

2025
HR A-
Perspectiva Estable



Jesús Pineda

Subdirector de Corporativos
Analista Responsable

jesus.pineda@hrratings.com



Regina González

Analista Sr.

regina.gonzalez@hrratings.com



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos /
ABS

heinz.cederborg@hrratings.com

HR Ratings asignó las calificaciones de HR A- con Perspectiva Estable y de HR2 a Cox Energy, S.A.B de C.V.

La asignación de calificación de Cox Energy, S.A.B de C.V. (Cox Energy o la Empresa) se fundamenta en la generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) positivo durante el periodo proyectado el cual se encuentra en un promedio 2024-2026 de P\$754 millones (m), como resultado de la adquisición de CA Infraestructuras y de los proyectos de generación de energía que se espera que la Empresa complete durante el periodo proyectado. Lo anterior, contrarrestaría el FLE negativo durante los años 2022 y 2023, resultando en un DSCR y años de pago promedio 2024-2026 de 1.7x y 6.5 años respectivamente. En diciembre 2023 la Empresa realizó la adquisición estratégica de CA Infraestructuras, la cual consolida principalmente la operación y administración de Abengoa Bio Brasil y Solar Power Plant One (SPP1) como parte de los activos de generación de energía del portafolio de la Empresa. Como resultado de la adquisición, la Empresa durante los Últimos Doce Meses (UDM) del segundo trimestre del 2024 (2T24) incrementó los ingresos a P\$3,052m comparado con P\$494m a los UDM 2T23. Asimismo, la adquisición impactó positivamente en la generación de EBITDA, el cual cerró en P\$787m en el mismo periodo (vs. -P\$50m a los UDM 2T23) lo cual contrarrestó el incremento en requerimientos de capital para cerrar en un FLE positivo de P\$29m. En términos de deuda, la adquisición resultó en el incremento de deuda bruta a P\$565m al 2T24 comparado con P\$14m al 2T23. Esto como resultado de la deuda relacionada proveniente del activo SPP1. Posteriormente, proyectamos que la Empresa se vea beneficiada por los activos adquiridos de CA Infraestructuras al igual que el inicio del pipeline de proyectos esperados. Lo anterior resultará en un margen EBITDA promedio de 22.0% de 2024-2026 el cual se espera que fluctuara en relación con el ciclo natural del negocio, dónde las etapas iniciales de los proyectos incrementen las presiones a los márgenes hasta el momento en el que alcancen su punto de equilibrio. Cada uno de los proyectos, fue estimado mediante las necesidades de financiamiento por cada proyecto, lo anterior resultaría en el aumento de deuda bruta al cierre del 2026 de P\$18,129m comparado con P\$663m en el 2023.



Cox Energy, Supuestos y Resultados (cifras en millones de pesos)

Ejercicio Fiscal	Reportado		Escenario Base			Escenario de Estrés			Prom. Base	Ponderado Estrés	Grado de Estrés
	2022	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026			
Ventas Totales	427	1,200	5,365	8,848	10,939	4,970	7,705	9,629	7,554	6,750	-10.7%
EBITDA	-109	321	1,221	1,709	2,615	1,041	1,374	1,890	1,659	1,318	-20.6%
Margen EBITDA	-25.6%	26.7%	22.8%	19.3%	23.9%	21.0%	17.8%	19.6%	22.0%	19.8%	-225pbs
Flujo Libre de Efectivo	-144	-153	285	602	1,376	89	399	999	609	373	-38.8%
Servicio de la Deuda	4	43	288	316	637	288	323	648	371	375	1.1%
Deuda Total	14	663	727	4,229	18,129	718	4,105	17,933	5,457	5,375	-1.5%
Deuda Neta	-4	150	393	3,610	16,773	572	3,811	17,251	4,822	5,071	5.2%
DSCR*	-33.8x	-3.5x	1.0x	1.9x	2.2x	0.3x	1.2x	1.5x	1.5x	0.8x	n.a
DSCR con Caja*	-32.1x	-3.1x	2.8x	3.0x	3.1x	2.1x	1.7x	2.0x	2.9x	2.0x	n.a
Deuda Neta a FLE*	0.0	-1.0	1.4	6.0	12.2	6.4	9.6	17.3	5.0	9.6	n.a
ACP*	1.6x	0.8x	0.8x	0.8x	0.7x	0.8x	0.8x	0.7x	0.8x	0.7x	n.a

Fuente: HR Ratings con base en sus proyecciones e información histórica de la Empresa.

*Con base en nuestra metodología, los valores de mayor fortaleza en nuestras métricas de DSCR, DSCR con caja y Años de Pago son: 2.3x, 4.2x, 0 y 1.7 respectivamente.

*Con base en nuestra metodología, los valores de menor fortaleza en nuestras métricas de DSCR, DSCR con caja y Años de Pago son: 0x, 0x, 21 y 0 respectivamente.

Desempeño Histórico

- **Crecimiento en ingresos.** Durante los UDM 2T24, los ingresos incrementaron a P\$3,052m comparado con P\$494m en los UDM 2T23 como resultado de la adquisición de CA Infraestructuras, la cual consolida los derechos de operación de los activos de generación de dicha entidad.
- **Expansión en margen EBITDA.** Al cierre de los UDM 2T24, el margen EBITDA se expandió 3,583 puntos base (pbs) como resultado de la incorporación de los activos correspondientes a CA infraestructuras principalmente de los activos de Brasil y Argelia. Lo anterior se tradujo en un EBITDA y margen EBITDA de P\$787m y 25.8% respectivamente.
- **FLE positivo.** Al cierre de los UDM 2T24, la Empresa cerró con un FLE de P\$29m comparado con un FLE negativo de P\$54m al cierre de los UDM 2T23. La generación de FLE positivo durante el periodo, está relacionada al incremento en EBITDA, la cual contrarrestó los mayores requerimientos de capital.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Mayores ingresos.** Esperamos que los ingresos crezcan a P\$10,939m al cierre del 2026 impulsado por los proyectos derivados de la adquisición de CA Infraestructuras, así como el inicio de los proyectos que se encuentran en pipeline para el negocio de EPC (Engineering, Procurement, and Construction). Esperamos que la Empresa cuente con 20 proyectos al final del periodo proyectado.
- **EBITDA y margen EBITDA.** Nuestro escenario base considera una generación EBITDA de P\$2,615m con un margen EBITDA de 23.9% al cierre del 2026 comparado con P\$321m y 26.7% respectivamente al cierre del 2023. El crecimiento en EBITDA está principalmente explicado a los mayores ingresos provenientes de los proyectos EPC. La contracción en margen comparada con 2023, estaría relacionada al ciclo natural del negocio dada por el inicio de varios proyectos durante 2025 y posteriormente 2026, donde la inversión de costos es mayor.



- **Incremento en FLE.** Estimamos que la Empresa cuente con un FLE de P\$1,376m al cierre del 2026 comparado con un FLE negativo de P\$153m durante el 2023. El incremento se vería relacionado por un mayor EBITDA para contrarrestar el incremento en los requerimientos de capital de trabajo, los cuales se estiman en un promedio 2024-2026 de P\$480m

Factores Adicionales

- **Riesgo Proyecto.** La calificación incorpora un ajuste negativo cualitativo asociados a la estrategia de expansión de los ingresos a partir del pipeline de proyectos por ejecutar en los siguientes años.

Factores que podrían subir la calificación

- **Mayor generación de FLE.** Si la Empresa logra incrementar la generación de FLE esperado para el periodo 2024-2026 en un promedio de P\$1,817m comparado con P\$754m en el escenario base, la calificación podría tener un impacto positivo.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Contracción en el margen EBITDA.** Si la Empresa mantiene un margen EBITDA promedio 2024-2026 de 19.5% comparado con 22.0% en el escenario base explicado por presiones inflacionarias, la calificación podrá tener un impacto negativo.
- **Menor generación de FLE.** En un escenario dónde la Empresa cuente con una generación de FLE promedio 2024-2026 de P\$496m comparado con P\$754m en el escenario base, las métricas de deuda DSCR y años de pago tendrían un deterioro a un promedio 2024-2026 de 1.0x y 11.1 años respectivamente (vs. 1.7x y 6.5 años en el escenario base. Lo anterior resultaría en un impacto negativo a la calificación.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Balance Financiero (Cifras en millones de pesos)

	Año calendario					Al cierre	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
ACTIVOS TOTALES	1,667	8,239	8,837	15,959	37,212	1,677	8,166
Activo Circulante	433	2,582	2,863	4,559	6,570	459	2,434
Efectivo	18	513	334	619	1,356	44	385
Efectivo restringido	118	365	365	365	365	118	365
Cuentas por Cobrar a Clientes	38	267	677	1,560	2,475	56	372
Inventarios	5	432	444	934	1,251	0	292
Otros Activos Circulantes	254	1,005	1,042	1,081	1,122	240	1,020
Activos No Circulantes	1,234	5,657	5,974	11,400	30,642	1,218	5,732
Cuentas por Cobrar No Circulantes	0	100	105	111	116	0	114
Inversiones en Asociadas	279	393	396	396	396	243	396
Planta, Propiedad y Equipo	5	1,093	1,086	1,086	1,086	5	1,086
Crédito Mercantil	811	1,095	1,094	1,094	1,094	789	1,094
Otros Intangibles	129	2,031	2,329	7,742	26,968	174	2,084
Impuestos Diferidos	0	203	248	257	266	0	242
Provisiones	1	84	86	86	86	0	86
Activos por Derecho de Uso	9	657	629	629	629	7	629
PASIVOS TOTALES	497	5,687	6,002	10,562	25,204	564	5,635
Pasivo Circulante	454	3,720	4,040	4,988	5,643	525	3,852
Pasivo con Costo	0	6	5	7	5	0	3
Financiación de Proyecto CP	0	275	287	184	110	0	301
Proveedores	449	3,229	3,565	4,614	5,344	522	3,366
Impuestos por Pagar	1	94	51	51	51	0	50
Pasivo por Arrendamiento	4	118	132	132	132	3	132
Pasivos no Circulantes	43	1,967	1,961	5,574	19,560	39	1,783
Pasivo con Costo	14	30	16	9	4	12	31
Financiación de Proyecto LP	0	353	419	4,029	18,010	0	230
Impuestos Diferidos	23	73	31	31	31	23	31
Pasivo por Arrendamiento	6	513	399	399	399	4	399
Provisiones	0	838	836	836	836	0	836
Proveedores LP y Otros	0	160	260	270	280	0	255
CAPITAL CONTABLE	1,170	2,552	2,835	5,397	12,008	1,113	2,531
Minoritario	14	1,476	1,533	1,567	1,179	27	1,510
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	5	1,747	1,487	1,533	1,567	14	1,487
Utilidad del Ejercicio	9	-271	46	35	-388	13	24
Mayoritario	1,156	1,075	1,303	3,830	10,830	1,085	1,021
Capital Contribuido	1,286	1,507	1,736	4,183	12,089	1,283	1,507
Utilidades Acumuladas y Otros	64	-576	-566	-434	-353	-157	-566
Utilidad del Ejercicio	-194	145	133	81	-906	-41	80
Deuda Total	14	663	727	4,229	18,129	12	565
Deuda Neta	-4	150	393	3,610	16,773	-33	180
Días Cuentas por Cobrar	24	33	30	52	72	31	27
Días Inventario	2	52	35	40	53	2	60
Días Proveedores	334	638	359	220	226	416	631

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Año calendario					Acumulado	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
Ventas Totales	427	1,200	5,365	8,848	10,939	279	2,131
Costo de Ventas	384	751	3,339	7,019	8,175	223	1,016
Utilidad Bruta	43	449	2,026	1,829	2,764	55	1,115
Gastos de Operación	152	128	805	120	149	73	665
EBITDA	-109	321	1,221	1,709	2,615	-17	449
Depreciación y Amortización	5	179	982	1,482	3,159	3	343
Depreciación	5	16	112	163	163	3	31
Amortización de Intangibles	0	146	572	790	2,467	0	279
Amortización de Arrendamientos	0	17	298	529	529	0	33
Utilidad Operativa antes de Otros	-114	141	239	227	-544	-20	106
Otros Ingresos y Gastos Netos	-54	-21	0	0	0	0	0
Otros Gastos	-54	-21	0	0	0	0	0
Utilidad Operativa después de Otros	-169	120	239	227	-544	-20	106
Ingresos por Intereses	6	19	22	15	28	6	23
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	10	63	30	39	474	10	11
Otros Gastos Financieros	0	130	51	0	0	0	51
Ingreso Financiero Neto	-4	-25	-8	-23	-447	-4	12
Resultado Cambiario	4	-25	47	-38	-304	-4	54
Resultado Integral de Financiamiento	0	-50	39	-62	-751	-8	66
Utilidad Después del RIF	-169	71	278	165	-1,295	-28	172
Participación en Asociadas	-29	40	-16	0	0	0	-16
Utilidad antes de Impuestos	-198	-20	211	165	-1,295	-28	105
Impuestos sobre la Utilidad	-13	106	33	50	0	0	1
Resultado antes de operaciones discontinuadas	-185	-126	178	116	-1,295	-28	104
Participación minoritaria en la utilidad	9	-271	46	35	-388	13	24
Participación mayoritaria en la utilidad	-194	145	133	81	-906	-41	80
Cambio en Ventas	1708.9%	181.0%	347.1%	64.9%	23.6%	133.7%	434.2%
Margen Bruto	10.1%	37.4%	37.8%	20.7%	25.3%	18.4%	49.4%
Margen EBITDA	-25.6%	26.7%	22.8%	19.3%	23.9%	-10.0%	25.8%
Tasa de Impuestos	6.6%	-543.4%	15.7%	30.0%	0.0%	10.1%	94.5%
Ventas Netas a PP&E	8338.4%	109.8%	493.9%	814.5%	1007.1%	10345.2%	280.9%
ROCE	44.8%	-18.9%	-14.4%	-19.2%	76.5%	13.9%	-19.1%
Tasa Pasiva	113.6%	41.8%	4.6%	2.1%	4.4%	n.a	15.8%
Tasa Activa	15.2%	7.7%	2.8%	0.9%	0.9%	11.3%	7.3%

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



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

	Año Calendario					Acumulado	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-198	-20	211	165	-1,295	-28	105
Depreciación	5	16	112	163	163	3	31
Amortización de Intangibles	0	146	572	790	2,467	0	279
Amortización de Arrendamientos	0	17	298	529	529	0	33
Pérdida (Reversión) por Deterioro	54	21	0	0	0	34	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	29	-40	16	0	0	-0	16
Intereses a Favor	-6	-19	-22	-15	-28	-6	-23
Fluctuación Cambiaria	0	0	-47	38	304	0	-54
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	83	123	928	1,505	3,436	31	282
Intereses Devengados	10	63	30	39	474	10	11
Fluctuación Cambiaria	-4	25	51	0	0	4	51
Otros ajuste sobre el efecto de inversión en subsidiarias	0	130	-12	0	0	0	-12
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	6	217	70	39	474	14	50
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	-109	321	1,209	1,709	2,615	17	438
Decremento (Incremento) en Clientes	-37	-229	-410	-882	-916	-18	-105
Decremento (Incremento) en Inventarios	0	0	-292	-490	-317	0	-140
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-50	217	84	-53	-54	13	102
Incremento (Decremento) en Proveedores	91	-134	263	1,049	730	-32	64
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	0	0	-171	10	10	-1	-177
Capital de trabajo	5	-146	-528	-365	-547	-38	-257
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	13	0	-27	-50	0	0	5
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	18	-146	-555	-415	-547	-38	-252
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	-91	174	655	1,294	2,069	-21	186
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-1	-3	-114	-163	-163	-0	-33
Inversión en Activos Intangibles	-38	-97	-605	-6,202	-21,694	-33	-67
Intereses Cobrados	6	19	22	15	28	6	23
Decr. (Inc) anticipos/prest. a terceros	23	-422	-14	-1	-1	-5	-13
Otros Activos	-97	408	0	0	0	-30	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-107	-95	-710	-6,351	-21,830	-61	-90
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-198	79	-56	-5,057	-19,761	-82	96
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	334	576	352	3,756	13,788	114	44
Amortización de Financiamientos Bancarios	-67	-156	-417	-292	-191	0	-264
Amortización de Otros Arrendamientos	0	-204	-265	-529	-529	0	0
Intereses Pagados	-10	-63	-30	-39	-474	-10	-11
Cambios en la participación de subsidiarias	0	149	0	0	0	0	0
Financiamiento "Ajeno"	256	302	-360	2,895	12,593	104	-231
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0	33	230	2,446	7,906	0	-0
Prima en Vena de Acciones	0	186	0	0	0	0	0
Financiamiento "Propio"	0	220	230	2,446	7,906	0	-0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	256	522	-130	5,342	20,499	104	-231
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	59	601	-186	284	738	22	-135
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-48	-106	7	0	0	4	7
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	7	18	513	334	619	18	513
Efectivo y equiv. al final del Periodo	18	513	334	619	1,356	44	385
CAPEX de Mantenimiento	-5	-16	-112	-163	-163	-8	-44
Flujo Libre de Efectivo	-144	-153	285	602	1,376	-54	29
Amortización de Deuda	67	156	417	292	191	0	419
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-67	-156	-137	0	0	0	-419
Amortización Neta	0	0	280	292	191	0	0
Intereses Netos Pagados	4	43	8	23	447	10	27
Servicio de la Deuda	4	43	288	316	637	10	27
DSCR	-33.8	-3.5	1.0	1.9	2.2	-5.3	1.1
Caja Inicial Disponible	7	18	513	334	619	129	44
DSCR con Caja	-32.1	-3.1	2.8	3.0	3.1	7.5	2.7
Deuda Neta a FLE	0.0	-1.0	1.4	6.0	12.2	0.6	6.2
Deuda Neta a EBITDA	0.0	0.5	0.3	2.1	6.4	0.7	0.2

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



Escenario Estrés: Balance Financiero (Cifras en millones de pesos)

	Año calendario					Al cierre	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
ACTIVOS TOTALES	1,667	8,239	8,275	14,750	36,668	1,677	8,166
Activo Circulante	433	2,582	2,316	3,443	5,092	459	2,434
Efectivo	18	513	146	294	682	44	385
Efectivo restringido	118	365	365	365	365	118	365
Cuentas por Cobrar a Clientes	38	267	359	888	1,640	56	372
Inventarios	5	432	403	814	1,283	0	292
Otros Activos Circulantes	254	1,005	1,042	1,081	1,122	240	1,020
Activos No Circulantes	1,234	5,657	5,960	11,307	31,576	1,218	5,732
Cuentas por Cobrar No Circulantes	0	100	105	111	116	0	114
Inversiones en Asociadas	279	393	396	396	396	243	396
Planta, Propiedad y Equipo	5	1,093	1,086	1,086	1,086	5	1,086
Crédito Mercantil	811	1,095	1,563	6,936	25,968	789	1,094
Otros Intangibles	129	2,031	1,847	1,806	3,028	174	2,084
Impuestos Diferidos	0	203	248	257	266	0	242
Provisiones	1	84	86	86	86	0	86
Activos por Derecho de Uso	9	657	629	629	629	7	629
PASIVOS TOTALES	497	5,687	5,564	9,662	24,565	564	5,635
Pasivo Circulante	454	3,720	3,612	4,211	5,201	525	3,852
Pasivo con Costo	0	6	5	7	5	0	3
Financiación de Proyecto CP	0	275	287	184	110	0	301
Proveedores	449	3,229	3,137	3,837	4,902	522	3,366
Impuestos por Pagar	1	94	51	51	51	0	50
Pasivo por Arrendamiento	4	118	132	132	132	3	132
Pasivos no Circulantes	43	1,967	1,952	5,451	19,364	39	1,783
Pasivo con Costo	14	30	16	9	4	12	31
Financiación de Proyecto LP	0	353	409	3,905	17,814	0	230
Impuestos Diferidos	23	73	31	31	31	23	31
Pasivo por Arrendamiento	6	513	399	399	399	4	399
Provisiones	0	838	836	836	836	0	836
Proveedores LP y Otros	0	160	260	270	280	0	255
CAPITAL CONTABLE	1,170	2,552	2,711	5,089	12,103	1,113	2,531
Minoritario	14	1,476	1,495	1,475	1,207	27	1,510
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	5	1,747	1,487	1,487	1,487	14	1,487
Utilidad del Ejercicio	9	-271	9	-12	-280	13	24
Mayoritario	1,156	1,075	1,216	3,614	10,896	1,085	1,021
Capital Contribuido	1,286	1,507	1,736	4,183	12,089	1,283	1,507
Utilidades Acumuladas y Otros	64	-576	-566	-521	-569	-157	-566
Utilidad del Ejercicio	-194	145	46	-48	-624	-41	80
Deuda Total	14	663	718	4,105	17,933	12	565
Deuda Neta	-4	150	572	3,811	17,251	-33	180
Días Cuentas por Cobrar	24	33	22	34	53	31	27
Días Inventario	2	52	37	41	55	2	60
Días Proveedores	334	638	370	220	227	416	631

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Año Calendario					Acumulado	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
Ventas Totales	427	1,200	4,970	7,705	9,629	279	2,131
Costo de Ventas	384	751	3,027	5,918	7,223	223	1,016
Utilidad Bruta	43	449	1,943	1,787	2,406	55	1,115
Gastos de Operación	152	128	901	413	516	73	665
EBITDA	-109	321	1,041	1,374	1,890	-17	449
Depreciación y Amortización	5	179	980	1,375	2,026	3	343
Depreciación	5	16	112	163	163	3	31
Amortización de Intangibles	0	146	570	683	1,334	0	279
Amortización de Arrendamientos	0	17	298	529	529	0	33
Utilidad Operativa antes de Otros	-114	141	62	-2	-136	-20	106
Otros Ingresos y Gastos Netos	-54	-21	0	0	0	0	0
Otros Gastos	-54	-21	0	0	0	0	0
Utilidad Operativa después de Otros	-169	120	62	-2	-136	-20	106
Ingresos por Intereses	6	19	22	8	17	6	23
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	10	63	30	39	474	10	11
Otros Gastos Financieros	0	130	51	0	0	0	51
Ingreso Financiero Neto	-4	-25	-8	-30	-457	-4	12
Resultado Cambiario	4	-25	47	-37	-298	-4	54
Resultado Integral de Financiamiento	0	-50	40	-67	-756	-8	66
Utilidad Después del RIF	-169	71	101	-69	-892	-28	172
Participación en Asociadas	-29	40	-16	0	0	0	-16
Utilidad antes de Impuestos	-198	-20	34	-69	-892	-28	105
Impuestos sobre la Utilidad	-13	106	-20	0	0	0	1
Resultado antes de operaciones discontinuadas	-185	-126	54	-69	-892	-28	104
Participación minoritaria en la utilidad	9	-271	9	-21	-267	13	24
Participación mayoritaria en la utilidad	-194	145	46	-48	-624	-41	80
Cambio en Ventas	1708.9%	181.0%	314.2%	55.0%	25.0%	133.7%	434.2%
Margen Bruto	10.1%	37.4%	39.1%	23.2%	25.0%	18.4%	49.4%
Margen EBITDA	-25.6%	26.7%	21.0%	17.8%	19.6%	-10.0%	25.8%
Tasa de Impuestos	6.6%	-543.4%	-58.4%	0.0%	0.0%	10.1%	94.5%
Ventas Netas a PP&E	8338.4%	109.8%	457.5%	709.3%	886.4%	10345.2%	280.9%
ROCE	44.8%	-18.9%	-3.8%	0.1%	14.0%	13.9%	-19.1%
Tasa Pasiva	113.6%	41.8%	4.6%	2.2%	4.4%	n.a	15.8%
Tasa Activa	15.2%	7.7%	3.8%	0.9%	0.9%	11.3%	7.3%

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



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

	Año Calendario					Acumulado	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2T23	2T24
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-198	-20	34	-69	-892	-28	105
Depreciación	5	16	112	163	163	3	31
Amortización de Intangibles	0	146	570	683	1,334	0	279
Amortización de Arrendamientos	0	17	298	529	529	0	33
Pérdida (Reversión) por Deterioro	54	21	0	0	0	34	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	29	-40	16	0	0	-0	16
Intereses a Favor	-6	-19	-22	-8	-17	-6	-23
Fluctuación Cambiaria	0	0	-47	37	298	0	-54
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	83	123	925	1,404	2,307	31	282
Intereses Devengados	10	63	30	39	474	10	11
Fluctuación Cambiaria	-4	25	51	0	0	4	51
Otros ajuste sobre el efecto de inversión en subsidiarias	0	130	-12	0	0	0	-12
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	6	217	70	39	474	14	50
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	-109	321	1,029	1,374	1,890	17	438
Decremento (Incremento) en Clientes	-37	-229	-92	-529	-751	-18	-105
Decremento (Incremento) en Inventarios	0	0	-251	-411	-468	0	-140
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-50	217	84	-53	-54	13	102
Incremento (Decremento) en Proveedores	91	-134	-165	700	1,065	-32	64
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	0	0	-171	10	10	-1	-177
Capital de trabajo	5	-146	-596	-283	-198	-38	-257
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	13	0	26	0	0	0	5
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	18	-146	-570	-283	-198	-38	-252
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	-91	174	459	1,091	1,692	-21	186
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-1	-3	-114	-163	-163	-0	-33
Inversión en Activos Intangibles	-38	-97	-588	-6,016	-21,588	-33	-67
Intereses Cobrados	6	19	22	8	17	6	23
Decr. (Inc) anticipos/prest. a terceros	23	-422	-14	-1	-1	-5	-13
Otros Activos	-97	408	0	0	0	-30	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-107	-95	-694	-6,172	-21,735	-61	-90
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-198	79	-234	-5,081	-20,043	-82	96
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	334	576	343	3,643	13,720	114	44
Amortización de Financiamientos Bancarios	-67	-156	-417	-292	-191	0	-264
Amortización de Otros Arrendamientos	0	-204	-265	-529	-529	0	0
Intereses Pagados	-10	-63	-30	-39	-474	-10	-11
Cambios en la participación de subsidiarias	0	149	0	0	0	0	0
Financiamiento "Ajeno"	256	302	-369	2,783	12,526	104	-231
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0	33	230	2,446	7,906	0	-0
Prima en Vena de Acciones	0	186	0	0	0	0	0
Financiamiento "Propio"	0	220	230	2,446	7,906	0	-0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	256	522	-139	5,229	20,432	104	-231
Incr.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	59	601	-374	148	388	22	-135
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-48	-106	7	0	0	4	7
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	7	18	513	146	294	18	513
Efectivo y equiv. al final del Periodo	18	513	146	294	682	44	385
CAPEX de Mantenimiento	-5	-16	-112	-163	-163	-8	-44
Flujo Libre de Efectivo	-144	-153	89	399	999	-54	29
Amortización de Deuda	67	156	417	292	191	0	419
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-67	-156	-137	0	0	0	-419
Amortización Neta	0	0	280	292	191	0	0
Intereses Netos Pagados	4	43	8	30	457	10	27
Servicio de la Deuda	4	43	288	323	648	10	27
DSCR	-33.8	-3.5	0.3	1.2	1.5	-5.3	1.1
Caja Inicial Disponible	7	18	513	146	294	129	44
DSCR con Caja	-32.1	-3.1	2.1	1.7	2.0	7.5	2.7
Deuda Neta a FLE	0.0	-1.0	6.4	9.6	17.3	0.6	6.2
Deuda Neta a EBITDA	0.0	0.5	0.5	2.8	9.1	0.7	0.2

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



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
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	1T22-2T24
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información trimestral interna e información dictaminada anual por PWC.
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/

** 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 of 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 se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

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

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

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

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS