

Octubre 2024

HR2

Junio 2025

HR2

Septiembre 2025

HR2



Elizabeth Martínez

Analista Responsable

Subdirectora de Corporativos

elizabeth.martínez@hrratings.com



Alfredo Reyes

Analista

alfredo.reyes@hrratings.com



Pablo Franco

Analista Sr.

pablo.franco@hrratings.com



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos /

ABS

heinz.cederborg@hrratings.com

HR Ratings ratificó la calificación de HR2 para la Porción Circulante del Programa Dual de CEBURS de Minera Frisco

La ratificación de la calificación para la Porción Circulante del Programa Dual de Certificados Bursátiles (CEBURS) de Minera Frisco (o la Empresa) se fundamenta principalmente en los niveles de Flujo Libre de Efectivo (FLE) proyectados y un menor nivel de endeudamiento. Estimamos que la Empresa alcanzará un FLE de P\$5,373m en 2027, en comparación con P\$4,345m en 2024. Este crecimiento se explica porque, si bien anticipamos una disminución en la molienda total y, en consecuencia, en la producción, esperamos un incremento generalizado en los precios de los metales, en línea con lo observado al cierre del 2024. Asimismo, proyectamos que la Empresa cumpla con su calendario de amortizaciones, con pagos promedio de P\$6,673m entre 2025 a 2027. Entre los principales vencimientos destacan el crédito con Inbursa (US\$100m, noviembre 2025), los bonos MFRISCO 24-2 (P\$4,000m, agosto 2026), MFRISCO 00125 (P\$4,000m, mayo 2026) y MFRISCO 24-3 (P\$6,000m, agosto 2027).

Para hacer frente a estas obligaciones, asumimos que la Empresa recurrirá a un refinanciamiento por un monto menor, complementando la diferencia con recursos de la caja. De igual forma, anticipamos que Minera Frisco opte por refinanciamiento parcial de la deuda total conforme se cumplan los vencimientos, cubriendo únicamente P\$4,000m de los P\$8,000m correspondientes a los instrumentos MFRISCO 24-2 y MFRISCO 00125. De esta manera, esperamos niveles promedio ponderados de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus iniciales en inglés) de 0.9 veces (x) y DSCR con Caja de 1.1x para 2025-2027. En línea con lo anterior, esperamos que la Empresa refleje un desapalancamiento hacia 2027, reflejado en niveles promedio ponderado de Años de Pago de 2.2 años. Finalmente, la calificación mantiene un ajuste positivo por elementos ASG (ESG, por sus siglas en inglés), en donde destaca el factor de Gobernanza derivado del soporte que recibe la Empresa por sus accionistas y partes relacionadas.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

El Programa Dual de Certificados Bursátiles es por un monto de hasta P\$20,000m o su equivalente en UDIS con carácter revolvente. Este Programa cuenta con una vigencia de cinco años, a partir de su autorización por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). A continuación, se muestran los principales detalles del Programa:

Características Programa Dual

Concepto	
Tipo de Valor	Certificados Bursátiles (CEBURS)
Clave de Pizarra	MFRISCO
Nombre del Emisor	Minera Frisco, S.A.B. de C.V.
Monto Autorizado del Programa	Hasta P\$20,000m o su equivalente en UDIs con carácter revolvente. El saldo insoluto de los CEBURS de Corto Plazo no podrá exceder el Monto Total Autorizado del Programa.
Vigencia del Programa	Cinco años a partir de su autorización por parte de la CNBV.
Monto de la Emisión	Se determinará en cada Emisión, y se establecerá en el Aviso y/o Suplemento y Título correspondiente, en el entendido de que el saldo insoluto de principal de todas las Emisiones que se realicen al amparo del Programa no podrán exceder el Monto Total Autorizado del mismo.
Vigencia de la Emisión	El plazo de los CEBURS será determinado para cada Emisión.
Periodicidad en el Pago de Interés	Los intereses ordinarios que sean devengados de los CEBURS serán pagados con la periodicidad que se establezca para cada Emisión.
Tasa de la Emisión	La tasa devengada por los CEBURS podrá ser fija o variable, la cual se fijará en cada Emisión.
Amortización	La amortización de los CEBURS será en conformidad con los términos establecidos en el Título y Aviso y/o Suplemento correspondiente.

Fuente: HR Ratings con base en información preliminar compartida por la Empresa.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Ingresos Totales.** Al cierre del 2T25, la Empresa reportó ingresos totales por P\$6,269m, lo que representa un incremento del 30.7% frente a los P\$4,797m del 2T24 y del 0.3% respecto al escenario base de P\$6,250m. A pesar de que se observó una caída en la molienda de -1.0% entre 2T25 y 2T24, así como de -17.7% en comparación con nuestro escenario base, el incremento en ingresos se explicó principalmente por el alza en los precios de los metales. El plomo fue el único metal que no presentó crecimiento.
- **Generación de FLE.** Al cierre del 2T25, la Empresa registró un FLE de P\$1,660m, equivalente a una disminución de -13.3% respecto a los P\$1,914m del 2T24 y de -32.7% frente al escenario base de P\$2,467m. Esta reducción se debió principalmente a mayores requerimientos de capital de trabajo, en especial en las cuentas por cobrar y, otros pasivos, que se componen, de cuentas por cobrar a partes relacionadas, otras cuentas por pagar y pasivos acumulados. Así como mayores requerimientos en la cuenta de impuestos por pagar.
- **Niveles de Deuda.** Al cierre del 2T25, la Empresa registró una disminución del 13.5% en su deuda total y del 9.5% en su deuda neta, en comparación con el mismo periodo del año anterior. Asimismo, presentó un decremento del -5.2% y -1.6%, en comparación con nuestro escenario base, respectivamente. Este decremento se debió primordialmente, a la amortización de los siguientes créditos: US\$290.9m y US\$75.2m con Control Empresarial de Capitales. Este último fue liquidado en su totalidad con recursos provenientes de un nuevo financiamiento contratado



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

con Inbursa por US\$50.9m, con vencimiento en noviembre de 2025. Por su parte, el primero se pagó mediante un refinanciamiento con Certificados Bursátiles de corto plazo por P\$4,000m (MFRISCO 00125).

Expectativas para periodos futuros

- **Tonelaje Procesado.** Nuestras proyecciones consideran una menor producción debido al cierre de operaciones en las unidades El Coronel, San Felipe y Ocampo. Estas reducciones están sustentadas por los trabajos de operación y desarrollo en nuevas zonas que permitirán facilitar la extracción de mineral en los próximos periodos.
- **Niveles de Deuda.** De acuerdo con nuestros escenarios, la Empresa tendría la capacidad de realizar amortizaciones promedio por P\$6,673m para cada año de los periodos proyectados. Bajo el escenario base, estimamos que la deuda total y la deuda neta se ubiquen en P\$7,556m y P\$5,595m al cierre del 2027, respectivamente.

Factores adicionales considerados

- **Factores de Gobernanza Superior.** HR Ratings reconoce el respaldo que la Empresa mantiene a través de Grupo Inbursa y el apoyo estratégico que recibe de Grupo Carso. La calificación incorpora un ajuste positivo por este factor.
- **Volatilidad en el precio de los metales.** Los metales como el plomo, oro, cobre, zinc y plata son comercializados en dólares y cotizan en mercados internacionales, lo que los hace susceptibles a variaciones externas. Estas fluctuaciones, derivadas de factores exógenos, impactan los ingresos de la Empresa. La calificación incorpora un ajuste por dicha volatilidad.

Factores que podrían subir la calificación

- **Mayores resultados operativos y generación de FLE.** Si la Empresa reporta mayores resultados operativos a los estimados por HR Ratings, los niveles de FLE se fortalecerían. Si esto se ve reflejado en niveles promedio ponderados de DSCR y DSCR con Caja por encima de 1.5 y 2.1x para 2025-2027, la calificación podría revisarse al alza.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Mayores niveles de Años de Pago.** Bajo un escenario en donde la Empresa no es capaz de contrarrestar la pérdida de tonelaje procesado por las unidades que se encuentran en etapa de exploración, la generación de FLE podría mostrar un deterioro. Si la Empresa refleja niveles de Deuda Neta a FLE promedio de 4.9 (vs. 2.2 en escenario base), la calificación podría revisarse a la baja.
- **Capacidad de refinanciamiento.** En un escenario donde la Empresa no mantenga el respaldo de Grupo Financiero Inbursa en sus estrategias de financiamiento, o complete los refinanciamientos de deuda bajo condiciones desfavorables, la calificación podría verse impactada negativamente.
- **Menores resultados operativos y generación de FLE.** Si la Empresa reporta menores resultados operativos a los estimados por HR Ratings, los niveles de FLE se debilitarían. Si esto se ve reflejado en niveles promedio ponderados de DSCR y DSCR con Caja por encima de 0.5x y 0.7x para 2025-2027, la calificación podría revisarse a la baja.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVOS TOTALES	30,465	32,895	29,751	28,628	27,618	31,955	30,498
Activo Circulante	5,569	5,538	5,537	5,703	5,908	6,404	5,480
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,507	1,483	1,523	1,883	1,961	2,429	1,425
Cuentas por Cobrar a Clientes	1,028	950	992	925	955	931	1,055
Otras Cuentas por Cobrar Neto	25	33	42	42	44	28	35
Inventarios	2,197	2,538	2,324	2,175	2,240	2,364	2,318
Pagos Anticipados y Otros Activos Circulantes	291	302	358	370	387	316	327
Impuestos Por Recuperar	522	233	298	308	322	337	320
Activos No Circulantes	24,896	27,357	24,213	22,926	21,710	25,550	25,018
Planta, Propiedad y Equipo	13,871	15,502	13,577	13,059	12,613	14,303	13,996
Activos Intangibles	5,184	5,266	4,274	3,504	2,733	5,087	4,659
Inversiones en Concesiones	1,049	950	782	627	473	981	859
Desarrollo de mina, software y licencias	4,135	4,316	3,492	2,876	2,261	4,107	3,800
Impuestos Diferidos	5,841	6,588	6,363	6,363	6,363	6,160	6,363
PASIVOS TOTALES	24,655	24,451	21,514	18,178	14,518	25,301	23,218
Pasivo Circulante	16,215	10,439	10,416	8,381	6,487	21,386	9,247
Pasivo con Costo	14,270	7,877	8,000	6,000	4,000	19,588	6,954
Proveedores	554	549	673	591	629	522	719
Otros sin Costo	1,391	2,013	1,743	1,790	1,857	1,276	1,574
Otros Pasivos Circulantes	1,390	2,013	1,743	1,790	1,857	1,276	1,574
Pasivos no Circulantes	8,439	14,013	11,098	9,797	8,031	3,915	13,971
Pasivo con Costo	4,703	10,000	7,045	5,552	3,556	0	10,000
Impuestos Diferidos	1,815	1,875	1,912	2,102	2,329	1,992	1,830
Otros Pasivos No Circulantes	1,921	2,138	2,140	2,143	2,146	1,923	2,141
Provisión por remediación del medio ambiente	1,854	2,066	2,066	2,066	2,066	1,854	2,066
Beneficio a empleados y Otros	67	72	75	77	80	70	75
CAPITAL CONTABLE	5,810	8,444	8,237	10,450	13,100	6,653	7,280
Minoritario	849	984	1,015	1,192	1,404	960	939
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	823	908	893	1,015	1,192	931	893
Utilidad del Ejercicio	26	76	123	177	212	29	46
Mayoritario	4,962	7,460	7,221	9,258	11,696	5,694	6,341
Capital Contribuido	177	177	177	177	177	177	177
Utilidades Acumuladas y Otros	5,568	8,222	5,550	7,045	9,081	6,080	5,550
Utilidad del Ejercicio	-783	-939	1,494	2,036	2,438	-563	614
Deuda Total	18,973	17,877	15,045	11,552	7,556	19,588	16,954
Deuda Neta	17,466	16,393	13,522	9,668	5,595	17,160	15,528
Días Cuentas por Cobrar	31	34	30	30	30	41	30
Días Inventario	168	193	167	167	167	188	182
Días Proveedores	39	45	48	46	47	45	45

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte. Proyecciones comienzan en 3T25.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
Ventas Totales	8,758	10,459	12,423	12,823	13,412	4,797	6,269
Costo de Ventas	4,889	4,470	5,040	5,188	5,413	2,131	2,544
Utilidad Bruta	3,870	5,989	7,383	7,635	7,998	2,666	3,725
Gastos de Operación	988	1,024	1,106	1,138	1,191	503	555
EBITDA	2,881	4,965	6,278	6,496	6,808	2,163	3,170
Depreciación y Amortización	2,079	2,107	2,009	1,929	1,887	1,081	1,022
Depreciación	1,231	1,279	1,277	1,159	1,116	659	675
Amortización de Intangibles	848	828	732	770	770	422	347
Depreciación de Activos por Derecho de Uso	1	0	0	0	0	0	0
Utilidad Operativa antes de Otros	802	2,859	4,269	4,567	4,921	1,082	2,148
Otros Ingresos y Gastos Netos	-1,015	-725	-301	-311	-325	-281	-288
Utilidad Operativa después de Otros	-213	2,133	3,968	4,256	4,596	801	1,860
Ingresos por Intereses	92	101	77	63	68	45	33
Otros Productos Financieros	18	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	1,548	1,820	1,480	1,151	874	937	762
Otros Gastos Financieros	178	27	0	0	0	0	0
Pérdida por Cambio en Valor de Derivados	29	176	20	0	0	0	20
Ingreso Financiero Neto	-1,646	-1,922	-1,423	-1,088	-806	-892	-749
Resultado Cambiario	1,532	-965	248	-6	-4	-386	315
Resultado Integral de Financiamiento	-114	-2,887	-1,175	-1,094	-810	-1,278	-434
Utilidad antes de Impuestos	-328	-754	2,793	3,162	3,786	-477	1,426
Impuestos sobre la Utilidad	430	109	1,176	949	1,136	57	766
Impuestos Causados	436	896	859	759	909	227	531
Impuestos Diferidos	-7	-787	317	190	227	-171	235
Utilidad Neta Consolidada	-757	-863	1,617	2,213	2,650	-534	660
Participación minoritaria en la utilidad	26	76	123	177	212	29	46
Participación mayoritaria en la utilidad	-783	-939	1,494	2,036	2,438	-563	614
Cifras UDM						Cifras UDM	
Cambio en Ventas	-30.8%	19.4%	18.8%	3.2%	4.6%	-19.3%	39.2%
Margen Bruto	44.2%	57.3%	59.4%	59.5%	59.6%	49.7%	59.1%
Margen EBITDA	32.9%	47.5%	50.5%	50.7%	50.8%	38.3%	50.1%
Tasa de Impuestos	-131.0%	-14.4%	42.1%	30.0%	30.0%	-0.5%	71.2%
Tasa Pasiva	8.0%	9.6%	8.2%	7.2%	7.0%	9.5%	9.0%
Tasa Activa	3.6%	3.6%	3.1%	2.5%	2.1%	3.5%	3.2%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte. Proyecciones comienzan en 3T25.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-328	-754	2,793	3,162	3,786	-477	1,426
Provisiones del Periodo	-15	-66	89	0	0	-44	89
Partidas sin Impacto en el Efectivo	-15	-66	89	0	0	-44	89
Depreciación	1,231	1,279	1,277	1,159	1,116	659	675
Amortización de Intangibles	848	828	732	770	770	422	347
Amortización de Arrendamientos	1	0	0	0	0	0	0
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	23	-85	-0	0	0	-3	-0
Intereses a Favor	-92	-101	-77	-63	-68	-45	-33
Fluctuación Cambiaria	-1,778	1,301	-268	6	4	549	-335
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	233	3,221	1,664	1,872	1,823	1,581	654
Intereses Devengados	1,548	1,820	1,480	1,151	874	937	762
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	1,439	4,222	6,025	6,185	6,482	1,997	2,931
Decremento (Incremento) en Clientes	-80	78	-41	67	-30	97	-105
Decremento (Incremento) en Inventarios	119	46	37	150	-65	28	44
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	79	172	-46	-22	-33	74	-30
Incremento (Decremento) en Proveedores	-29	-5	124	-82	39	-32	170
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	114	184	81	50	70	6	-88
Capital de trabajo	204	474	154	163	-20	173	-9
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-578	-200	-1,472	-759	-909	-194	-1,144
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-374	274	-1,318	-596	-928	-21	-1,153
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	1,065	4,496	4,708	5,589	5,554	1,976	1,778
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-381	-558	-621	-641	-671	-231	-439
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	32	27	1	0	0	4	1
Intereses Cobrados	92	101	77	63	68	45	33
Otros Activos	0	-22	-1	0	0	0	-1
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-257	-452	-545	-578	-603	-181	-406
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	808	4,044	4,163	5,011	4,951	1,795	1,372
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	8,214	1,234	6,040	4,500	2,000	90	5,040
Amortización de Financiamientos Bancarios	-7,855	-3,540	-8,692	-8,000	-6,000	0	-5,717
Amortización de Otros Arrendamientos	-1	-0	0	0	0	-0	0
Intereses Pagados	-1,438	-1,638	-1,470	-1,151	-874	-963	-752
Intereses Pagados por Arrendamientos	-0	-0	0	0	0	-0	0
Financiamiento "Ajeno"	-1,080	-3,945	-4,123	-4,651	-4,874	-873	-1,430
Dividendos Pagados	0	-123	0	0	0	0	0
Financiamiento "Propio"	0	-123	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-1,080	-4,068	-4,123	-4,651	-4,874	-873	-1,430
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-272	-24	40	360	77	922	-58
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	1,780	1,507	1,483	1,523	1,883	1,507	1,483
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,507	1,483	1,523	1,883	1,961	2,429	1,425
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
CAPEX de Mantenimiento	-103	-151	-168	-173	-181	-123	-207
Flujo Libre de Efectivo	961	4,345	4,540	5,416	5,373	2,188	4,091
Amortización de Deuda	7,855	3,540	8,692	8,000	6,000	4,899	9,257
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-7,855	-3,540	-5,717	0	0	-1,899	-9,257
Amortización Neta	0	0	2,975	8,000	6,000	3,000	0
Intereses Netos Pagados	1,346	1,538	1,393	1,088	806	1,645	1,339
Servicio de la Deuda	1,346	1,538	4,369	9,088	6,806	4,645	1,339
DSCR	0.7	2.8	1.0	0.6	0.8	0.5	3.1
Caja Inicial Disponible	1,780	1,507	1,483	1,523	1,883	1,941	2,429
DSCR con Caja	2.0	3.8	1.4	0.8	1.1	0.9	4.9
Deuda Neta a FLE	18.2	3.8	3.0	1.8	1.0	7.8	3.8
Deuda Neta a EBITDA	6.1	3.3	2.2	1.5	0.8	5.2	2.6

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte. Proyecciones comienzan en 3T25.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVOS TOTALES	30,465	32,895	29,296	27,385	26,057	31,955	30,498
Activo Circulante	5,569	5,538	5,180	4,746	4,817	6,404	5,480
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,507	1,483	1,032	743	678	2,429	1,425
Cuentas por Cobrar a Clientes	1,028	950	1,040	1,015	1,050	931	1,055
Otras Cuentas por Cobrar Neto	25	33	63	52	55	28	35
Inventarios	2,197	2,538	2,394	2,392	2,465	2,364	2,318
Pagos Anticipados y Otros Activos Circulantes	291	302	356	297	311	316	327
Impuestos Por Recuperar	522	233	295	246	258	337	320
Activos No Circulantes	24,896	27,357	24,116	22,639	21,240	25,550	25,018
Planta, Propiedad y Equipo	13,871	15,502	13,479	12,772	12,144	14,303	13,996
Activos Intangibles	5,184	5,266	4,274	3,504	2,733	5,087	4,659
Inversiones en Concesiones	1,049	950	782	627	473	981	859
Desarrollo de mina, software y licencias	4,135	4,316	3,492	2,876	2,261	4,107	3,800
Impuestos Diferidos	5,841	6,588	6,363	6,363	6,363	6,160	6,363
PASIVOS TOTALES	24,655	24,451	22,179	20,421	19,016	25,301	23,218
Pasivo Circulante	16,215	10,439	10,177	7,923	6,005	21,386	9,247
Pasivo con Costo	14,270	7,877	8,000	6,000	4,000	19,588	6,954
Proveedores	554	549	641	562	597	522	719
Otros sin Costo	1,391	2,013	1,536	1,362	1,408	1,276	1,574
Otros Pasivos Circulantes	1,390	2,013	1,536	1,362	1,408	1,276	1,574
Pasivos no Circulantes	8,439	14,013	12,002	12,498	13,011	3,915	13,971
Pasivo con Costo	4,703	10,000	8,045	8,552	9,056	0	10,000
Impuestos Diferidos	1,815	1,875	1,816	1,803	1,810	1,992	1,830
Otros Pasivos No Circulantes	1,921	2,138	2,140	2,143	2,145	1,923	2,141
Provisión por remediación del medio ambiente	1,854	2,066	2,066	2,066	2,066	1,854	2,066
Beneficio a empleados y Otros	67	72	74	77	80	70	75
CAPITAL CONTABLE	5,810	8,444	7,117	6,964	7,041	6,653	7,280
Minoritario	849	984	926	914	920	960	939
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	823	908	893	926	914	931	893
Utilidad del Ejercicio	26	76	33	-12	6	29	46
Mayoritario	4,962	7,460	6,191	6,051	6,121	5,694	6,341
Capital Contribuido	177	177	177	177	177	177	177
Utilidades Acumuladas y Otros	5,568	8,222	5,550	6,014	5,874	6,080	5,550
Utilidad del Ejercicio	-783	-939	464	-141	70	-563	614
Deuda Total	18,973	17,877	16,045	14,552	13,056	19,588	16,954
Deuda Neta	17,466	16,393	15,013	13,809	12,377	17,160	15,528
Días Cuentas por Cobrar	31	34	36	46	46	41	30
Días Inventario	168	193	181	205	206	188	182
Días Proveedores	39	45	51	52	52	45	45

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte. Proyecciones comienzan en 3T25.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
Ventas Totales	8,758	10,459	10,457	8,743	9,141	4,797	6,269
Costo de Ventas	4,889	4,470	4,661	4,412	4,604	2,131	2,544
Utilidad Bruta	3,870	5,989	5,796	4,331	4,538	2,666	3,725
Gastos de Operación	988	1,024	1,139	1,213	1,269	503	555
EBITDA	2,881	4,965	4,657	3,118	3,269	2,163	3,170
Depreciación y Amortización	2,079	2,107	2,007	1,914	1,856	1,081	1,022
Depreciación	1,231	1,279	1,276	1,144	1,085	659	675
Amortización de Intangibles	848	828	732	770	770	422	347
Depreciación de Activos por Derecho de Uso	1	0	0	0	0	0	0
Utilidad Operativa antes de Otros	802	2,859	2,649	1,203	1,413	1,082	2,148
Otros Ingresos y Gastos Netos	-1,015	-725	-254	-212	-222	-281	-288
Utilidad Operativa después de Otros	-213	2,133	2,395	991	1,191	801	1,860
Ingresos por Intereses	92	101	70	37	25	45	33
Otros Productos Financieros	18	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	1,548	1,820	1,500	1,240	1,103	937	762
Otros Gastos Financieros	178	27	0	0	0	0	0
Pérdida por Cambio en Valor de Derivados	29	176	20	0	0	0	20
Ingreso Financiero Neto	-1,646	-1,922	-1,450	-1,203	-1,078	-892	-749
Resultado Cambiario	1,532	-965	248	-6	-4	-386	315
Resultado Integral de Financiamiento	-114	-2,887	-1,202	-1,210	-1,082	-1,278	-434
Utilidad antes de Impuestos	-328	-754	1,193	-218	109	-477	1,426
Impuestos sobre la Utilidad	430	109	696	-65	33	57	766
Impuestos Causados	436	896	475	-52	26	227	531
Impuestos Diferidos	-7	-787	221	-13	7	-171	235
Utilidad Neta Consolidada	-757	-863	497	-153	77	-534	660
Participación minoritaria en la utilidad	26	76	33	-12	6	29	46
Participación mayoritaria en la utilidad	-783	-939	464	-141	70	-563	614
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
Cambio en Ventas	-30.8%	19.4%	-0.0%	-16.4%	4.6%	-19.3%	39.2%
Margen Bruto	44.2%	57.3%	55.4%	49.5%	49.6%	49.7%	59.1%
Margen EBITDA	32.9%	47.5%	44.5%	35.7%	35.8%	38.3%	50.1%
Tasa de Impuestos	-131.0%	-14.4%	58.3%	30.0%	30.0%	-0.5%	71.2%
Tasa Pasiva	8.0%	9.6%	8.8%	8.1%	7.9%	9.5%	9.0%
Tasa Activa	3.6%	3.6%	3.1%	1.9%	1.4%	3.5%	3.2%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte. Proyecciones comienzan en 3T25.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-328	-754	1,193	-218	109	-477	1,426
Provisiones del Periodo	-15	-66	89	0	0	-44	89
Partidas sin Impacto en el Efectivo	-15	-66	89	0	0	-44	89
Depreciación	1,231	1,279	1,276	1,144	1,085	659	675
Amortización de Intangibles	848	828	732	770	770	422	347
Amortización de Arrendamientos	1	0	0	0	0	0	0
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	23	-85	-0	0	0	-3	-0
Intereses a Favor	-92	-101	-70	-37	-25	-45	-33
Fluctuación Cambiaria	-1,778	1,301	-268	6	4	549	-335
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	233	3,221	1,670	1,884	1,835	1,581	654
Intereses Devengados	1,548	1,820	1,500	1,240	1,103	937	762
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	1,439	4,222	4,452	2,906	3,047	1,997	2,931
Decremento (Incremento) en Clientes	-80	78	-90	25	-35	97	-105
Decremento (Incremento) en Inventarios	119	46	-32	2	-73	28	44
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	79	172	-61	117	-27	74	-30
Incremento (Decremento) en Proveedores	-29	-5	92	-79	36	-32	170
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	114	184	-126	-172	49	6	-88
Capital de trabajo	204	474	-218	-107	-50	173	-9
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-578	-200	-1,088	52	-26	-194	-1,144
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-374	274	-1,306	-55	-76	-21	-1,153
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	1,065	4,496	3,146	2,851	2,971	1,976	1,778
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-381	-558	-523	-437	-457	-231	-439
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	32	27	1	0	0	4	1
Intereses Cobrados	92	101	70	37	25	45	33
Otros Activos	0	-22	-1	0	0	0	-1
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-257	-452	-453	-400	-432	-181	-406
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	808	4,044	2,692	2,450	2,539	1,795	1,372
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	8,214	1,234	7,040	6,500	4,500	90	5,040
Amortización de Financiamientos Bancarios	-7,855	-3,540	-8,692	-8,000	-6,000	0	-5,717
Amortización de Otros Arrendamientos	-1	-0	0	0	0	-0	0
Intereses Pagados	-1,438	-1,638	-1,490	-1,240	-1,103	-963	-752
Intereses Pagados por Arrendamientos	-0	-0	0	0	0	-0	0
Financiamiento "Ajeno"	-1,080	-3,945	-3,143	-2,740	-2,603	-873	-1,430
Dividendos Pagados	0	-123	0	0	0	0	0
Financiamiento "Propio"	0	-123	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-1,080	-4,068	-3,143	-2,740	-2,603	-873	-1,430
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-272	-24	-451	-290	-64	922	-58
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	1,780	1,507	1,483	1,032	743	1,507	1,483
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,507	1,483	1,032	743	678	2,429	1,425
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
CAPEX de Mantenimiento	-103	-151	-141	-118	-123	-123	-207
Flujo Libre de Efectivo	961	4,345	3,004	2,733	2,847	2,188	4,091
Amortización de Deuda	7,855	3,540	8,692	8,000	6,000	4,899	9,257
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-7,855	-3,540	-5,717	0	0	-1,899	-9,257
Amortización Neta	0	0	2,975	8,000	6,000	3,000	0
Intereses Netos Pagados	1,346	1,538	1,421	1,203	1,078	1,645	1,339
Servicio de la Deuda	1,346	1,538	4,396	9,203	7,078	4,645	1,339
DSCR	0.7	2.8	0.7	0.3	0.4	0.5	3.1
Caja Inicial Disponible	1,780	1,507	1,483	1,032	743	1,941	2,429
DSCR con Caja	2.0	3.8	1.0	0.4	0.5	0.9	4.9
Deuda Neta a FLE	18.2	3.8	5.0	5.1	4.3	7.8	3.8
Deuda Neta a EBITDA	6.1	3.3	3.2	4.4	3.8	5.2	2.6

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte. Proyecciones comienzan en 3T25.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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.

Coeficiente 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.

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%.

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 Corporativos, febrero 2024
Calificación anterior	HR2
Fecha de última acción de calificación	17 de junio de 2025
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T22-2T25
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por la Empresa y estados financieros dictaminados anuales 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/

** 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 calificadora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

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