

Bio Pappel LP  
**HR AAA**  
Perspectiva  
Estable

Bio Pappel CP  
**HR+1**

Bio Pappel  
**HR BBB+ (G)**  
Perspectiva  
Negativa

Corporativos  
31 de enero de 2025  
A NRSRO Rating\*\*

**2023**  
HR AAA  
Perspectiva Estable

**2024**  
HR AAA  
Perspectiva Estable

**2025**  
HR AAA  
Perspectiva Estable



**Elizabeth Martínez**

Analista Responsable  
Subdirectora de Corporativos  
[elizabeth.martinez@hrratings.com](mailto:elizabeth.martinez@hrratings.com)



**Alfredo Reyes**

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



**Heinz Cederborg**

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos / ABS  
[heinz.cederborg@hrratings.com](mailto:heinz.cederborg@hrratings.com)

## HR Ratings ratificó las calificaciones de HR AAA con Perspectiva Estable y HR BBB+ (G) manteniendo la Perspectiva Negativa para Bio Pappel. Asimismo, ratificó la calificación de corto plazo de HR+1 para Bio Pappel

La ratificación de las calificaciones de Bio Pappel y su deuda asociada se fundamenta en los bajos niveles de apalancamiento neto que presenta la Empresa, los cuales reflejarían un promedio ponderado en Años de Pago de Deuda Neta a FLE de 1.4 años durante el periodo proyectado (vs. 1.3 en 2023). De igual forma, la Empresa presenta mínimas presiones en el servicio de deuda durante el periodo proyectado, principalmente tras la mejora del perfil de vencimientos de deuda durante el cuarto trimestre de 2024 (4T24) gracias a un nuevo crédito sindicado que comprende un Tranche A por US\$150m a cinco años y un Tranche B por P\$4,000m (~US\$200m). De esta manera, esperamos que las métricas de Debt Service Coverage Ratio (DSCR, por sus siglas en inglés) y DSCR con Caja reflejen un promedio ponderado de 3.1 veces (x) y 7.4x para 2025-2027. Esto sería apoyado por una generación sostenida de Flujo Libre de Efectivo (FLE), en donde esperamos que la Empresa alcance P\$5,382 millones (m) como resultado de un incremento en la capacidad de producción, una mejora en los precios de venta y una estructura estable de costos y gastos que logren contrarrestar los requerimientos de capital de trabajo, en línea con el crecimiento orgánico de la Empresa.

Es importante mencionar que nuestras estimaciones reflejan una mejora en relación con los resultados operativos reportados por la Empresa durante los Últimos Doce Meses (UDM) al 3T24. Estos últimos mostraron una contracción de manera anual y al ser comparados con nuestras estimaciones previas. Este cambio se atribuye principalmente a una normalización en la demanda, especialmente en el volumen de papel café y cajas. A pesar de la contracción en la generación de FLE, las métricas se mantuvieron en niveles de fortaleza debido al holgado perfil de vencimientos de la Empresa y a su nivel de apalancamiento.



Finalmente, se ratificó la etiqueta Superior en el Factor Ambiental, en relación con los factores ASG, como resultado de la fortaleza que presenta la Empresa en cuanto a su enfoque y políticas ambientales.

### Supuestos y Resultados para Bio Pappel (Cifras en millones de pesos)

Ejercicio Fiscal	Reportado		Escenario Base			Escenario de Estrés			Prom. Ponderado		Grado de Estrés
	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	Base	Estrés	
Ventas Totales	39,928	39,377	43,272	45,620	48,052	37,447	39,289	42,010	44,967	38,951	-13.4%
EBITDA	6,660	5,513	6,145	6,889	7,688	4,831	5,186	5,755	6,688	5,130	-23.3%
Margen EBITDA	16.7%	14.0%	14.2%	15.1%	16.0%	12.9%	13.2%	13.7%	14.8%	13.2%	-168.6
Flujo Libre de Efectivo	4,159	2,760	3,990	4,792	5,382	2,879	3,479	4,000	4,517	3,291	-27.2%
Servicio de la Deuda	2,040	1,354	1,124	1,498	2,851	1,165	1,566	2,952	1,601	1,662	3.9%
Deuda Total	10,114	12,901	12,726	11,985	9,641	12,726	11,985	9,641	11,853	11,853	0.0%
Deuda Neta	5,316	6,739	7,021	5,167	4,277	8,671	8,198	8,790	5,903	8,561	45.0%
DSCR	2.0x	2.0x	3.6x	3.2x	1.9x	2.5x	2.2x	1.4x	3.1x	2.2x	-30.2%
DSCR con Caja	4.2x	5.6x	9.0x	7.0x	4.3x	7.3x	4.8x	2.6x	7.4x	5.6x	-24.6%
Deuda Neta a FLE	1.3	2.4	1.8	1.1	0.8	3.0	2.4	2.2	1.4	2.6	95.1%
ACP	1.9	1.9	1.9	1.9	2.1	1.8	1.9	2.0	1.9	1.9	-2.5%

Fuente: HR Ratings con base en sus proyecciones e información histórica de la Empresa. Cuando existe tres trimestres de información reportada en el año fiscal actual se considera ese año como un año histórico (2024), proyectando el último trimestre (4T24).

## Desempeño Histórico vs. Comparativo

- **Disminución de Ingresos.** Al 3T24 UDM, Bio Pappel registró una disminución en los ingresos totales situándose en P\$38,490m (vs. los P\$42,216m reportados en los UDM al 3T23). Esta disminución es provocada principalmente por el decremento en volumen del segmento de Papel Café y Empaques, el cual registró 1.519m toneladas los UDM del 3T24 (-9.6% vs. 1.681m toneladas registrados en los UDM del 3T23). Además, las ventas se vieron afectadas por una baja de -20.9% en el precio promedio del Papel Blanco y Cuadernos en el periodo observado.
- **Decremento de Márgenes Operativos.** En los UDM al 3T24, Bio Pappel registró una Utilidad Bruta de P\$7,891m (-18.8% vs. P\$9,715m registrados en los UDM al 3T23). Por consiguiente, el Margen Bruto tuvo un decremento de -566pb en el periodo mencionado. Esta disminución fue causada principalmente por la disminución en ingresos totales por parte de la Empresa, ya que, con relación a los costos operativos, la Empresa registró un decremento de -5.8% en el periodo observado. Esto debido a que, el costo operativo está compuesto por materias primas, en donde la fibra es utilizada para la operación de la Empresa, además de Energías como el gas el cual presentaron decrementos en sus precios.
- **Presiones en FLE.** La Empresa alcanzó P\$3,590m al cierre de los UDM del 3T24, lo que supone un decremento frente a los P\$4,412m registrados en el periodo anterior. Este decremento, mayormente impulsado por los menores resultados operativos, se debió también a un mayor requerimiento de impuestos por pagar, el cual registró un monto de P\$1,612m (vs. P\$1,486m registrados en los UDM al 3T23).

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Incremento paulatino en Ingresos.** Para el periodo proyectado, se anticipa un incremento en ingresos por P\$48,052m para 2027, en comparación con los P\$39,928m de 2023. Lo anterior es resultado de una recuperación progresiva tanto en los precios por tonelada métrica como en los volúmenes de venta de los segmentos en los que la Empresa desarrolla sus operaciones. Esto debido a un escenario económico más favorable en los mercados donde participa la Bio Pappel.



- **Disminución de la Deuda.** Estimamos que Bio Pappel registrará un nivel de deuda bruta de P\$9,641m al 2027 (vs. P\$10,114m al 2023) como resultado del cumplimiento de pago de sus obligaciones de deuda en línea con su calendario de amortizaciones. No proyectamos endeudamiento adicional por parte de la Empresa. Con respecto a la deuda neta, esperamos que esta alcance niveles de P\$4,277m al 2027 (vs P\$5,316m en 2023).

## Factores adicionales para considerar

- **Factores ASG.** HR Ratings ratificó la Etiqueta Superior con relación al Factor Ambiental debido al desempeño mostrado por Bio Pappel durante 2023. La Empresa se destaca por haber obtenido los reconocimientos como: Premio Nacional al Mérito Forestal, Water Efficiency Award, Environmental Leadership Award, entre otros. Por lo anterior, se otorgó un ajuste positivo a la calificación.
- **Deuda Soberana de México.** La Perspectiva de la calificación en escala global de Bio Pappel se ratificó en Perspectiva Negativa, en línea con la calificación que mantiene HR Ratings sobre la deuda soberana de los Estados Unidos Mexicanos, al considerarse a México como el soberano relevante para la conversión de la escala local a global, conforme a lo establecido en la metodología de Criterios Generales Metodológicos. El 25 de noviembre de 2024, HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de los Estados Unidos Mexicanos en HR BBB+ (G), modificando la Perspectiva de Estable a Negativa. El cambio en la Perspectiva de Estable a Negativa es resultado del deterioro en las estimaciones de crecimiento económico en 2024 y 2025 para México por parte de HR Ratings, así como en la expectativa de una reducción más lenta del déficit fiscal para 2025, respecto a lo estimado por la Secretaría de Hacienda (Hacienda), lo cual podría presionar la deuda neta como proporción del Producto Interno Bruto (PIB).

## Factores que podrían bajar la calificación

- **Resultados Operativos por debajo de las expectativas.** Si la Empresa no logra atraer nueva demanda o generar ingresos a partir de las plantas de producción planificadas, esto podría resultar en un debilitamiento del flujo libre de efectivo. Asimismo, en caso de que la Empresa registre un monto promedio ponderado de P\$3,291m en el FLE para los años 2024-2027, la calificación podría verse afectada negativamente.
- **Aumento de la deuda.** En un escenario donde la Empresa necesite financiamiento para la apertura de futuras instalaciones de producción, esto podría generar un mayor nivel de deuda neta, que impactaría la métrica de Años de Pago. En caso de que esta métrica alcance promedio de 2.6 años para 2024-2027, la calificación podría verse afectada negativamente.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	2022*	2023*	2024	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>45,250</b>	<b>61,942</b>	<b>66,267</b>	<b>67,784</b>	<b>69,234</b>	<b>69,718</b>	<b>43,835</b>	<b>65,258</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>17,877</b>	<b>17,041</b>	<b>19,847</b>	<b>21,083</b>	<b>23,399</b>	<b>22,944</b>	<b>17,682</b>	<b>18,819</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,424	4,798	6,163	5,704	6,818	5,364	4,901	4,510
Cuentas por Cobrar a Clientes	7,922	7,367	8,188	9,060	9,774	10,287	7,813	8,747
Inventarios	5,286	4,641	5,001	5,786	6,245	6,701	4,599	5,038
Otros Activos Circulantes	246	235	496	533	562	591	369	523
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>27,373</b>	<b>44,901</b>	<b>46,420</b>	<b>46,700</b>	<b>45,835</b>	<b>46,774</b>	<b>26,152</b>	<b>46,440</b>
Cuentas por Cobrar No Circulantes	97	88	84	93	100	105	266	76
Inversiones en Asociadas	110	118	128	137	147	157	110	118
Planta, Propiedad y Equipo	24,070	42,247	43,712	43,974	43,092	44,016	23,287	43,750
Crédito Mercantil	887	761	903	903	903	903	798	903
Otros Intangibles	581	393	267	267	267	267	303	267
Impuestos Diferidos	66	45	28	28	28	28	69	28
Otros Activos No Circulantes	1,561	1,248	1,299	1,299	1,299	1,299	1,320	1,299
Pagos Anticipados	0	0	88	88	88	88	0	88
Derecho de Uso por Arrendamiento	1,561	1,248	1,211	1,211	1,211	1,211	1,320	1,211
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>25,790</b>	<b>26,768</b>	<b>29,599</b>	<b>30,022</b>	<b>29,727</b>	<b>27,733</b>	<b>22,400</b>	<b>28,722</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>9,832</b>	<b>9,883</b>	<b>8,177</b>	<b>9,596</b>	<b>11,571</b>	<b>12,213</b>	<b>9,522</b>	<b>12,179</b>
Pasivo con Costo	1,361	2,474	526	1,289	2,668	2,784	2,011	2,764
Proveedores	5,001	4,345	4,994	5,435	5,785	6,031	4,049	5,564
Impuestos por Pagar	912	928	253	255	257	259	398	0
Beneficios a empleados	737	865	903	936	971	1,007	737	865
Pasivo por Arrendamiento	334	299	373	373	373	373	305	373
Otros	1,487	971	1,127	1,307	1,516	1,759	2,023	2,613
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>15,958</b>	<b>16,886</b>	<b>21,423</b>	<b>20,427</b>	<b>18,156</b>	<b>15,519</b>	<b>12,878</b>	<b>16,542</b>
Pasivo con Costo	11,037	7,640	12,375	11,437	9,317	6,857	8,831	7,593
Impuestos Diferidos	2,251	7,514	7,315	7,224	7,038	6,825	2,168	7,323
Pasivo por Arrendamiento	1,322	984	953	953	953	953	1,069	953
Beneficios a empleados	332	157	159	162	165	167	154	157
Otros	1,016	591	620	651	684	718	657	516
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>19,461</b>	<b>35,174</b>	<b>36,668</b>	<b>37,761</b>	<b>39,507</b>	<b>41,985</b>	<b>21,435</b>	<b>36,537</b>
<b>Minoritario</b>	<b>-89</b>	<b>-116</b>	<b>-2</b>	<b>-18</b>	<b>-41</b>	<b>-72</b>	<b>-108</b>	<b>-0</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	-84	-89	-0	-2	-18	-41	-108	-0
Utilidad del Ejercicio	-5	-26	-1	-16	-23	-31	0	0
<b>Mayoritario</b>	<b>19,550</b>	<b>35,290</b>	<b>36,670</b>	<b>37,779</b>	<b>39,548</b>	<b>42,057</b>	<b>21,543</b>	<b>36,537</b>
Capital Contribuido	13,646	13,132	13,875	13,875	13,875	13,875	13,278	13,875
Utilidades Acumuladas y Otros	2,903	19,059	21,847	22,425	23,524	25,283	5,526	21,847
Utilidad del Ejercicio	3,001	3,099	948	1,480	2,149	2,900	2,739	815
<b>Deuda Total</b>	<b>12,398</b>	<b>10,114</b>	<b>12,901</b>	<b>12,726</b>	<b>11,985</b>	<b>9,641</b>	<b>10,842</b>	<b>10,357</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>7,975</b>	<b>5,316</b>	<b>6,739</b>	<b>7,021</b>	<b>5,167</b>	<b>4,277</b>	<b>5,941</b>	<b>5,847</b>
<b>Días Cuentas por Cobrar</b>	<b>61</b>	<b>71</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>77</b>	<b>77</b>	<b>68</b>	<b>76</b>
<b>Días Inventario</b>	<b>45</b>	<b>58</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>57</b>	<b>57</b>
<b>Días Proveedores</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>49</b>	<b>58</b>

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



## Escenario Base: Estado de Resultados (Cifras en millones de pesos)

	Años Calendario						Acumulado	
	2022*	2023*	2024	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
<b>Ventas Totales</b>	<b>46,946</b>	<b>39,928</b>	<b>39,377</b>	<b>43,272</b>	<b>45,620</b>	<b>48,052</b>	<b>30,890</b>	<b>29,452</b>
<b>Costo de Ventas</b>	<b>38,104</b>	<b>30,733</b>	<b>31,265</b>	<b>33,882</b>	<b>35,493</b>	<b>37,000</b>	<b>23,471</b>	<b>23,337</b>
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>8,842</b>	<b>9,195</b>	<b>8,112</b>	<b>9,390</b>	<b>10,128</b>	<b>11,052</b>	<b>7,420</b>	<b>6,115</b>
Gastos Generales	2,249	2,536	2,599	3,245	3,239	3,364	1,729	1,943
<b>EBITDA</b>	<b>6,593</b>	<b>6,660</b>	<b>5,513</b>	<b>6,145</b>	<b>6,889</b>	<b>7,688</b>	<b>5,690</b>	<b>4,172</b>
Depreciación y Amortización	1,938	1,927	2,511	3,046	3,035	3,023	1,459	1,751
Depreciación	1,591	1,541	2,110	2,644	2,634	2,622	1,169	1,450
Amortización de Activos Intangibles	49	49	49	49	49	49	37	37
Amortización de Activos por Derecho de Uso	299	338	353	353	353	353	253	264
<b>Utilidad Operativa antes de Otros</b>	<b>4,654</b>	<b>4,732</b>	<b>3,001</b>	<b>3,099</b>	<b>3,853</b>	<b>4,665</b>	<b>4,232</b>	<b>2,421</b>
Otros Ingresos y Gastos Netos	-56	126	-33	0	0	0	133	-33
<b>Utilidad Operativa después de Otros</b>	<b>4,599</b>	<b>4,858</b>	<b>2,968</b>	<b>3,099</b>	<b>3,853</b>	<b>4,665</b>	<b>4,365</b>	<b>2,388</b>
Ingresos por Intereses	180	501	388	337	349	367	376	240
Otros Productos Financieros	-211	134	234	0	0	0	81	234
Intereses Devengados	1,061	1,263	973	927	812	690	989	775
Otros Gastos Financieros	-395	281	290	0	0	0	171	290
Intereses por Arrendamiento	70	69	70	70	70	70	53	53
<b>Ingreso Financiero Neto</b>	<b>-698</b>	<b>-909</b>	<b>-641</b>	<b>-591</b>	<b>-462</b>	<b>-324</b>	<b>-756</b>	<b>-644</b>
Resultado Cambiario	220	465	-610	-357	-295	-184	397	-275
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>-478</b>	<b>-444</b>	<b>-1,251</b>	<b>-948</b>	<b>-757</b>	<b>-507</b>	<b>-360</b>	<b>-919</b>
<b>Utilidad Después del RIF</b>	<b>4,121</b>	<b>4,415</b>	<b>1,717</b>	<b>2,151</b>	<b>3,097</b>	<b>4,158</b>	<b>4,006</b>	<b>1,469</b>
Participación en Subsid. No Consolidadas	8	10	10	10	10	10	0	0
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>4,059</b>	<b>4,355</b>	<b>1,657</b>	<b>2,091</b>	<b>3,036</b>	<b>4,097</b>	<b>4,006</b>	<b>1,469</b>
<b>Impuestos sobre la Utilidad</b>	<b>1,064</b>	<b>1,282</b>	<b>711</b>	<b>627</b>	<b>911</b>	<b>1,229</b>	<b>1,266</b>	<b>654</b>
Impuestos Causados	1,247	1,420	1,042	719	1,097	1,443	1,307	978
Impuestos Diferidos	-183	-138	-332	-91	-186	-213	-41	-324
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>2,996</b>	<b>3,073</b>	<b>946</b>	<b>1,464</b>	<b>2,125</b>	<b>2,868</b>	<b>2,739</b>	<b>815</b>
Participación minoritaria en la utilidad	-5	-26	-1	-16	-23	-31	0	0
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	<b>3,001</b>	<b>3,099</b>	<b>948</b>	<b>1,480</b>	<b>2,149</b>	<b>2,900</b>	<b>2,739</b>	<b>815</b>
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras UDM</i>	
Cambio en Ventas	39.5%	-14.9%	-1.4%	9.9%	5.4%	5.3%	-6.3%	-8.8%
Margen Bruto	18.8%	23.0%	20.6%	21.7%	22.2%	23.0%	22.9%	20.5%
Margen EBITDA	14.0%	16.7%	14.0%	14.2%	15.1%	16.0%	17.2%	13.4%
Tasa de Impuestos	26.2%	29.4%	42.9%	30.0%	30.0%	30.0%	31.7%	36.8%
Tasa Pasiva	8.6%	11.1%	9.0%	7.1%	6.4%	6.2%	12.0%	10.1%
Tasa Activa	1.5%	4.0%	3.0%	2.1%	2.0%	2.0%	4.5%	2.9%

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



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

	2022*	2023*	2024	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	4,059	4,355	1,657	2,091	3,036	4,097	4,006	1,469
Provisiones del Periodo	-34	-29	-5	0	0	0	-63	-5
<b>Partidas sin Impacto en el Efectivo</b>	<b>-34</b>	<b>-29</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-63</b>	<b>-5</b>
Depreciación y Amortización del Ejercicio	1,938	1,927	2,511	3,046	3,035	3,023	1,459	1,751
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	0	-10	-10	-10	-10	0	0
Intereses a Favor	-180	-501	-148	-337	-349	-367	0	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>1,759</b>	<b>1,427</b>	<b>2,354</b>	<b>2,699</b>	<b>2,676</b>	<b>2,647</b>	<b>1,459</b>	<b>1,751</b>
Intereses Devengados	850	1,397	789	927	812	690	622	591
Fluctuación Cambiaria	-239	-753	698	357	295	184	-649	363
Intereses por Arrendamiento	70	69	70	70	70	70	53	53
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>681</b>	<b>713</b>	<b>1,557</b>	<b>1,355</b>	<b>1,176</b>	<b>944</b>	<b>26</b>	<b>1,007</b>
<b>Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>6,465</b>	<b>6,466</b>	<b>5,563</b>	<b>6,145</b>	<b>6,889</b>	<b>7,688</b>	<b>5,427</b>	<b>4,222</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	-1,939	555	-821	-873	-714	-513	109	-1,380
Decremento (Incremento) en Inventarios	-816	641	-357	-785	-459	-457	686	-394
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	483	-250	44	-46	-36	-35	-232	26
Incremento (Decremento) en Proveedores	-267	-781	224	441	350	246	-988	794
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	759	-531	165	249	281	317	-200	1,254
<b>Capital de trabajo</b>	<b>-1,780</b>	<b>-366</b>	<b>-744</b>	<b>-1,014</b>	<b>-577</b>	<b>-441</b>	<b>-625</b>	<b>298</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-833	-1,456	-1,478	-719	-1,097	-1,443	-1,258	-1,414
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>-2,612</b>	<b>-1,823</b>	<b>-2,222</b>	<b>-1,732</b>	<b>-1,674</b>	<b>-1,884</b>	<b>-1,883</b>	<b>-1,115</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>3,853</b>	<b>4,643</b>	<b>3,341</b>	<b>4,412</b>	<b>5,215</b>	<b>5,804</b>	<b>3,543</b>	<b>3,107</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inver. de acciones con carácter perm.	0	0	-75	0	0	0	0	-75
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-1,916	-1,514	-1,888	-2,906	-1,751	-3,546	-1,067	-1,265
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	702	353	6	0	0	0	352	6
Inversión en Activos Intangibles	-8	-13	-24	-49	-49	-49	-24	-12
Adquisición de Negocios	-4,327	-172	0	0	0	0	-170	0
Intereses Cobrados	180	492	482	337	349	367	353	334
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>-5,370</b>	<b>-853</b>	<b>-1,500</b>	<b>-2,618</b>	<b>-1,451</b>	<b>-3,228</b>	<b>-556</b>	<b>-1,013</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>-1,517</b>	<b>3,790</b>	<b>1,841</b>	<b>1,794</b>	<b>3,764</b>	<b>2,576</b>	<b>2,988</b>	<b>2,094</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios	3,842	0	8,282	0	0	0	300	1,207
Amortización de Financiamientos Bancarios	-1,954	-1,336	-6,977	-533	-1,035	-2,528	-1,167	-2,112
Amortización de Arrendamientos	-288	-319	-340	-353	-353	-353	-238	-252
Intereses Pagados y otras partidas	-958	-1,196	-1,000	-927	-812	-690	-901	-802
Intereses Pagados por Arrendamientos	-70	-69	-70	-70	-70	-70	-53	-53
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>572</b>	<b>-2,920</b>	<b>-105</b>	<b>-1,883</b>	<b>-2,270</b>	<b>-3,641</b>	<b>-2,060</b>	<b>-2,011</b>
Recompra de Acciones	-6	-0	0	0	0	0	-0	0
Dividendos Pagados	-205	-400	-200	-370	-380	-390	-400	-200
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>-211</b>	<b>-400</b>	<b>-200</b>	<b>-370</b>	<b>-380</b>	<b>-390</b>	<b>-400</b>	<b>-200</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>361</b>	<b>-3,320</b>	<b>-305</b>	<b>-2,253</b>	<b>-2,650</b>	<b>-4,031</b>	<b>-2,460</b>	<b>-2,211</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>-1,156</b>	<b>470</b>	<b>1,536</b>	<b>-458</b>	<b>1,114</b>	<b>-1,455</b>	<b>528</b>	<b>-117</b>
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	161	-95	-171	0	0	0	-51	-171
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	5,419	4,424	4,798	6,163	5,704	6,818	4,424	4,798
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>4,424</b>	<b>4,798</b>	<b>6,163</b>	<b>5,704</b>	<b>6,818</b>	<b>5,364</b>	<b>4,901</b>	<b>4,510</b>
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras UDM</i>	
CAPEX de Mantenimiento	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>3,655</b>	<b>4,159</b>	<b>2,760</b>	<b>3,990</b>	<b>4,792</b>	<b>5,382</b>	<b>4,412</b>	<b>3,590</b>
Amortización de Deuda	1,954	1,336	6,977	533	1,035	2,528	3,121	2,280
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-1,954	0	-6,141	0	0	0	-2,232	-1,276
Amortización Neta	0	1,336	836	533	1,035	2,528	889	1,005
Intereses Netos Pagados	778	704	518	591	462	324	800	624
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>778</b>	<b>2,040</b>	<b>1,354</b>	<b>1,124</b>	<b>1,498</b>	<b>2,851</b>	<b>1,688</b>	<b>1,629</b>
<b>DSCR</b>	<b>4.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>3.6</b>	<b>3.2</b>	<b>1.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>
Caja Inicial Disponible	5,419	4,424	4,798	6,163	5,704	6,818	4,424	4,798
<b>DSCR con Caja</b>	<b>11.7</b>	<b>4.2</b>	<b>5.6</b>	<b>9.0</b>	<b>7.0</b>	<b>4.3</b>	<b>5.2</b>	<b>5.1</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>2.2</b>	<b>1.3</b>	<b>2.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>

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



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

	2022*	2023*	2024	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>45,250</b>	<b>61,942</b>	<b>65,677</b>	<b>65,566</b>	<b>65,315</b>	<b>64,152</b>	<b>43,835</b>	<b>65,258</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>17,877</b>	<b>17,041</b>	<b>19,262</b>	<b>18,872</b>	<b>19,488</b>	<b>17,386</b>	<b>17,682</b>	<b>18,819</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,424	4,798	5,665	4,054	3,787	851	4,901	4,510
Cuentas por Cobrar a Clientes	7,922	7,367	7,701	8,449	9,057	9,473	7,813	8,747
Inventarios	5,286	4,641	5,442	5,907	6,160	6,546	4,599	5,038
Otros Activos Circulantes	246	235	453	461	484	517	369	523
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>27,373</b>	<b>44,901</b>	<b>46,415</b>	<b>46,694</b>	<b>45,828</b>	<b>46,766</b>	<b>26,152</b>	<b>46,440</b>
Cuentas por Cobrar No Circulantes	97	88	79	87	93	97	266	76
Inversiones en Asociadas	110	118	128	137	147	157	110	118
Planta, Propiedad y Equipo	24,070	42,247	43,712	43,974	43,092	44,016	23,287	43,750
Crédito Mercantil	887	761	903	903	903	903	798	903
Otros Intangibles	581	393	267	267	267	267	303	267
Impuestos Diferidos	66	45	28	28	28	28	69	28
Otros Activos No Circulantes	1,561	1,248	1,299	1,299	1,299	1,299	1,320	1,299
Pagos Anticipados	0	0	88	88	88	88	0	88
Derecho de Uso por Arrendamiento	1,561	1,248	1,211	1,211	1,211	1,211	1,320	1,211
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>25,790</b>	<b>26,768</b>	<b>29,498</b>	<b>29,242</b>	<b>28,486</b>	<b>26,268</b>	<b>22,400</b>	<b>28,722</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>9,832</b>	<b>9,883</b>	<b>8,052</b>	<b>8,740</b>	<b>10,155</b>	<b>10,476</b>	<b>9,522</b>	<b>12,179</b>
Pasivo con Costo	1,361	2,474	526	1,289	2,668	2,784	2,011	2,764
Proveedores	5,001	4,345	4,918	4,689	4,557	4,578	4,049	5,564
Impuestos por Pagar	912	928	253	255	257	259	398	0
Beneficios a empleados	737	865	903	936	971	1,007	737	865
Pasivo por Arrendamiento	334	299	373	373	373	373	305	373
Otros	1,487	971	1,078	1,197	1,329	1,475	2,023	2,613
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>15,958</b>	<b>16,886</b>	<b>21,446</b>	<b>20,503</b>	<b>18,331</b>	<b>15,792</b>	<b>12,878</b>	<b>16,542</b>
Pasivo con Costo	11,037	7,640	12,375	11,437	9,317	6,857	8,831	7,593
Impuestos Diferidos	2,251	7,514	7,344	7,312	7,232	7,124	2,168	7,323
Pasivo por Arrendamiento	1,322	984	953	953	953	953	1,069	953
Beneficios a empleados	332	157	159	162	165	167	154	157
Otros	1,016	591	614	639	664	691	657	516
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>19,461</b>	<b>35,174</b>	<b>36,179</b>	<b>36,324</b>	<b>36,830</b>	<b>37,884</b>	<b>21,435</b>	<b>36,537</b>
<b>Minoritario</b>	<b>-89</b>	<b>-116</b>	<b>4</b>	<b>-2</b>	<b>-12</b>	<b>-28</b>	<b>-108</b>	<b>-0</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	-84	-89	-0	4	-2	-12	-108	-0
Utilidad del Ejercicio	-5	-26	4	-6	-10	-16	0	0
<b>Mayoritario</b>	<b>19,550</b>	<b>35,290</b>	<b>36,175</b>	<b>36,326</b>	<b>36,841</b>	<b>37,912</b>	<b>21,543</b>	<b>36,537</b>
Capital Contribuido	13,646	13,132	13,875	13,875	13,875	13,875	13,278	13,875
Utilidades Acumuladas y Otros	2,903	19,059	21,847	21,930	22,071	22,576	5,526	21,847
Utilidad del Ejercicio	3,001	3,099	453	521	895	1,461	2,739	815
<b>Deuda Total</b>	<b>12,398</b>	<b>10,114</b>	<b>12,901</b>	<b>12,726</b>	<b>11,985</b>	<b>9,641</b>	<b>10,842</b>	<b>10,357</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>7,975</b>	<b>5,316</b>	<b>7,237</b>	<b>8,671</b>	<b>8,198</b>	<b>8,790</b>	<b>5,941</b>	<b>5,847</b>
<b>Días Cuentas por Cobrar</b>	<b>61</b>	<b>71</b>	<b>77</b>	<b>82</b>	<b>84</b>	<b>82</b>	<b>68</b>	<b>76</b>
<b>Días Inventario</b>	<b>45</b>	<b>58</b>	<b>57</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>57</b>	<b>57</b>
<b>Días Proveedores</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>49</b>	<b>47</b>	<b>49</b>	<b>58</b>

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



## Escenario Estrés: Estado de Resultados (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023*	2024	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
<b>Ventas Totales</b>	46,946	39,928	38,513	37,447	39,289	42,010	30,890	29,452
<b>Costo de Ventas</b>	38,104	30,733	31,966	30,819	32,138	34,154	23,471	23,337
<b>Utilidad Bruta</b>	8,842	9,195	6,547	6,628	7,151	7,856	7,420	6,115
Gastos Generales	2,249	2,536	1,733	1,797	1,964	2,100	1,729	1,943
<b>EBITDA</b>	6,593	6,660	4,814	4,831	5,186	5,755	5,690	4,172
Depreciación y Amortización	1,938	1,927	2,511	3,046	3,035	3,023	1,459	1,751
Depreciación	1,591	1,541	2,110	2,644	2,634	2,622	1,169	1,450
Amortización de Activos Intangibles	49	49	49	49	49	49	37	37
Amortización de Activos por Derecho de Uso	299	338	353	353	353	353	253	264
<b>Utilidad Operativa antes de Otros</b>	4,654	4,732	2,303	1,785	2,151	2,732	4,232	2,421
Otros Ingresos y Gastos Netos	-56	126	-33	0	0	0	133	-33
<b>Utilidad Operativa después de Otros</b>	4,599	4,858	2,270	1,785	2,151	2,732	4,365	2,388
Ingresos por Intereses	180	501	388	295	281	266	376	240
Otros Productos Financieros	-211	134	234	0	0	0	81	234
Intereses Devengados	1,061	1,263	973	927	812	690	989	775
Otros Gastos Financieros	-395	281	290	0	0	0	171	290
Intereses por Arrendamiento	70	69	70	70	70	70	53	53
<b>Ingreso Financiero Neto</b>	-698	-909	-641	-632	-530	-424	-756	-644
Resultado Cambiario	220	465	-610	-357	-295	-184	397	-275
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	-478	-444	-1,251	-989	-825	-608	-360	-919
<b>Utilidad Después del RIF</b>	4,121	4,415	1,019	796	1,326	2,124	4,006	1,469
Participación en Subsid. No Consolidadas	8	10	10	10	10	10	0	0
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	4,059	4,355	958	736	1,265	2,064	4,006	1,469
<b>Impuestos sobre la Utilidad</b>	1,064	1,282	501	221	380	619	1,266	654
Impuestos Causados	1,247	1,420	803	253	460	727	1,307	978
Impuestos Diferidos	-183	-138	-302	-32	-80	-108	-41	-324
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	2,996	3,073	457	515	886	1,445	2,739	815
Participación minoritaria en la utilidad	-5	-26	4	-6	-10	-16	0	0
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	3,001	3,099	453	521	895	1,461	2,739	815
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras UDM</i>	
Cambio en Ventas	39.5%	-14.9%	-3.5%	-2.8%	4.9%	6.9%	-6.3%	-8.8%
Margen Bruto	18.8%	23.0%	17.0%	17.7%	18.2%	18.7%	22.9%	20.5%
Margen EBITDA	14.0%	16.7%	12.5%	12.9%	13.2%	13.7%	17.2%	13.4%
Tasa de Impuestos	26.2%	29.4%	52.3%	30.0%	30.0%	30.0%	31.7%	36.8%
Tasa Pasiva	8.6%	11.1%	9.0%	7.1%	6.4%	6.2%	12.0%	10.1%
Tasa Activa	1.5%	4.0%	3.0%	2.1%	2.0%	2.1%	4.5%	2.9%

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



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

	2022*	2023*	2024	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	4,059	4,355	958	736	1,265	2,064	4,006	1,469
Provisiones del Periodo	-34	-29	-5	0	0	0	-63	-5
<b>Partidas sin Impacto en el Efectivo</b>	<b>-34</b>	<b>-29</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-63</b>	<b>-5</b>
Depreciación y Amortización del Ejercicio	1,938	1,927	2,511	3,046	3,035	3,023	1,459	1,751
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	0	-10	-10	-10	-10	0	0
Intereses a Favor	-180	-501	-148	-295	-281	-266	0	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>1,759</b>	<b>1,427</b>	<b>2,354</b>	<b>2,741</b>	<b>2,744</b>	<b>2,747</b>	<b>1,459</b>	<b>1,751</b>
Intereses Devengados	850	1,397	789	927	812	690	622	591
Fluctuación Cambiaria	-239	-753	698	357	295	184	-649	363
Intereses por Arrendamiento	70	69	70	70	70	70	53	53
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>681</b>	<b>713</b>	<b>1,557</b>	<b>1,355</b>	<b>1,176</b>	<b>944</b>	<b>26</b>	<b>1,007</b>
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>6,465</b>	<b>6,466</b>	<b>4,864</b>	<b>4,831</b>	<b>5,186</b>	<b>5,755</b>	<b>5,427</b>	<b>4,222</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	-1,939	555	-334	-748	-608	-416	109	-1,380
Decremento (Incremento) en Inventarios	-816	641	-799	-464	-253	-386	686	-394
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	483	-250	92	-16	-29	-38	-232	26
Incremento (Decremento) en Proveedores	-267	-781	148	-229	-132	21	-988	794
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	759	-531	110	181	197	213	-200	1,254
<b>Capital de trabajo</b>	<b>-1,780</b>	<b>-366</b>	<b>-783</b>	<b>-1,276</b>	<b>-825</b>	<b>-605</b>	<b>-625</b>	<b>298</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-833	-1,456	-1,239	-253	-460	-727	-1,258	-1,414
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>-2,612</b>	<b>-1,823</b>	<b>-2,022</b>	<b>-1,529</b>	<b>-1,285</b>	<b>-1,333</b>	<b>-1,883</b>	<b>-1,115</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>3,853</b>	<b>4,643</b>	<b>2,843</b>	<b>3,302</b>	<b>3,902</b>	<b>4,423</b>	<b>3,543</b>	<b>3,107</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inver. de acciones con carácter perm.	0	0	-75	0	0	0	0	-75
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-1,916	-1,514	-1,888	-2,906	-1,751	-3,546	-1,067	-1,265
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	702	353	6	0	0	0	352	6
Inversión en Activos Intangibles	-8	-13	-24	-49	-49	-49	-24	-12
Adquisición de Negocios	-4,327	-172	0	0	0	0	-170	0
Intereses Cobrados	180	492	482	295	281	266	353	334
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>-5,370</b>	<b>-853</b>	<b>-1,500</b>	<b>-2,659</b>	<b>-1,519</b>	<b>-3,328</b>	<b>-556</b>	<b>-1,013</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>-1,517</b>	<b>3,790</b>	<b>1,343</b>	<b>643</b>	<b>2,382</b>	<b>1,094</b>	<b>2,988</b>	<b>2,094</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios	3,842	0	8,282	0	0	0	300	1,207
Amortización de Financiamientos Bancarios	-1,954	-1,336	-6,977	-533	-1,035	-2,528	-1,167	-2,112
Amortización de Arrendamientos	-288	-319	-340	-353	-353	-353	-238	-252
Intereses Pagados y otras partidas	-958	-1,196	-1,000	-927	-812	-690	-901	-802
Intereses Pagados por Arrendamientos	-70	-69	-70	-70	-70	-70	-53	-53
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>572</b>	<b>-2,920</b>	<b>-105</b>	<b>-1,883</b>	<b>-2,270</b>	<b>-3,641</b>	<b>-2,060</b>	<b>-2,011</b>
Recompra de Acciones	-6	-0	0	0	0	0	-0	0
Dividendos Pagados	-205	-400	-200	-370	-380	-390	-400	-200
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>-211</b>	<b>-400</b>	<b>-200</b>	<b>-370</b>	<b>-380</b>	<b>-390</b>	<b>-400</b>	<b>-200</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>361</b>	<b>-3,320</b>	<b>-305</b>	<b>-2,253</b>	<b>-2,650</b>	<b>-4,031</b>	<b>-2,460</b>	<b>-2,211</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>-1,156</b>	<b>470</b>	<b>1,038</b>	<b>-1,610</b>	<b>-267</b>	<b>-2,936</b>	<b>528</b>	<b>-117</b>
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	161	-95	-171	0	0	0	-51	-171
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	5,419	4,424	4,798	5,665	4,054	3,787	4,424	4,798
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>4,424</b>	<b>4,798</b>	<b>5,665</b>	<b>4,054</b>	<b>3,787</b>	<b>851</b>	<b>4,901</b>	<b>4,510</b>
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras UDM</i>	
CAPEX de Mantenimiento	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>3,655</b>	<b>4,159</b>	<b>2,262</b>	<b>2,879</b>	<b>3,479</b>	<b>4,000</b>	<b>4,412</b>	<b>3,590</b>
Amortización de Deuda	1,954	1,336	6,977	533	1,035	2,528	3,121	2,280
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-1,954	0	-6,141	0	0	0	-2,232	-1,276
Amortización Neta	0	1,336	836	533	1,035	2,528	889	1,005
Intereses Netos Pagados	778	704	518	632	530	424	800	624
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>778</b>	<b>2,040</b>	<b>1,354</b>	<b>1,165</b>	<b>1,566</b>	<b>2,952</b>	<b>1,688</b>	<b>1,629</b>
<b>DSCR</b>	<b>4.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>1.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>
Caja Inicial Disponible	5,419	4,424	4,798	5,665	4,054	3,787	4,424	4,798
<b>DSCR con Caja</b>	<b>11.7</b>	<b>4.2</b>	<b>5.2</b>	<b>7.3</b>	<b>4.8</b>	<b>2.6</b>	<b>5.2</b>	<b>5.1</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>2.2</b>	<b>1.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>

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



## Glosario

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

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

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

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

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

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

### Ponderación de Métricas

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

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

### Ponderación de Periodos

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

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

Metodologías utilizadas para el análisis*	Evaluación de Riesgo Corporativo, febrero 2024 Criterios Generales Metodológicos, octubre 2024
Calificación anterior	Bio Pappel LP*: HR AAA   Perspectiva Estable Bio Pappel CP* HR+1   Perspectiva Estable Bio Pappel (Global)** HR BBB+ (G)   Perspectiva Negativa
Fecha de última acción de calificación	*30 de enero de 2024 **02 de diciembre de 2024
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T21-3T24
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera trimestral interna e información financiera anual 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.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

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

\*\* HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una NRSRO para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad, emisor o tercero distinto a la entidad o emisor y, por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

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

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

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

**Contacto con Medios**  
[comunicaciones@hrratings.com](mailto:comunicaciones@hrratings.com)



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS