAL CONTABLE	500	622	953	1,089	1,414	1,677	1,965	2,286	973	1,082
Minoritario	17	20	19	24	23	23	23	23	19	23
Mayoritario	483	602	934	1,065	1,391	1,654	1,942	2,263	954	1,059
Capital Social	300	300	698	698	852	852	852	852	698	698
Utilidades Acumuladas	36	183	34	236	368	539	802	1,090	236	368
Utilidad del Ejercicio	147	119	201	131	171	263	288	321	20	-8
Deuda Total	493	737	897	1,032	1,636	1,477	1,697	1,828	872	1,080
Deuda Neta	341	550	405	851	1,022	1,231	1,567	1,701	559	1,020
Días Cuentas por Cobrar Clientes	23	17	13	15	15	14	13	13	13	15
Días Inventario	202	173	166	202	223	220	214	210	165	223
Días por Pagar Proveedores	96	91	82	124	134	136	137	137	82	130

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T15.

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

	2011*	2012*	2013*	2014*	2015P**	2016P	2017P	2018P	1T14	1T15
Ventas Netas	1,327	1,790	2,234	2,532	4,090	4,971	5,483	6,013	546	641
Ventas Grupo Axo	1,327	1,790	2,234	2,532	2,687	2,848	3,136	3,419	0	641
Ventas MOS	0	0	0	0	1,403	2,123	2,347	2,594	0	0
Costo de ventas (efectivo)	587	776	979	1,116	1,776	2,133	2,326	2,520	252	280
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	740	1,014	1,255	1,416	2,314	2,838	3,157	3,494	294	361
Gastos de Generales	498	708	931	1,084	1,780	2,131	2,343	2,568	229	309
UOPADA (EBITDA)	242	306	324	332	534	707	814	926	66	52
Depreciación y Amortización	51	95	157	137	188	189	240	284	32	50
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	191	211	168	194	346	518	573	641	34	1
Otros Ingresos y (gastos) netos	6	18	93	17	26	18	19	20	2	13
Utilidad de Oper. después de otros ingresos (gastos)	198	229	261	211	372	536	592	661	36	15
Ingresos por Intereses	1	0	9	0	6	5	4	4	0	0
Intereses Pagados	46	54	66	60	96	110	125	134	14	17
Otros Gastos Financieros	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Ingreso Financiero Neto	-45	-54	-57	-61	-90	-104	-121	-130	-14	-17
Resultado Cambiario	16	-11	-1	-8	-5	-2	-1	-2	-0	-4
Resultado Integral de Financiamiento	-29	-65	-58	-69	-95	-107	-122	-133	-14	-21
Utilidad después del RIF	168	163	203	142	277	429	470	529	22	-6
Participación en Subsid. no Consolidadas	24	22	59	46	41	49	52	55	10	0
Utilidad antes de Impuestos	193	185	262	188	318	478	522	584	32	-6
Impuestos sobre la Utilidad	45	63	61	57	100	143	157	175	12	3
Impuestos Causados	56	76	96	83	127	172	188	210	25	20
Impuestos Diferidos	-11	-13	-35	-25	-27	-29	-31	-35	-13	-17
Utilidad Neta Consolidada	148	122	201	131	218	334	366	409	20	-9
Participación minoritaria en la utilidad	1	3	-1	0	47	71	78	87	-0	-1
Participación mayoritaria en la utilidad	147	119	201	131	171	263	288	321	20	-8
Cambio en Ventas 12m	N/A	34.8%	24.8%	13.3%	61.5%	21.5%	10.3%	9.7%	4.2%	12.7%
Margen Bruto 12m	55.7%	56.7%	56.2%	55.9%	56.6%	57.1%	57.6%	58.1%	55.5%	56.4%
Margen EBITDA 12m	18.3%	17.1%	14.5%	13.1%	13.1%	14.2%	14.8%	15.4%	13.9%	12.1%
Tasa de Impuestos 12m	23.4%	34.0%	23.3%	30.4%	31.4%	30.0%	30.0%	30.0%	23.9%	32.2%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	5.37	4.94	4.04	3.77	5.30	5.12	4.29	4.29	4.15	3.70
Retorno sobre Capital Empleado	146.3%	67.7%	14.8%	12.7%	14.3%	18.2%	16.6%	16.5%	13.4%	9.5%
Tasa Pasiva	37.5%	22.0%	7.5%	6.6%	6.6%	7.1%	7.5%	7.6%	7.5%	6.6%
Tasa Activa	2.3%	0.2%	4.6%	0.0%	1.9%	1.7%	2.2%	2.3%	3.6%	-0.2%

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T15.

(Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2011*	2012*	2013*	2014*	2015P**	2016P	2017P	2018P	1T14	1T15
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN										
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	193	185	262	188	318	478	522	584	32	-6
Depreciación y Amortización	51	95	157	137	188	189	240	284	32	50
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	0	2	6	8	0	0	0	0	0	0
Pérdida(Reversión) por Deterioro	5	0	2	0	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-24	-22	-59	-46	-50	-49	-52	-55	-10	-8
Intereses a Favor	-1	-0	-9	0	-5	-5	-4	-4	-0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	31	75	96	100	133	135	184	225	21	42
Intereses a cargo y comisiones bancarias	46	54	66	60	96	110	125	134	14	17
Otras Partidas	0	0	2	4	5	0	0	0	12	5
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	46	54	69	64	101	110	125	134	25	22
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	270	314	427	352	552	722	832	943	78	58
Decremento (Incremento) en Clientes	-17	-1	-28	-28	-34	-31	-31	-31	15	25
Decremento (Incremento) en Inventarios	-187	-84	-100	-342	-303	-268	-303	-300	-22	-63
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-1	-50	-72	-23	94	-5	-5	-6	28	98
Incremento (Decremento) en Proveedores y Otras Cuentas por Pagar	147	53	107	245	306	252	242	241	-107	-130
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-148	75	37	-58	11	10	11	12	-17	-3
Capital de trabajo	-205	-6	-55	-207	74	-42	-86	-85	-103	-73
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-39	-83	-84	-95	-116	-172	-188	-210	-33	-9
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-244	-89	-140	-301	-42	-214	-273	-295	-137	-82
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	26	225	287	51	510	509	558	648	-58	-23
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN										
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-127	-184	-304	-251	-270	-376	-534	-394	-37	-82
Inversión en Activos Intangibles	-24	-26	-137	-178	-65	-200	-212	-224	-52	-45
Adquisición de Negocios	0	0	0	0	-410	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	39	0	50	35	52	53	0	0
Intereses Cobrados	1	0	9	0	5	5	4	4	0	0
Decr. (Inc) anticipos/prest. a terceros y prest. en efectivo otorgados no rel. con la op.	-10	-89	135	-10	0	0	0	0	0	0
Decr. (incremento) en otros activos no circulantes	-48	-28	37	0	-1	0	0	0	-1	-1
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-208	-327	-206	-439	-691	-536	-691	-561	-89	-129
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-182	-102	81	-388	-181	-27	-133	88	-148	-152
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO										
Financiamientos Bancarios	189	652	0	47	750	0	440	470	0	50
Financiamientos Bursátiles	0	0	261	986	1	0	0	0	0	1
Amortización de Financiamientos Bancarios	-47	-464	-101	-898	-148	-159	-220	-339	-17	-3
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	-46	-54	-66	-60	-96	-110	-125	-134	-14	-17
Financiamiento "Ajeno"	95	134	94	74	508	-269	95	-4	-31	30
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	16	3	-207	4	154	0	0	0	0	0
Prima en Venta de Acciones	0	0	605	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	-10	0	-267	0	-49	-71	-78	-87	0	0
Financiamiento "Propio"	6	3	130	4	105	-71	-78	-87	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	101	137	224	78	613	-340	17	-91	-31	30
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-81	36	305	-310	432	-367	-116	-3	-178	-122
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	233	152	187	492	182	613	246	130	492	182
Efectivo y equiv. al final del Periodo	152	187	492	182	613	246	130	127	314	60
Capex de Mantenimiento 12m	51	95	157	137	188	189	240	284	157	156
Ajustes especiales a Capex de Mantenimiento	0	-131	33	0	0	0	0	0	33	0
Flujo Libre de Efectivo 12m***	-25	-0	203	-87	323	283	291	330	222	-71
Amortización de Deuda 12m	47	464	101	898	148	159	220	339	118	885
Revolencia automática	-47	-79	466	-406	-101	0	0	0	438	-361
Amortización de Deuda Final 12m	0	385	567	492	47	159	220	339	556	524
Intereses Netos Pagados 12m	45	54	57	60	90	104	121	130	60	64
Servicio de la Deuda	45	439	623	552	137	263	341	469	616	588
DSCR	(0.5)	(0.0)	0.3	(0.2)	2.4	1.1	0.9	0.7	0.4	(0.1)
Caja Inicial Disponible	233	152	187	492	182	613	246	130	492	182
DSCR con Caja Inicial	4.6	0.3	0.6	0.7	3.7	3.4	1.6	1.0	1.2	0.2
Deuda Neta a FLE	(13.7)	(1,303.8)	2.0	(9.8)	3.2	4.3	5.4	5.2	2.5	(14.5)
Deuda Neta a EBITDA	1.4	1.8	1.3	2.6	1.9	1.7	1.9	1.8	1.7	3.2

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T15.

*** Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Efectivo de Act. De Operación - CAPEX de Mantenimiento + Diferencia en Cambios + Ajustes Especiales + Dividendos Cobrados (Guess) + Dividendos Pagados (MOS).

Anexos – Escenario de Estrés

(Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)

	2011*	2012*	2013*	2014*	2015P**	2016P	2017P	2018P	1T14	1T15
ACTIVOS TOTALES	1,307	1,700	2,318	2,828	3,998	4,428	5,242	5,865	2,191	2,750
Activo Circulante	836	1,062	1,401	1,551	2,139	2,200	2,536	2,851	1,201	1,369
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	152	187	492	182	454	190	167	122	314	60
Cuentas por cobrar a Clientes	84	85	113	141	189	227	266	303	98	116
Otras Cuentas por Cobrar (Neto)	43	182	118	141	129	135	140	146	105	126
Inventarios	330	414	513	856	1,218	1,500	1,814	2,131	535	919
Otros Activos Circulantes	227	195	165	232	148	148	148	148	149	148
Activos no-Circulantes	472	637	917	1,277	1,859	2,228	2,706	3,015	990	1,382
Inversiones en Subsid. N.C.	139	161	167	213	208	229	233	237	177	221
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	247	363	553	672	771	927	1,196	1,286	562	710
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	85	108	157	326	790	964	1,153	1,353	206	368
Crédito Mercantil	18	18	16	16	426	426	426	426	16	16
Otros Intangibles	67	90	141	310	364	538	727	927	190	352
Impuestos Diferidos	0	6	40	66	89	108	124	139	45	83
PASIVOS TOTALES	807	1,077	1,365	1,740	2,637	2,901	3,566	4,053	1,218	1,668
Pasivo Circulante	691	907	959	753	1,187	1,601	2,099	3,463	868	681
Pasivo con Costo	385	567	492	47	186	331	573	1,712	524	93
Proveedores	156	234	318	563	856	1,115	1,360	1,573	289	456
Impuestos por Pagar	17	9	20	8	22	22	22	22	15	22
Otros Pasivos sin costo	133	97	128	135	124	134	145	157	41	110
Pasivos acumulados	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Partes relacionadas	21	8	2	12	0	0	0	0	0	0
Regalías y comisiones por pagar y otros	111	89	126	122	124	134	145	157	41	110
Pasivos no-Circulantes	116	171	406	987	1,450	1,299	1,466	590	350	987
Pasivo con Costo	108	170	405	986	1,450	1,299	1,466	590	349	987
Impuestos Diferidos	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos no circulantes	0	1	1	1	0	0	0	0	1	0
CAPITAL CONTABLE	500	622	953	1,089	1,360	1,528	1,676	1,813	973	1,082
Minoritario	17	20	19	24	23	23	23	23	19	23
Mayoritario	483	602	934	1,065	1,337	1,504	1,653	1,789	954	1,059
Capital Social	300	300	698	698	852	852	852	852	698	698
Utilidades Acumuladas	36	183	34	236	368	485	652	801	236	368
Utilidad del Ejercicio	147	119	201	131	117	167	149	136	20	-8
Deuda	493	737	897	1,032	1,636	1,630	2,039	2,301	872	1,080
Deuda Neta	341	550	405	851	1,181	1,440	1,872	2,179	559	1,020
Días Cuenta por Cobrar Clientes	23	17	13	15	15	15	14	14	13	15
Días Inventario	202	173	166	202	232	235	237	238	165	223
Días por Pagar Proveedores	96	91	82	124	129	131	132	134	82	130

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T15.

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

	2011*	2012*	2013*	2014*	2015P**	2016P	2017P	2018P	1T14	1T15
Ventas Netas	1,327	1,790	2,234	2,532	3,769	4,472	4,761	5,055	546	641
Ventas Grupo Axo	1,327	1,790	2,234	2,532	2,556	2,685	2,831	2,949	0	641
Ventas MOS	0	0	0	0	1,212	1,787	1,930	2,106	0	0
Costo de ventas (efectivo)	587	776	979	1,116	1,660	1,958	2,071	2,184	252	280
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	740	1,014	1,255	1,416	2,109	2,514	2,690	2,871	294	361
Gastos de Generales	498	708	931	1,084	1,652	1,921	2,044	2,168	229	309
UOPADA (EBITDA)	242	306	324	332	456	593	646	703	66	52
Depreciación y Amortización	51	95	157	137	185	203	250	297	32	50
Depreciación	51	66	108	124	177	192	238	284	32	50
Amortización	1	28	49	14	9	11	12	13	0	0
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	191	211	168	194	271	390	396	405	34	1
Otros Ingresos y (gastos) netos	6	18	93	17	26	18	19	20	2	13
Utilidad de Oper. después de otros ingresos (gastos)	198	229	261	211	297	408	415	425	36	15
Ingresos por Intereses	1	0	9	0	5	8	6	8	0	0
Intereses Pagados	46	54	66	60	113	152	192	226	14	17
Otros Gastos Financieros	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Ingreso Financiero Neto	-45	-54	-57	-61	-108	-144	-186	-218	-14	-17
Resultado Cambiario	16	-11	-1	-8	-7	-3	-0	-3	-0	-4
Resultado Integral de Financiamiento	-29	-65	-58	-69	-115	-147	-186	-221	-14	-21
Utilidad después del RIF	168	163	203	142	183	261	228	205	22	-6
Participación en Subsid. no Consolidadas	24	22	59	46	37	43	42	43	10	0
Utilidad antes de Impuestos	193	185	262	188	220	304	270	247	32	-6
Impuestos sobre la Utilidad	45	63	61	57	71	91	81	74	12	3
Impuestos Causados	56	76	96	83	94	109	97	89	25	20
Impuestos Diferidos	-11	-13	-35	-25	-24	-18	-16	-15	-13	-17
Utilidad Neta Consolidada	148	122	201	131	149	213	189	173	20	-9
Participación minoritaria en la utilidad	1	3	-1	0	33	45	40	37	-0	-1
Participación mayoritaria en la utilidad	147	119	201	131	117	167	149	136	20	-8
Cambio en Ventas 12m	N/A	34.8%	24.8%	13.3%	48.8%	18.7%	6.5%	6.2%	4.2%	12.7%
Margen Bruto 12m	55.7%	56.7%	56.2%	55.9%	55.9%	56.2%	56.5%	56.8%	55.5%	56.4%
Margen EBITDA 12m	18.3%	17.1%	14.5%	13.1%	12.1%	13.3%	13.6%	13.9%	13.9%	12.1%
Tasa de Impuestos 12m	23.4%	34.0%	23.3%	30.4%	32.1%	30.0%	30.0%	30.0%	23.9%	32.2%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	5.37	4.94	4.04	3.77	4.89	4.82	3.98	3.93	4.15	3.70
Retorno sobre Capital Empleado	146.3%	67.7%	14.8%	12.7%	11.0%	13.0%	11.0%	9.9%	13.4%	9.5%
Tasa Pasiva	37.5%	22.0%	7.5%	6.6%	7.8%	9.2%	9.9%	10.0%	7.5%	6.6%
Tasa Activa	2.3%	0.2%	4.6%	0.0%	2.0%	4.0%	4.0%	4.9%	3.6%	-0.2%

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T15.

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

	2011*	2012*	2013*	2014*	2015P**	2016P	2017P	2018P	1T14	1T15
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN										
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	193	185	262	188	220	304	270	247	32	-6
Depreciación y Amortización	51	95	157	137	185	203	250	297	32	50
Utilidad (Pérdida) en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	0	2	6	8	0	0	0	0	0	0
Pérdida(Reversión) por Deterioro	5	0	2	0	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-24	-22	-59	-46	-45	-43	-42	-43	-10	-8
Intereses a Favor	-1	-0	-9	0	-5	-8	-6	-8	-0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	31	75	96	100	135	152	202	247	21	42
Intereses a cargo y comisiones bancarias	46	54	66	60	113	152	192	226	14	17
Otras Partidas	0	0	2	4	5	0	0	0	12	5
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	46	54	69	64	118	152	192	226	25	22
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	270	314	427	352	473	608	664	720	78	58
Decremento (Incremento) en Clientes	-17	-1	-28	-28	-48	-38	-39	-37	15	25
Decremento (Incremento) en Inventarios	-187	-84	-100	-342	-362	-282	-314	-317	-22	-63
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-1	-50	-72	-23	94	-5	-5	-6	28	98
Incremento (Decremento) en Proveedores y Otras Cuentas por Pagar	147	53	107	245	270	259	245	213	-107	-130
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-148	75	37	-58	11	10	11	12	-17	-3
Capital de trabajo	-205	-6	-55	-207	-36	-56	-103	-135	-103	-73
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-39	-83	-84	-95	-83	-109	-97	-89	-33	-9
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-244	-89	-140	-301	-119	-166	-200	-224	-137	-82
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	26	225	287	51	354	442	465	496	-58	-23
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN										
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-127	-184	-304	-251	-270	-348	-507	-374	-37	-82
Inversión en Activos Intangibles	-24	-26	-137	-178	-65	-185	-201	-213	-52	-45
Adquisición de Negocios	0	0	0	0	-410	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	39	0	50	22	38	39	0	0
Intereses Cobrados	1	0	9	0	5	8	6	8	0	0
Decr. (Inc) anticipos/prest. a terceros y prest. en efectivo otorgados no rel. con la op.	-10	-89	135	-10	0	0	0	0	0	0
Decr. (incremento) en otros activos no circulantes	-48	-28	37	0	-1	0	0	0	-1	-1
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-208	-327	-206	-439	-692	-503	-664	-541	-89	-129
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-182	-102	81	-388	-338	-61	-200	-45	-148	-152
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO										
Financiamientos Bancarios	189	652	0	47	750	180	740	835	0	50
Financiamientos Bursátiles	0	0	261	986	1	0	0	0	0	1
Amortización de Financiamientos Bancarios	-47	-464	-101	-898	-148	-186	-331	-573	-17	-3
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	-46	-54	-66	-60	-113	-152	-192	-226	-14	-17
Financiamiento "Ajeno"	95	134	94	74	491	-158	217	37	-31	30
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	16	3	-207	4	154	0	0	0	0	0
Prima en Venta de Acciones	0	0	605	0	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	-10	0	-267	0	-34	-45	-40	-37	0	0
Financiamiento "Propio"	6	3	130	4	120	-45	-40	-37	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	101	137	224	78	611	-203	177	-0	-31	30
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-81	36	305	-310	273	-264	-23	-45	-178	-122
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	233	152	187	492	182	454	190	167	492	182
Efectivo y equiv. al final del Periodo	152	187	492	182	454	190	167	122	314	60
Capex de Mantenimiento 12m	51	95	157	137	185	203	250	297	157	156
Ajustes especiales a Capex de Mantenimiento	0	-131	33	0	0	0	0	0	33	0
Flujo Libre de Efectivo 12m***	-25	-0	203	-87	185	216	212	201	222	-71
Amortización de Deuda 12m	47	464	101	898	148	186	331	573	118	885
Revolencia automática	-47	-79	466	-406	-101	0	0	0	438	-361
Amortización de Deuda Final 12m	0	385	567	492	47	186	331	573	556	524
Intereses Netos Pagados 12m	45	54	57	60	108	144	186	218	60	64
Servicio de la Deuda	45	439	623	552	155	330	517	791	616	588
DSCR	(0.5)	(0.0)	0.3	(0.2)	1.2	0.7	0.4	0.3	0.4	(0.1)
Caja Inicial Disponible	233	152	187	492	182	454	190	167	492	182
DSCR con Caja Inicial	4.6	0.3	0.6	0.7	2.4	2.0	0.8	0.5	1.2	0.2
Deuda Neta a FLE	(13.7)	(1,303.8)	2.0	(9.8)	6.4	6.7	8.8	10.9	2.5	(14.5)
Deuda Neta a EBITDA	1.4	1.8	1.3	2.6	2.6	2.4	2.9	3.1	1.7	3.2

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T15.

*** Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Efectivo de Act. De Operación - CAPEX de Mantenimiento + Diferencia en Cambios + Ajustes Especiales + Dividendos Cobrados (Guess) + Dividendos Pagados (MOS).

HR Ratings Alta 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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Director General

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

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Dirección General de Operaciones

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@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

Deuda Corporativa / ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

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

Regulación

Dirección General de Riesgo

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

Dirección General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

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

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Carlos Frías +52 55 1500 3134
carlos.frias@hrratings.com

Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130

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

Evaluación de Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, mayo 2014.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/es/metodologia.aspx

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	AXO 14: HR A+ / Revisión Especial
Fecha de última acción de calificación	AXO 14: 27 de abril de 2015
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	2008 – 1T15
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera trimestral interna e información anual dictaminada (KPMG), salvo 2014.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N/A
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N/A

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas 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 calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

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 o emitidas no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings 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 calificadora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante 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).