

Calificación

Programa Dual CP

HR2

Evolución de la Calificación Crediticia



HR2
Julio 2020

Fuente: HR Ratings.

Contactos

Heinz Cederborg
Subdirector de Corporativos
heinz.cederborg@hrratings.com

Luis Miranda, CFA
Director Ejecutivo Senior de
Corporativos/ ABS
luis.miranda@hrratings.com

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

HR Ratings asignó la calificación de HR2 para la porción circulante del Programa Dual de Comercializadora Círculo CCK.

La asignación de la porción circulante del Programa Dual de Comercializadora Círculo K (CCK y/o la Empresa) se fundamenta en la calificación corporativa de Comercializadora Círculo CCK, S.A de C.V., la cual se llevó a cabo el 18 de diciembre de 2019 y se basa en los resultados obtenidos en los últimos doce meses (UDM), que en términos de ingresos totales y de Flujo Libre de Efectivo (FLE) se ubicaron por encima de nuestros escenarios. De igual forma, se espera una recuperación para los próximos años por menores presiones en los márgenes operativos, teniendo un impacto positivo en el EBITDA, el cual se encontró por debajo de nuestras estimaciones para el 1T20 (P\$739m vs P\$1,123 estimado escenario base). Finalmente, se toma en cuenta los niveles de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR) y los Años Pago Deuda Neta a Flujo Libre de Efectivo (DN/FLE), en los cuales se espera exista una recuperación por un incremento gradual en la generación de flujo operativo en los próximos años. Así, estimando para 2020 y 2021 un DSCR de 0.9x y 1.6x y Años Pago de 2.4 y 2.5

Características del Programa Dual

Tipo de Valor	Certificados Bursátiles (CEBURS)
Clave de Pizarra	CIRCLEK
Monto Autorizado del Programa	Hasta P\$1,000m o su equivalente en UDIs o en Dólares.
Vigencia del Programa	Cinco años a partir de su autorización.
Monto de la Emisión	El monto de cada Emisión será determinado en el aviso y título correspondientes a cada Emisión, sin exceder el Monto Total Autorizado del Programa.
Vigencia de la Emisión	El plazo de los CEBURS será determinado para cada Emisión. Se considerarán CEBURS de corto plazo aquellos que tengan una duración de 1 día o hasta 364 días.
Periodicidad en el pago de Intereses	Se determinará en el Título y en el Aviso correspondiente aplicable en cada Emisión.
Tasa de la Emisión	La tasa que devenguen intereses los CBs podrá ser fija, variable o ser emitidos a descuento, la cual se fijará en cada Emisión.
Amortización	La amortización de los Certificados Bursátiles se llevará a cabo de la manera que se indique en los documentos correspondientes de cada emisión, en el entendido de que los Certificados Bursátiles podrán contener disposiciones relativas a su amortización anticipada total o parcial.
Amortización Anticipada	Los CBs podrán contener disposiciones relativas a su amortización anticipada voluntaria en el Título, en el Aviso y, en su caso el Suplemento correspondiente para cada Emisión de CBs que se realice al amparo del Programa.
Garantía	Los Certificados Bursátiles serán quirografarios y no contarán con garantía específica alguna.
Destino de lo Fondos	Los recursos que obtenga el Emisor con motivo de la presente Emisión, serán destinados para capital de trabajo y usos corporativos generales.

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

Principales Factores Considerados

De acuerdo con la metodología de HR Ratings, se realizaron proyecciones financieras de la Empresa en donde se evaluaron las métricas financieras y de efectivo disponible, bajo un escenario base y uno de estrés. Dichas proyecciones se realizaron a partir del 2T20 al 4T22, tomando en cuenta los resultados de la Empresa al 1T20. A continuación se presentan los resultados obtenidos para cada uno de los escenarios mencionados.

Supuestos y Resultados ¹	UDM					Escenario Base			Escenario Estrés		
	1T19	1T20	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Ventas	7,357	9,780	7,130	7,276	9,257	9,600	10,496	11,442	9,024	9,656	10,389
Margen EBITDA	11.9%	7.6%	7.1%	10.8%	8.4%	12.7%	13.0%	13.5%	11.8%	12.0%	12.5%
Margen EBITDA Ajustado ***	10.8%	4.5%	7.1%	10.8%	5.1%	10.5%	11.0%	11.7%	9.5%	9.8%	10.4%
EBITDA	873	739	505	786	778	1,218	1,365	1,547	1,068	1,160	1,298
EBITDA Ajustado ***	791	441	505	786	475	1,008	1,155	1,339	855	947	1,085
Flujo Libre de Efectivo *	709	259	45	552	577	491	471	579	435	395	494
CAPEX	284	243	489	295	163	248	484	629	319	456	500
Deuda Total	1,416	1,690	1,280	1,379	1,500	1,451	1,413	1,310	1,770	1,857	1,747
Deuda Neta	1,199	1,558	1,073	1,206	1,334	1,202	1,193	1,137	1,550	1,662	1,659
Años de Pago (DN / EBITDA)	1.4	2.1	2.1	1.5	1.7	1.0	0.9	0.7	1.5	1.4	1.3
Años de Pago (DN / FLE)	1.7	6.0	24.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.0	3.6	4.2	3.4
DSCR **	1.1x	0.5x	0.2x	1.0x	1.2x	0.9x	1.6x	1.7x	0.6x	0.8x	0.8x
DSCR con caja inicial	1.9x	1.3x	1.7x	1.4x	1.5x	1.2x	2.4x	2.4x	0.9x	1.3x	1.1x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 1T20.

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

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

*** EBITDA Ajustado por Norma IFR16

¹ Cifras en millones de pesos mexicanos.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Ingresos.** Debido a la implementación de formatos de negocios como Convegas (comercialización de combustibles), CET, TATOS y carros de ensaladas, a un adecuado desempeño en el consumo de cámara fría, y a la apertura de 19 unidades en los UDM, la Empresa reportó ingresos de P\$9,780m (+32.9% a/a vs. P\$7,357m del 1T19 y 7.4% superior a nuestro escenario base).
- **EBITDA y Flujo Libre de Efectivo (FLE).** Al 1T20, la Empresa alcanzó una generación de EBITDA de P\$739m (-15.3% vs. P\$873m al 1T19 y -34.1% vs. P\$1,123m en el escenario base), como resultado de un incremento en el costo de ventas debido principalmente a un año de operación de Convegas, negocio con menores márgenes. Esto se refleja en un costo de ventas en los UDM de P\$7,018m (+48.8% a/a vs. P\$4,717m), y como consecuencia, el margen bruto se contrajo a 26.3% (vs. 35.9% en 1T19). Como resultado de estas presiones operativas, la Empresa presentó una disminución en la generación de FLE, cerrando en P\$259m (P\$709m al 1T19 UDM). Sin embargo, se observa una mejora en comparación con lo estimado en nuestro escenario base (-P\$62m), como resultado de una mayor rotación de inventarios y mayor financiamiento con proveedores.
- **Niveles de Deuda.** Al 1T20, la Empresa cuenta con una deuda total de P\$1,690m (+19.4% vs. P\$1,416m al 1T19), siendo el 69% de esta de largo plazo. Este incremento en los niveles de financiamiento se debe a las necesidades de capital de trabajo y liquidez, producto del impacto por el COVID-19. Como resultado del incremento en la deuda y una menor generación de FLE, el DSCR se encontró en niveles de 0.5x (vs. 1.1x al 1T19).

Expectativas para Periodos Futuros

- **Recuperación en Ingresos.** Proyectamos en un escenario base que los ingresos tengan una recuperación gradual del impacto por el COVID-19 en los próximos años, estimando para 2020 P\$9,600m y en 2021 P\$10,496m.
- **Incremento de FLE.** Se espera una recuperación gradual en los resultados operativos, que tenga como resultado un incremento en la generación de Flujo Libre de Efectivo (P\$598m en 2020P vs. P\$574m en 2019). Mediante la eficiencia esperadas en las cuentas de capital de trabajo, principalmente por mejores condiciones con proveedores para reducir presiones de liquidez se estima un FLE de P\$699m para el 1T21.
- **Reestructura de Deuda.** Dentro de los escenarios base y de estrés se espera que la empresa realice una reestructura de su deuda circulante, con vigencia de 5 años desde su autorización, mediante un Programa Dual de hasta P\$1,000m (o su equivalente en dólares o en UDIS).
- **Apertura de tiendas esperadas.** Derivado de su estrategia de expansión, estimamos la apertura de 50 tiendas aproximadamente para el fin del próximo año y 20 para el 2022.

Factores adicionales considerados

- **Período de maduración.** Como resultado del proceso de expansión en el que se encuentra la Empresa, consideramos un periodo de maduración de seis trimestres para las aperturas proyectadas de nuevas tiendas.

Factores que podrían subir la calificación

- **Mejores resultados operativos.** De presentarse una mejora en el EBITDA y en el margen EBITDA a los estimados en el escenario base (P\$634m y 6.6% para 2020P), derivado de menores presiones en el margen bruto por mejores resultados en ingresos totales y eficiencias en el costo de ventas, esto podría implicar una revisión positiva en la calificación.
- **Fortaleza en DSCR.** En caso de que exista una recuperación al generar Flujo Libre de Efectivo (FLE) más rápido a lo que se estima, esto tendría un impacto en los niveles de Cobertura del Servicio de la Deuda en el periodo proyectado y la calificación podría ser revisada al alza.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Presiones en el capital de trabajo.** Si las presiones a los resultados operativos continúan y la Empresa tuviera que acudir a financiamiento adicional, los niveles de cobertura del servicio de la deuda se verían impactados negativamente.
- **Ineficiencias en la estrategia de crecimiento.** Si la ejecución del proceso de apertura de nuevas tiendas no es la que se espera y esto resulte en mayor presión en los márgenes operativos y un mayor tiempo de maduración de las tiendas, la calificación podría verse impactada negativamente.

Evolución de Resultados

Observado vs. Proyecciones

Con base en los resultados operativos que presentó Comercializadora Círculo CCK al 1T20, se compararon estas cifras con los estimados realizados por HR Ratings al 3T19. A continuación, se presentan las proyecciones realizadas el año anterior y los resultados observados de la Empresa.

Figura 1. Comparativo contra proyecciones*

	Cifras UDM al 1T20		
	Observado	Base	Estrés
Ventas Netas	9,780	9,098	8,732
Margen Bruto	28.2%	32.1%	31.6%
EBITDA	739	1,123	975
Margen EBITDA	7.6%	12.3%	11.2%
EBITDA Ajustado	440	906	768
Margen EBITDA Ajustado	4.5%	10.0%	8.8%
Flujo Libre de Efectivo	259	(62)	(171)
Deuda Total	1,690	1,627	2,027
Deuda Neta	1,558	1,805	1,987
Años de Pago (DN/FLE)	6.0	N/A	N/A
DSCR	0.5	(0.2)	(0.7)
DSCR con caja inicial	1.3	1.3	0.8

Fuente: HR Ratings con base en información proporcionada por la Empresa
Cifras en millones a excepción de donde se indique.

Al analizar los resultados presentados por la empresa, se puede observar que las ventas netas estuvieron por encima de nuestros estimados un 7.5% respecto al escenario base. Esto se debe a la estrategia de expansión con la que cuenta la Empresa, principalmente por el buen desempeño de la nueva línea de negocio de combustible (CONVEGAS) la operación apertura de 36 nuevas tiendas y la implementación, las cuales representaron el 11% de los ingresos totales y han tenido un desempeño mejor a lo esperado.

En cuanto a la generación de EBITDA, se observó un deterioro de 34.2% aproximadamente con respecto a nuestras estimaciones, para cerrar en niveles de P\$739m (vs. P\$1,123 en el escenario base). Dicha caída se explica por presiones en los resultados operativos, derivado de un incremento en el costo de ventas por CONVEGAS, lo que se refleja en un margen bruto observado 26.3% (32.1% en escenario base y 31.6% en estrés). Esto impactó directamente el EBITDA, con un margen de 5.1% (vs. 12.3% en el escenario base). Por lo que respecta a la generación de FLE, se alcanzó un nivel de P\$257m para los UDM del 1T20 (vs. -P\$62m en el escenario base) por mejores eficiencias en las cuentas de capital de trabajo, especialmente por una mayor rotación de inventarios.

Finalmente, la Deuda Total alcanzó niveles de de P\$1,690m (vs. P\$1,627m estimado en escenario base). Esto debido a la contratación de una línea de crédito de corto plazo por P\$150m en el 1T20; sin embargo, la Deuda Neta estuvo por debajo de nuestros estimados en un 13.7% (P\$1,558m vs. P\$1,806m). Con base en la estructura de deuda de la Empresa y por el comportamiento del FLE, se observó un DSCR de 0.5x y DSCR con caja inicial de 1.3x (vs. -0.2x y 1.3x en el escenario base).

Es importante mencionar que, debido a cuestiones de reporte, existen diferencias en la integración de algunas cuentas al comparar el dictamen anual y la información trimestral interna, especialmente en proveedores, donde se reporta un saldo total, al 1T20, de P\$1,770m, sin embargo, el saldo de proveedores de acuerdo con la integración interna es de P\$1,241m, mientras que el de acreedores y otras cuentas por pagar circulantes es de P\$529m.

Anexo - Escenario Base

Nota: Proyecciones realizadas en la última revisión de CCK el 18 de diciembre de 2019, habiendo actualizado los anexos al 1T20.

Círculo K (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)								
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	1T19	1T20
ACTIVOS TOTALES	3,962	5,255	5,512	5,315	5,359	5,436	5,409	5,353
Activo Circulante	1,472	1,438	1,750	2,045	2,338	2,593	1,628	1,617
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	208	173	166	248	220	173	217	132
Inversiones Temporales	165	170	161	156	156	156	170	125
Cuentas por Cobrar a Clientes	340	333	613	680	801	900	496	692
Inventarios	573	522	551	730	902	1,073	495	462
Anticipos y Otros Activos Circulantes	185	240	257	230	259	291	250	206
Activos no Circulantes	2,489	3,817	3,761	3,270	3,021	2,843	3,781	3,736
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	1,457	1,689	1,282	1,487	1,449	1,481	1,749	1,504
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	646	1,661	2,087	1,304	1,092	879	1,565	1,752
Activos por Derechos de Uso	0	1,048	1,002	736	524	311	967	1,002
Crédito Mercantil y Otros Intangibles	646	613	1,085	568	568	568	598	750
Impuestos Diferidos	387	434	393	459	459	459	434	480
Otros Activos LP	0	33	0	19	21	24	33	0
PASIVOS TOTALES	3,064	4,577	5,153	4,499	4,333	4,092	4,849	5,071
Pasivo Circulante	1,739	2,199	2,686	2,263	2,442	3,582	2,205	2,649
Pasivo con Costo	375	349	375	168	223	1,234	355	525
Proveedores	892	953	1,277	1,600	1,701	1,807	1,634	1,770
Impuestos por Pagar	0	0	0	30	31	32	28	18
Otros Pasivos Circulantes	472	896	1,034	466	487	509	188	336
Pasivos por Arrendamiento	0	271	338	213	213	213	0	181
Otros	472	626	696	253	274	296	188	155
Pasivos no Circulantes	1,325	2,378	2,467	2,236	1,891	510	2,644	2,422
Pasivo con Costo	905	1,030	1,125	1,283	1,190	76	1,061	1,165
Impuestos Diferidos	188	209	156	135	96	41	209	151
Otros Pasivos No Circulantes	231	1,138	1,186	818	605	393	1,374	1,105
Pasivos por Arrendamiento	0	832	1,108	531	318	106	784	896
Instrumentos Financieros Derivados	231	307	78	287	287	287	590	209
CAPITAL CONTABLE	897	679	357	815	1,026	1,344	560	282
Minoritario	3	23	9	31	34	35	28	10
Mayoritario	893	655	348	784	992	1,309	532	272
Capital Contribuido	750	750	750	750	750	750	750	750
Utilidades Acumuladas	59	103	(181)	(143)	(15)	192	(97)	(415)
Utilidad del Ejercicio	85	(198)	(220)	177	257	367	(121)	(63)
Deuda Total	1,280	1,379	1,500	1,451	1,413	1,310	1,416	1,690
Deuda Neta	1,073	1,206	1,334	1,202	1,193	1,137	1,199	1,558
Días Cuenta por Cobrar Clientes	15	20	23	29	28	26	21	24
Días Inventario	46	39	30	43	42	41	39	27
Días por Pagar Proveedores	77	91	91	97	99	100	98	85

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T20.

A NRSRO Rating*

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

	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	1T19	1T20
Ventas Netas	7,130	7,276	9,257	9,600	10,496	11,442	1,761	2,283
Costos de Operación	4,433	4,666	6,441	6,500	6,970	7,600	1,143	1,721
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	2,697	2,610	2,817	3,099	3,526	3,842	618	562
Gastos de Generales	2,191	1,824	2,038	1,881	2,161	2,295	472	456
UOPADA (EBITDA)	505	786	778	1,218	1,365	1,547	146	106
Depreciación y Amortización	289	657	585	668	735	810	160	145
Depreciación	289	301	380	456	523	598	104	94
Amortización	0	356	206	213	213	213	56	51
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	216	130	193	549	629	737	(14)	(39)
Otros ingresos generales y (gastos) netos	0	0	0	(8)	0	0	(10)	(8)
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	216	130	193	541	629	737	(25)	(47)
Ingresos por Intereses	12	12	8	24	14	31	3	0
Otros Productos Financieros	0	4	75	6	0	0	10	6
Intereses Pagados	(96)	33	211	157	148	139	57	55
Otros Gastos Financieros	(29)	314	242	169	171	166	51	35
Resultado Financiero Neto	136	(331)	(369)	(297)	(305)	(274)	(95)	(84)
Resultado Integral de Financiamiento	219	(322)	(366)	(307)	(305)	(275)	(95)	(84)
Utilidad antes de Impuestos	177	(192)	(173)	235	324	462	(121)	(141)
Impuestos sobre la Utilidad	92	5	48	47	65	92	0	(78)
Impuestos Causados	0	37	45	76	104	148	0	9
Impuestos Diferidos	92	(31)	3	(28)	(39)	(55)	0	(87)
Utilidad Neta Consolidada	85	(198)	(220)	188	259	370	(121)	(63)
Participación minoritaria en la utilidad	3	4	4	3	2	2	0	0
Participación mayoritaria en la utilidad	82	(201)	(225)	185	257	368	(121)	(63)
Cambio en Ventas (%)	8.8%	2.1%	27.2%	3.7%	9.3%	9.0%	1.4%	32.9%
Margen Bruto	37.8%	35.9%	30.4%	32.3%	33.6%	33.6%	35.9%	28.2%
Margen EBITDA	7.1%	10.8%	8.4%	12.7%	13.0%	13.5%	11.9%	7.6%
Margen EBITDA Ajustado***	7.1%	10.8%	5.1%	10.5%	11.0%	11.7%	N/A	4.5%
Tasa de Impuestos (%)	52.1%	-2.9%	-27.7%	20.0%	20.0%	19.9%	-2.2%	15.6%
Apertura de Tiendas	1,152	1,192	1,231	1,260	1,320	1,386	1,208	1,215
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	4.9	4.3	7.2	6.5	7.2	7.7	4.2	6.5
Retorno sobre Capital Empleado (%)	16.3%	9.4%	15.8%	15.6%	17.3%	35.9%	9.8%	15.6%
Tasa Pasiva	-7.5%	10.7%	10.3%	10.3%	10.3%	10.1%	11.2%	9.8%
Tasa Activa	1.6%	1.6%	1.0%	2.7%	3.1%	2.7%	1.7%	0.6%

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T20.

*** Ajuste por Norma IFR16

*A NRSRO Rating**
Círculo K (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	1T19	1T20
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	177	(192)	(173)	235	324	462	(121)	(63)
Depreciación y Amortización	289	657	585	668	735	810	160	145
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	86	23	(1)	0	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	1	0	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	(12)	(12)	(8)	(24)	(14)	(31)	(3)	0
Fluctuación Cambiaria	122	6	(1)	9	0	0	2	9
Otras Partidas de Inversión	29	1	1	0	0	0	82	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	515	674	576	653	721	779	241	154
Intereses Devengados	96	347	368	157	148	139	96	90
Otras Partidas de Financiamiento	(263)	(4)	0	0	0	0	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	(168)	343	368	157	148	139	96	90
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	524	825	772	1,045	1,193	1,381	216	103
Decremento (Incremento) en Clientes	(76)	(27)	(279)	(20)	(122)	(99)	(113)	(24)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(7)	51	(29)	(98)	(171)	(171)	27	89
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(8)	(52)	(20)	(28)	(31)	(35)	(68)	(11)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(104)	61	323	8	102	105	287	(182)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	1	(13)	131	25	22	24	25	(6)
Capital de trabajo	(194)	20	127	(113)	(200)	(176)	159	(133)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(29)	(37)	0	(76)	(104)	(148)	0	(9)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(223)	(16)	127	(189)	(304)	(324)	159	(143)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	301	809	899	856	889	1,057	375	(40)
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(489)	(295)	(163)	(248)	(484)	(629)	(133)	(12)
Inversión en Activos Intangibles	(7)	(32)	(14)	0	0	0	0	(3)
Intereses Cobrados	12	12	8	13	14	31	3	0
Otros Activos	0	16	9	0	0	0	(0)	16
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(404)	(295)	(159)	(235)	(470)	(598)	(130)	(15)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	(103)	514	740	621	419	459	245	(55)
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	1,375	1,632	584	200	130	120	35	200
Otros Financiamientos	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,344)	(1,544)	(523)	(391)	(168)	(223)	(29)	(50)
Amortización de Otros Financiamientos	0	(402)	(598)	(213)	(212)	(212)	(126)	(101)
Intereses Pagados y otras partidas	(86)	(184)	(185)	(157)	(148)	(139)	(81)	(41)
Intereses por Arrendamiento	0	0	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Ajeno"	(55)	(498)	(722)	(561)	(398)	(454)	(200)	8
Dividendos Pagados	0	(50)	(21)	(50)	(50)	(50)	0	0
Financiamiento "Propio"	0	(50)	(25)	23	(50)	(50)	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(55)	(548)	(747)	(538)	(448)	(504)	(200)	3
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(158)	(34)	(7)	83	(29)	(45)	44	(52)
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(11)	(1)	(0)	0	0	0	(0)	18
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	377	208	173	166	249	220	173	166
Efectivo y equiv. al final del Periodo	208	173	166	249	220	175	217	132
Cifras UDM								
Capex de Mantenimiento	246	256	271	365	418	478	284	243
Flujo Libre de Efectivo	45	552	628	491	471	579	709	259
Amortización de Deuda	1,344	1,544	523	391	168	223	373	544
Revolencia automática	(1,175)	(1,169)	(174)	0	0	0	0	0
Amortización de Deuda Final	169	375	349	391	168	223	349	525
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	74	171	177	144	134	108	208	140
Servicio de la Deuda	243	546	526	535	302	331	557	665
DSCR	0.2	1.0	1.2	0.9	1.6	1.7	1.3	0.4
Caja Inicial Disponible	377	208	173	166	249	220	173	166
DSCR con Caja Inicial	1.7	1.4	1.5	1.2	2.4	2.4	1.6	0.6
Deuda Neta a FLE	24.1	2.2	2.1	2.4	2.5	2.0	1.7	6.0
Deuda Neta a EBITDA	2.1	1.5	1.7	1.0	0.9	0.7	1.4	2.1

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T20.

Anexo - Escenario de Estrés

Círculo K (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)								
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	1T19	1T20
ACTIVOS TOTALES	3,962	5,255	5,512	5,324	5,267	5,100	5,409	5,353
Activo Circulante	1,472	1,438	1,750	1,932	2,172	2,318	1,628	1,617
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	208	173	166	220	196	88	217	132
Inversiones Temporales	165	170	161	156	156	156	170	125
Cuentas por Cobrar a Clientes	340	333	613	639	737	817	496	692
Inventarios	573	522	551	687	824	964	495	462
Anticipos y Otros Activos Circulantes	185	240	257	230	259	291	250	206
Activos no Circulantes	2,489	3,817	3,761	3,392	3,095	2,782	3,781	3,736
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	1,457	1,689	1,282	1,610	1,523	1,420	1,749	1,504
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	646	1,661	2,087	1,304	1,092	879	1,565	1,752
Activos por Derechos de Uso	0	1,048	1,002	736	524	311	967	1,002
Crédito Mercantil y Otros Intangibles	646	613	1,085	568	568	568	598	750
Impuestos Diferidos	387	434	393	459	459	459	434	480
Otros Activos LP	0	33	0	19	21	24	33	0
PASIVOS TOTALES	3,064	4,577	5,153	4,760	4,700	4,451	4,849	5,071
Pasivo Circulante	1,739	2,199	2,686	2,322	2,533	3,545	2,205	2,649
Pasivo con Costo	375	349	375	323	460	1,379	355	525
Proveedores	892	953	1,277	1,504	1,555	1,624	1,634	1,770
Impuestos por Pagar	0	0	0	30	31	32	28	18
Otros Pasivos Circulantes	472	896	1,034	466	487	509	188	336
Pasivos por Arrendamiento	0	271	338	213	213	213	0	181
Otros	472	626	696	253	274	296	188	155
Pasivos no Circulantes	1,325	2,378	2,467	2,438	2,167	906	2,644	2,422
Pasivo con Costo	905	1,030	1,125	1,447	1,397	368	1,061	1,165
Impuestos Diferidos	188	209	156	173	165	145	209	151
Otros Pasivos No Circulantes	231	1,138	1,186	818	605	393	1,374	1,105
Pasivos por Arrendamiento	0	832	1,108	531	318	106	784	896
Otros	231	307	78	287	287	287	590	209
CAPITAL CONTABLE	897	679	357	568	571	653	560	282
Minoritario	3	23	9	31	33	31	28	10
Mayoritario	893	655	348	536	538	621	532	272
Capital Contribuido	750	750	750	750	750	750	750	750
Utilidades Acumuladas	59	103	(181)	(238)	(264)	(262)	(97)	(415)
Utilidad del Ejercicio	85	(198)	(220)	24	51	134	(121)	(63)
Deuda Total	1,280	1,379	1,500	1,770	1,857	1,747	1,416	1,690
Deuda Neta	1,073	1,206	1,334	1,550	1,662	1,659	1,199	1,558
Días Cuenta por Cobrar Clientes	15	20	23	29	28	26	21	24
Días Inventario	46	39	30	43	42	41	39	27
Días por Pagar Proveedores	77	91	91	97	99	100	98	85

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T20.

A NRSRO Rating*

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

	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	1T19	1T20
Ventas Netas	7,130	7,276	9,257	9,024	9,656	10,389	1,761	2,283
Costos de Operación	4,433	4,666	6,441	6,110	6,371	6,832	1,143	1,721
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	2,697	2,610	2,817	2,913	3,285	3,557	618	562
Gastos de Generales	2,191	1,824	2,038	1,845	2,125	2,259	472	456
UOPADA (EBITDA)	505	786	778	1,068	1,160	1,298	146	106
Depreciación y Amortización	289	657	585	686	756	816	160	145
Depreciación	289	301	380	474	543	603	104	94
Amortización	0	356	206	213	213	213	56	51
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	216	130	193	382	405	482	(14)	(39)
Otros ingresos generales y (gastos) netos	0	0	0	0	0	0	(10)	(8)
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	216	130	193	382	405	482	(25)	(47)
Ingresos por Intereses	12	12	8	14	13	25	3	0
Otros Productos Financieros	0	4	75	0	0	0	10	6
Intereses Pagados	(96)	33	211	192	180	175	57	55
Otros Gastos Financieros	(29)	314	242	169	171	166	51	35
Resultado Financiero Neto	136	(331)	(369)	(348)	(339)	(316)	(95)	(84)
Resultado Integral de Financiamiento	219	(322)	(366)	(348)	(339)	(317)	(95)	(84)
Utilidad antes de Impuestos	177	(192)	(173)	34	66	165	(121)	(141)
Impuestos sobre la Utilidad	92	5	48	7	13	33	0	(78)
Impuestos Causados	0	37	45	11	21	53	0	9
Impuestos Diferidos	92	(31)	3	(4)	(8)	(20)	0	(87)
Utilidad Neta Consolidada	85	(198)	(220)	27	53	132	(121)	(63)
Participación minoritaria en la utilidad	3	4	4	3	2	(2)	0	0
Participación mayoritaria en la utilidad	82	(201)	(225)	24	51	134	(121)	(63)
Cambio en Ventas (%)	8.8%	2.1%	27.2%	-2.5%	7.0%	7.6%	1.4%	32.9%
Margen Bruto	37.8%	35.9%	30.4%	32.3%	34.0%	34.2%	35.9%	28.2%
Margen EBITDA	7.1%	10.8%	8.4%	11.8%	12.0%	12.5%	11.9%	7.6%
Margen EBITDA Ajustado***	7.1%	10.8%	5.1%	9.5%	9.8%	10.4%	N/A	4.5%
Tasa de Impuestos (%)	52.1%	-2.9%	-27.7%	20.0%	20.0%	20.0%	-2.2%	15.6%
Apertura de Tiendas	1,152	1,192	1,231	1,260	1,320	1,386	1,208	1,215
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	4.9	4.3	7.2	5.6	6.3	7.3	4.2	6.5
Retorno sobre Capital Empleado (%)	16.3%	9.4%	15.8%	15.6%	17.3%	35.9%	9.8%	15.6%
Tasa Pasiva	-7.5%	10.7%	10.3%	10.5%	10.2%	10.0%	11.2%	9.8%
Tasa Activa	1.6%	1.6%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.7%	0.6%

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T20.

*** Ajuste por Norma IFR16

*A NRSRO Rating**
Círculo K (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	1T19	1T20
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	177	(192)	(173)	34	66	165	(121)	(63)
Depreciación y Amortización	289	657	585	686	756	816	160	145
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	86	23	(1)	0	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	1	0	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	(12)	(12)	(8)	(14)	(13)	(25)	(3)	0
Fluctuación Cambiaria	122	6	(1)	0	0	0	2	9
Otras Partidas de Inversión	29	1	1	0	0	0	82	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	515	674	576	672	743	791	241	154
Intereses Devengados	96	347	368	192	180	175	96	90
Otras Partidas de Financiamiento	(263)	(4)	0	0	0	0	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	(168)	343	368	192	180	175	96	90
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	524	825	772	899	990	1,131	216	103
Decremento (Incremento) en Clientes	(76)	(27)	(279)	(58)	(98)	(80)	(113)	(24)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(7)	51	(29)	(111)	(137)	(140)	27	89
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(8)	(52)	(20)	(28)	(31)	(35)	(68)	(11)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(104)	61	323	55	51	69	287	(182)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	1	(13)	131	20	22	24	25	(6)
Capital de trabajo	(194)	20	127	(122)	(194)	(163)	159	(133)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(29)	(37)	0	(11)	(21)	(53)	0	(9)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(223)	(16)	127	(132)	(215)	(215)	159	(143)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	301	809	899	766	775	916	375	(40)
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(489)	(295)	(163)	(319)	(456)	(500)	(133)	(12)
Inversión en Activos Intangibles	(7)	(32)	(14)	0	0	0	0	(3)
Intereses Cobrados	12	12	8	14	13	25	3	0
Otros Activos	0	16	9	0	0	0	(0)	16
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(404)	(295)	(159)	(305)	(443)	(475)	(130)	(15)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	(103)	514	740	462	331	441	245	(55)
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	1,375	1,632	584	630	410	350	35	200
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,344)	(1,544)	(523)	(502)	(323)	(460)	(29)	(50)
Amortización de Otros Financiamientos	0	(402)	(598)	(213)	(213)	(213)	(126)	(101)
Intereses Pagados y otras partidas	(86)	(184)	(185)	(192)	(180)	(175)	(81)	(41)
Financiamiento "Ajeno"	(55)	(498)	(722)	(277)	(305)	(498)	(200)	8
Dividendos Pagados	0	(50)	(21)	(50)	(50)	(50)	0	0
Financiamiento "Propio"	0	(50)	(25)	(131)	(50)	(50)	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(55)	(548)	(747)	(408)	(355)	(548)	(200)	3
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(158)	(34)	(7)	54	(24)	(107)	44	(52)
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(11)	(1)	(0)	0	0	0	(0)	18
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	377	208	173	166	220	196	173	166
Efectivo y equiv. al final del Periodo	208	173	166	220	196	88	217	132
<i>Cifras UDM</i>								
Capex de Mantenimiento	246	256	281	332	380	422	284	243
Flujo Libre de Efectivo	45	552	618	435	395	494	709	259
Amortización de Deuda	1,344	1,544	523	502	323	460	373	544
Revolencia automática	(1,175)	(1,169)	(174)	0	0	0	0	0
Amortización de Deuda Final	169	375	349	502	323	460	349	525
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	74	171	177	178	168	150	208	140
Servicio de la Deuda	243	546	526	680	490	610	557	665
DSCR	0.2	1.0	1.2	0.6	0.8	0.8	1.3	0.4
Caja Inicial Disponible	377	208	173	166	220	196	173	166
DSCR con Caja Inicial	1.7	1.4	1.5	0.9	1.3	1.1	1.6	0.6
Deuda Neta a FLE	24.1	2.2	2.2	3.6	4.2	3.4	1.7	6.0
Deuda Neta a EBITDA	2.1	1.5	1.7	1.5	1.4	1.3	1.4	2.1

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 2T20.



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 Quirografarias / Soberanos

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

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

Instituciones Financieras / ABS

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

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1253 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Finanzas Públicas Estructuradas / Infraestructura

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

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

Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 55 1500 3146
luis.miranda@hrratings.com

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

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

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

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



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

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

Evaluación de Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, mayo del 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	Inicial
Fecha de última acción de calificación	Inicial
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	2012-1T20
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información trimestral interna e información dictaminada 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

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, 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, 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.