

2024
HR A-
Perspectiva Estable

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 ratificó las calificaciones de HR A- con Perspectiva Estable y HR2 para Cox Energy, S.A.B de C.V.

La ratificación de las calificaciones para Cox Energy, S.A.B. de C.V. (Cox Energy o la Empresa), obedece al fortalecimiento en las métricas durante 2024 en comparación con nuestro escenario base, producto de la expansión en el margen EBITDA y generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) a P\$768 millones (m), lo que contrarrestó el incremento en deuda al final del periodo. Lo anterior se tradujo en un fortalecimiento en la métrica DSCR a 2.8x, con un deterioro en los años de pago a 2.4 años (comparado con 1.0x y 1.4 años esperados en el escenario base). Esto resultó en un fortalecimiento en la calificación cuantitativa en comparación con nuestro escenario base del año pasado. Finalmente, la calificación mantiene el ajuste negativo por el riesgo proyecto y al mismo tiempo, la calificación considera el riesgo soberano inherente a los países donde la Empresa tiene operaciones los que considera: México, Brasil, Chile, Colombia, España, Sudáfrica y Marruecos lo que resultó en un promedio ponderado equivalente a HR BBB (G) comparado con HR BBB+ (G) en el año anterior.

Durante 2024, los ingresos de Cox Energy se incrementaron en 320.8% año contra año debido a la consolidación de un año de operaciones de las adquisiciones realizadas durante 2023. Lo anterior, también se tradujo en una expansión en el margen bruto y margen EBITDA a 55.0% y 40.8% respectivamente (vs. 37.4% y 26.7% en 2023), en línea con una mayor rentabilidad de los activos en operación comparado con otras líneas de negocio de la Empresa. Es importante mencionar que con fecha del 1 de diciembre de 2024, la Empresa concluyó la consolidación de la planta Khi Solar One tras la adquisición del 100% de las acciones. Lo anterior tuvo como resultado un aumento por arriba de nuestras proyecciones en la deuda, la cual cerró en P\$2,443m comparado con los P\$727m proyectados originalmente.



Asimismo, proyectamos un incremento en los ingresos en mayor medida por la consolidación de las operaciones en Khi Solar One durante un año completo y, en menor medida, por el aumento en volumen de las operaciones relacionadas al negocio de EPC, dando como resultado un crecimiento en ingresos a una TMAC₂₄₋₂₇ de 51.4%. En línea con el crecimiento en los ingresos de EPC, nuestras proyecciones consideran un deterioro en el margen bruto y EBITDA especialmente durante 2026 y 2027 comparado con 2024, dando como resultado un promedio ponderado de margen EBITDA a 16.1% a partir de 40.8% en 2024. Lo anterior obedece a que este negocio opera con una menor rentabilidad, a pesar de ser uno de los segmentos con mayor volumen del negocio. Estimamos un incremento en el FLE del periodo proyectado a P\$1,886m en 2027 a partir de P\$768m en 2024 explicado por el resultado en EBITDA. Finalmente, estimamos un aumento en el financiamiento de proyectos a medida que la Empresa realice la ejecución de los mismos. Lo anterior resultaría en un DSCR promedio ponderado 2025-2027 de 1.3x y de Años de Pago en 4.7 años en comparación con 2.8x y 2.4 años para 2024 respectivamente.

Cox Energy, Supuestos, Resultados (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	1,200	5,049	10,375	15,189	17,511	8,480	14,094	16,383	13,280	11,778	-11.3%
EBITDA	321	2,062	1,803	2,217	2,608	1,716	1,390	1,665	2,094	1,612	-23.0%
Margen EBITDA	26.7%	40.8%	17.4%	14.6%	14.9%	20.2%	9.9%	10.2%	16.1%	15.1%	-94pbs
Flujo Libre de Efectivo	-153	768	666	1,048	1,886	310	1,035	860	1,036	635	-38.7%
Servicio de la Deuda	43	272	437	883	1,905	449	961	1,972	879	922	4.8%
Deuda Total	663	2,443	3,490	8,514	8,041	3,490	8,514	8,741	5,901	6,051	2.5%
Deuda Neta	150	1,857	2,505	7,475	7,094	2,874	7,934	8,645	4,909	5,556	13.2%
DSCR*	-3.5x	2.8x	1.5x	1.2x	1.0x	0.7x	1.1x	0.4x	1.3x	0.7x	n.a
DSCR con Caja*	-3.1x	4.7x	2.9x	2.3x	1.5x	2.0x	1.7x	0.7x	2.4x	1.6x	n.a
Deuda Neta a FLE*	-1.0	2.4	3.8	7.1	3.8	9.3	7.7	10.0	4.7	9.0	n.a
ACP*	0.8x	0.8x	0.7x	0.7x	0.7x	0.7x	0.6x	0.6x	0.7x	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 vs. Proyectado

- **Aumento en los ingresos.** El aumento en los ingresos durante el 2024 y la primera mitad del 202 están mayormente explicados por la consolidación de las inversiones realizadas por la Empresa en cuanto a activos productivos y su cartera de producción. Lo anterior resultó en un crecimiento año contra año del 320.8% en 2024.
- **Movimientos en márgenes.** Durante el 2024, el margen bruto y margen EBITDA se vieron beneficiados por la consolidación de los activos productivos a la cartera, dando como resultado márgenes de 55.0% y 40.8% respectivamente (vs. 37.4% y 26.7% en 2023). Sin embargo, la Empresa mostró mayor incremento en las actividades de EPC, las cuales operan a un menor margen, lo cual contrajo el margen bruto a 35.0% al 2T25 a partir de 52.3% al 2T24.
- **Incremento en deuda y desempeño en métricas.** La deuda catalogada como financiamiento de proyecto se incrementó en el 2024 como resultado de la consolidación del balance de Khi Solar One en diciembre de ese año. Sin embargo, el aumento en la generación de FLE vs. nuestras proyecciones, contrarrestó parcialmente este efecto, dando como resultado un fortalecimiento en DSCR y un deterioro en años de pago a 2.8x y 2.4 años (a partir de 1.0x y 1.4 años proyectados).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Expectativa para Periodos Futuros

- **Mayores ingresos.** Nuestro escenario base considera un aumento en los ingresos a una TMAC₂₄₋₂₇ de 51.4% en mayor medida como resultado de la consolidación de un año de operaciones de la Planta Khi Solar One durante 2025 y en menor medida por el impulso en el negocio de EPC.
- **Contracción en margen EBITDA.** Dado que esperamos mayores actividades dentro del negocio de EPC, además de un incremento en el volumen de operación, el margen EBITDA se verá afectado dado que este cuenta con una menor rentabilidad. Estimamos un margen EBITDA de 14.9% en 2027 comparado con 40.8% en 2024.
- **Incremento en FLE.** A pesar del menor margen EBITDA, estimamos que el aumento en ingresos se traduzca en un mayor resultado de EBITDA capaz de contrarrestar un requerimiento de capital de trabajo promedio 2025-2027 de P\$250m. En consecuencia, la generación de FLE se incrementaría a P\$1,886m en 2027 comparado con P\$768m en 2024.
- **Deuda y métricas.** Nuestro escenario base considera un aumento en la deuda debido a el financiamiento necesario para ejecutar los proyectos proyectados. Finalmente, a pesar del aumento en FLE, se espera un deterioro en las métricas, en donde los años de pago se expandirían en un promedio ponderado 2025-2027 de 4.7 años vs. 2.4 años en 2024 y un DSCR promedio ponderado de 1.3x a partir de 2.8x en 2024.

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.
- **Riesgo Soberano.** La calificación asignada, considera el riesgo soberano inherente a los países donde la Empresa tiene operaciones los que considera: México, Brasil, Chile, Colombia, España, Sudáfrica y Marruecos lo que resultó en un promedio ponderado equivalente a HR BBB (G) comparado con HR BBB+ (G) en el año anterior.

Factores que podrían Subir la Calificación

- **Menores años de pago.** En un escenario donde la generación de FLE se incremente de tal manera que la métrica de años de pago resulte en un promedio ponderado 2025-2027 de 2.3 años comparado con 4.7 años en el escenario base, la calificación podría tener un impacto positivo.

Factores que podrían Bajar la Calificación

- **Deterioro en DSCR.** Si la generación de FLE disminuye, la métrica DSCR podría cerrar en un promedio ponderado de 0.7x en el mismo periodo (vs. 1.3x en el escenario base); esto se traduciría como un impacto negativo en la calificación.
- **Mayores años de pago.** El aumento en los años de pago esperados para el periodo proyectado, en un promedio ponderado de 9.0 años comparado con 4.7 años en el escenario base, podría resultar en una baja de la calificación explicado por menor generación de FLE y mayores disposiciones de deuda para financiar la operación cotidiana de la Empresa.



Anexos – Glosario

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

	Año calendario					Al cierre	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVOS TOTALES	8,239	13,334	16,080	23,498	22,029	8,166	14,008
Activo Circulante	2,582	3,658	4,905	6,452	7,169	2,434	4,374
Efectivo	513	585	984	1,039	948	385	917
Efectivo restringido	365	371	290	290	290	365	290
Cuentas por Cobrar a Clientes	267	822	1,669	2,595	3,167	372	1,609
Inventarios	432	472	711	1,229	1,417	292	331
Otros Activos Circulantes	1,005	1,407	1,251	1,299	1,348	1,020	1,227
Activos No Circulantes	5,657	9,676	11,175	17,046	14,860	5,732	9,634
Cuentas por Cobrar No Circulantes	100	134	474	492	510	114	464
Inversiones en Asociadas	393	538	443	443	443	396	443
Planta, Propiedad y Equipo	1,093	1,100	1,250	1,250	1,250	1,086	1,250
Crédito Mercantil	1,095	1,302	1,573	1,573	1,573	1,094	1,573
Otros Intangibles	2,031	5,221	6,015	11,846	9,619	2,084	4,494
Impuestos Diferidos	203	536	570	591	614	242	559
Provisiones	84	176	170	170	170	86	170
Activos por Derecho de Uso	657	668	681	681	681	629	681
PASIVOS TOTALES	5,687	9,423	12,199	18,629	19,509	5,635	10,335
Pasivo Circulante	3,720	5,423	5,103	6,585	8,864	3,852	4,782
Pasivo con Costo	6	9	77	9	1	3	97
Financiación de Proyecto CP	275	978	451	1,012	2,548	301	467
Proveedores y otros gastos acumulados	3,229	4,194	4,383	5,371	6,123	3,366	4,026
Impuestos por Pagar	94	125	55	55	55	50	55
Pasivo por Arrendamiento	118	116	137	137	137	132	137
Pasivos no Circulantes	1,967	4,001	7,095	12,043	10,645	1,783	5,553
Pasivo con Costo	30	17	11	1	1	31	19
Financiación de Proyecto LP	353	1,439	2,951	7,491	5,491	230	1,577
Impuestos Diferidos	73	442	605	988	1,556	31	444
Pasivo por Arrendamiento	513	502	415	415	415	399	415
Provisiones	838	1,019	871	905	939	836	854
Proveedores LP y Otros	160	582	2,243	2,243	2,243	255	2,243
CAPITAL CONTABLE	2,552	3,910	3,882	4,869	2,520	2,531	3,674
Minoritario	1,476	2,260	2,045	1,645	1,051	1,510	2,212
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	1,747	2,050	2,193	2,045	1,645	1,487	2,193
Utilidad del Ejercicio	-271	211	-148	-400	-593	24	20
Mayoritario	1,075	1,650	1,837	3,225	1,468	1,021	1,461
Capital Contribuido	1,507	1,807	2,708	5,358	5,469	1,507	1,806
Utilidades Acumuladas y Otros	-576	-693	-580	-871	-2,133	-566	-580
Utilidad del Ejercicio	145	536	-291	-1,261	-1,868	80	236
Deuda Total	663	2,443	3,490	8,514	8,041	565	2,159
Deuda Neta	150	1,857	2,505	7,475	7,094	180	1,242

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	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
Ventas Totales	1,200	5,049	10,375	15,189	17,511	2,131	5,091
Costo de Ventas	751	2,272	7,801	12,157	14,016	1,016	3,310
Utilidad Bruta	449	2,778	2,575	3,032	3,496	1,115	1,781
Gastos de Operación	128	716	771	816	888	665	609
EBITDA	321	2,062	1,803	2,217	2,608	449	1,172
Depreciación y Amortización	179	822	1,766	2,964	3,445	343	608
Depreciación	16	74	101	110	110	31	55
Amortización de Intangibles	146	669	1,332	2,306	2,787	279	495
Amortización de Arrendamientos	17	79	333	548	548	33	58
Utilidad Operativa antes de Otros	141	1,240	37	-748	-837	106	564
Otros Ingresos y Gastos Netos	-21	0	0	0	0	0	0
Otros Gastos	-21	0	0	0	0	0	0
Utilidad Operativa después de Otros	120	1,240	37	-748	-837	106	564
Ingresos por Intereses	19	64	171	284	295	23	43
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	63	55	167	639	1,179	11	45
Otros Gastos Financieros	130	281	230	0	0	51	230
Ingreso Financiero Neto	-155	-272	4	-355	-884	-39	-233
Resultado Cambiario	-25	113	-37	-176	-172	54	-23
Resultado Integral de Financiamiento	-179	-160	-33	-531	-1,056	15	-255
Utilidad Después del RIF	-59	1,081	5	-1,278	-1,893	121	309
Participación en Asociadas	40	-27	7	0	0	-16	7
Utilidad antes de Impuestos	-20	1,054	-218	-1,278	-1,893	105	316
Impuestos sobre la Utilidad	106	307	221	383	568	1	61
Resultado antes de operaciones discontinuadas	-126	747	-439	-1,662	-2,461	104	255
Participación minoritaria en la utilidad	-271	211	-148	-400	-593	24	20
Participación mayoritaria en la utilidad	145	536	-291	-1,261	-1,868	80	236
Cambio en Ventas	181.0%	320.8%	105.5%	46.4%	15.3%	517.2%	162.5%
Margen Bruto	37.4%	55.0%	24.8%	20.0%	20.0%	49.4%	43.0%
Margen EBITDA	26.7%	40.8%	17.4%	14.6%	14.9%	25.8%	34.8%
Ventas Netas a PP&E	109.8%	458.9%	830.1%	1215.3%	1401.1%	280.9%	640.8%
ROCE	-18.9%	-74.3%	-2.9%	65.2%	226.6%	-19.1%	-116.2%
Tasa Pasiva	41.8%	4.9%	6.4%	10.2%	14.6%	0.0%	5.1%
Tasa Activa	7.7%	7.4%	7.0%	7.4%	7.7%	7.3%	5.1%

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	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-20	1,054	-218	-1,278	-1,893	105	316
Depreciación	16	74	101	110	110	31	55
Amortización de Intangibles	146	669	1,332	2,306	2,787	279	495
Amortización de Arrendamientos	17	79	333	548	548	33	58
Pérdida (Reversión) por Deterioro	21	305	-483	0	0	0	-483
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-40	27	0	0	0	16	0
Intereses a Favor	-19	-64	-171	-284	-295	-23	-43
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	123	1,089	1,111	2,680	3,150	336	82
Intereses Devengados	63	55	167	639	1,179	11	45
Fluctuación Cambiaria	25	168	37	176	172	-3	23
Otros ajuste sobre el efecto de inversión en subsidiarias	130	-633	223	0	0	-12	223
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	217	-410	427	815	1,351	-4	291
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	321	1,733	1,320	2,217	2,608	438	689
Decremento (Incremento) en Clientes	-229	-555	-846	-926	-572	-105	-787
Decremento (Incremento) en Inventarios	0	-40	-239	-518	-188	-140	141
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	217	555	47	-88	-89	102	92
Incremento (Decremento) en Proveedores	-134	-98	930	989	751	64	573
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	0	-523	-67	33	34	-177	-84
Capital de trabajo	-146	-661	-175	-510	-64	-257	-64
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	0	0	0	0	0	5	0
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-146	-661	-175	-510	-64	-252	-64
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	174	1,072	1,145	1,706	2,544	186	624
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-3	-415	-419	-110	-110	-33	-373
Inversión en Activos Intangibles	-97	-77	-2,412	-8,137	-560	-67	-54
Intereses Cobrados	19	64	171	284	295	23	43
Decr. (Inc) anticipos/prest. a terceros	-422	-598	-194	0	0	-13	-194
Otros Activos	408	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-95	-1,027	-2,854	-7,962	-375	-90	-578
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	79	45	-1,709	-6,256	2,169	96	46
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	576	1,042	1,877	5,377	377	44	424
Amortización de Financiamientos Bancarios	-156	-424	-441	-528	-1,022	-264	-305
Amortización de Otros Arrendamientos	-204	-221	-385	-548	-548	0	-111
Intereses Pagados	-63	-55	-167	-639	-1,179	-11	-45
Cambios en la participación de subsidiarias	149	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Ajeno"	302	341	884	3,661	-2,371	-231	-37
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	33	-300	902	2,650	111	-0	0
Prima en Vena de Acciones	186	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	0	-5	315	0	0	0	315
Financiamiento "Propio"	220	-305	1,217	2,650	111	-0	315
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Financ.	522	36	2,100	6,311	-2,260	-231	278
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	601	81	391	55	-91	-135	325
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-106	-8	7	0	0	7	7
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	18	513	585	984	1,039	513	585
Efectivo y equiv. al final del Periodo	513	585	984	1,039	948	385	917
CAPEX de Mantenimiento	-16	-74	-101	-110	-110	-44	-98
Flujo Libre de Efectivo	-153	768	666	1,048	1,886	29	1,072
Amortización de Deuda	156	424	441	528	1,022	0	465
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-156	-144	0	0	0	0	-462
Amortización Neta	0	280	441	528	1,022	0	3
Intereses Netos Pagados	43	-8	-4	355	884	27	6
Servicio de la Deuda	43	272	437	883	1,905	27	9
DSCR	-3.5	2.8	1.5	1.2	1.0	1.1	116.1
Caja Inicial Disponible	18	513	585	984	1,039	44	385
DSCR con Caja	-3.1	4.7	2.9	2.3	1.5	2.7	157.8
Deuda Neta a FLE	-1.0	2.4	3.8	7.1	3.8	6.2	1.2
Deuda Neta a EBITDA	0.5	0.9	1.4	3.4	2.7	-3.6	1.6

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: Balance General (Cifras en millones de pesos)

	Año calendario					Al cierre	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVOS TOTALES	8,239	13,334	15,219	22,767	21,030	8,166	14,008
Activo Circulante	2,582	3,658	4,043	5,721	6,170	2,434	4,374
Efectivo	513	585	616	580	97	385	917
Efectivo restringido	365	371	290	290	290	365	290
Cuentas por Cobrar a Clientes	267	822	1,364	2,478	3,127	372	1,609
Inventarios	432	472	522	1,073	1,309	292	331
Otros Activos Circulantes	1,005	1,407	1,251	1,299	1,348	1,020	1,227
Activos No Circulantes	5,657	9,676	11,175	17,046	14,860	5,732	9,634
Cuentas por Cobrar No Circulantes	100	134	474	492	510	114	464
Inversiones en Asociadas	393	538	443	443	443	396	443
Planta, Propiedad y Equipo	1,093	1,100	1,250	1,250	1,250	1,086	1,250
Crédito Mercantil	1,095	1,302	1,573	1,573	1,573	1,094	1,573
Otros Intangibles	2,031	5,221	6,015	11,846	9,619	2,084	4,494
Impuestos Diferidos	203	536	570	591	614	242	559
Provisiones	84	176	170	170	170	86	170
Activos por Derecho de Uso	657	668	681	681	681	629	681
PASIVOS TOTALES	5,687	9,423	11,466	19,202	21,127	5,635	10,335
Pasivo Circulante	3,720	5,423	4,341	6,857	9,178	3,852	4,782
Pasivo con Costo	6	9	77	9	1	3	97
Financiación de Proyecto CP	275	978	451	1,012	2,548	301	467
Proveedores y otros gastos acumulados	3,229	4,194	3,620	5,643	6,437	3,366	4,026
Impuestos por Pagar	94	125	55	55	55	50	55
Pasivo por Arrendamiento	118	116	137	137	137	132	137
Pasivos no Circulantes	1,967	4,001	7,125	12,345	11,949	1,783	5,553
Pasivo con Costo	30	17	11	1	1	31	19
Financiación de Proyecto LP	353	1,439	2,951	7,491	6,191	230	1,577
Impuestos Diferidos	73	442	634	1,289	2,160	31	444
Pasivo por Arrendamiento	513	502	415	415	415	399	415
Provisiones	838	1,019	871	905	939	836	854
Proveedores LP y Otros	160	582	2,243	2,243	2,243	255	2,243
CAPITAL CONTABLE	2,552	3,910	3,753	3,565	-98	2,531	3,674
Minoritario	1,476	2,260	2,014	1,330	421	1,510	2,212
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	1,747	2,050	2,193	2,014	1,330	1,487	2,193
Utilidad del Ejercicio	-271	211	-179	-684	-909	24	20
Mayoritario	1,075	1,650	1,739	2,235	-518	1,021	1,461
Capital Contribuido	1,507	1,807	2,708	5,358	5,469	1,507	1,806
Utilidades Acumuladas y Otros	-576	-693	-580	-969	-3,123	-566	-580
Utilidad del Ejercicio	145	536	-389	-2,154	-2,864	80	236
Deuda Total	663	2,443	3,490	8,514	8,741	565	2,159
Deuda Neta	150	1,857	2,874	7,934	8,645	180	1,242

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



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

	Año calendario					Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
Ventas Totales	1,200	5,049	8,480	14,094	16,383	2,131	5,091
Costo de Ventas	751	2,272	5,729	10,611	12,335	1,016	3,310
Utilidad Bruta	449	2,778	2,751	3,483	4,049	1,115	1,781
Gastos de Operación	128	716	1,035	2,093	2,384	665	609
EBITDA	321	2,062	1,716	1,390	1,665	449	1,172
Depreciación y Amortización	179	822	1,766	2,964	3,445	343	608
Depreciación	16	74	101	110	110	31	55
Amortización de Intangibles	146	669	1,332	2,306	2,787	279	495
Amortización de Arrendamientos	17	79	333	548	548	33	58
Utilidad Operativa antes de Otros	141	1,240	-50	-1,574	-1,780	106	564
Otros Ingresos y Gastos Netos	-21	0	0	0	0	0	0
Otros Gastos	-21	0	0	0	0	0	0
Utilidad Operativa después de Otros	120	1,240	-50	-1,574	-1,780	106	564
Ingresos por Intereses	19	64	160	207	228	23	43
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	63	55	167	639	1,179	11	45
Otros Gastos Financieros	130	281	230	0	0	51	230
Ingreso Financiero Neto	-155	-272	-8	-433	-951	-39	-233
Resultado Cambiario	-25	113	-37	-176	-172	54	-23
Resultado Integral de Financiamiento	-179	-160	-44	-608	-1,123	15	-255
Utilidad Después del RIF	-59	1,081	-95	-2,183	-2,903	121	309
Participación en Asociadas	40	-27	7	0	0	-16	7
Utilidad antes de Impuestos	-20	1,054	-317	-2,183	-2,903	105	316
Impuestos sobre la Utilidad	106	307	250	655	871	1	61
Resultado antes de operaciones discontinuadas	-126	747	-568	-2,837	-3,774	104	255
Participación minoritaria en la utilidad	-271	211	-179	-684	-909	24	20
Participación mayoritaria en la utilidad	145	536	-389	-2,154	-2,864	80	236
Cambio en Ventas	181.0%	320.8%	67.9%	66.2%	16.2%	517.2%	162.5%
Margen Bruto	37.4%	55.0%	32.4%	24.7%	24.7%	49.4%	43.0%
Margen EBITDA	26.7%	40.8%	20.2%	9.9%	10.2%	25.8%	34.8%
Ventas Netas a PP&E	109.8%	458.9%	678.5%	1127.7%	1310.8%	280.9%	640.8%
ROCE	-18.9%	-74.3%	4.2%	155.3%	221.7%	-19.1%	-116.2%
Tasa Pasiva	41.8%	4.9%	6.4%	10.2%	14.1%	0.0%	5.1%
Tasa Activa	7.7%	7.4%	7.2%	7.2%	7.6%	7.3%	5.1%

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	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-20	1,054	-317	-2,183	-2,903	105	316
Depreciación	16	74	101	110	110	31	55
Amortización de Intangibles	146	669	1,332	2,306	2,787	279	495
Amortización de Arrendamientos	17	79	333	548	548	33	58
Pérdida (Reversión) por Deterioro	21	305	-483	0	0	0	-483
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-40	27	0	0	0	16	0
Intereses a Favor	-19	-64	-160	-207	-228	-23	-43
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	123	1,089	1,123	2,758	3,217	336	82
Intereses Devengados	63	55	167	639	1,179	11	45
Fluctuación Cambiaria	25	168	37	176	172	-3	23
Otros ajuste sobre el efecto de inversión en subsidiarias	130	-633	223	0	0	-12	223
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	217	-410	427	815	1,351	-4	291
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	321	1,733	1,233	1,390	1,665	438	689
Decremento (Incremento) en Clientes	-229	-555	-542	-1,114	-648	-105	-787
Decremento (Incremento) en Inventarios	0	-40	-50	-551	-236	-140	141
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	217	555	47	-88	-89	102	92
Incremento (Decremento) en Proveedores	-134	-98	167	2,023	793	64	573
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	0	-523	-67	33	34	-177	-84
Capital de trabajo	-146	-661	-444	304	-146	-257	-64
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	0	0	0	0	0	5	0
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-146	-661	-444	304	-146	-252	-64
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	174	1,072	789	1,693	1,519	186	624
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-3	-415	-419	-110	-110	-33	-373
Inversión en Activos Intangibles	-97	-77	-2,412	-8,137	-560	-67	-54
Intereses Cobrados	19	64	160	207	228	23	43
Decr. (Inc) anticipos/prest. a terceros	-422	-598	-194	0	0	-13	-194
Otros Activos	408	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-95	-1,027	-2,866	-8,040	-442	-90	-578
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	79	45	-2,077	-6,347	1,076	96	46
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	576	1,042	1,877	5,377	1,077	44	424
Amortización de Financiamientos Bancarios	-156	-424	-441	-528	-1,022	-264	-305
Amortización de Otros Arrendamientos	-204	-221	-385	-548	-548	0	-111
Intereses Pagados	-63	-55	-167	-639	-1,179	-11	-45
Cambios en la participación de subsidiarias	149	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Ajeno"	302	341	884	3,661	-1,671	-231	-37
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	33	-300	902	2,650	111	-0	0
Prima en Vena de Acciones	186	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	0	-5	315	0	0	0	315
Financiamiento "Propio"	220	-305	1,217	2,650	111	-0	315
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	522	36	2,100	6,311	-1,560	-231	278
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	601	81	23	-36	-484	-135	325
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-106	-8	7	0	0	7	7
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	18	513	585	616	580	513	585
Efectivo y equiv. al final del Periodo	513	585	616	580	97	385	917
CAPEX de Mantenimiento	-16	-74	-101	-110	-110	-44	-98
Flujo Libre de Efectivo	-153	768	310	1,035	860	29	1,072
Amortización de Deuda	156	424	441	528	1,022	0	465
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-156	-144	0	0	0	0	-462
Amortización Neta	0	280	441	528	1,022	0	3
Intereses Netos Pagados	43	-8	8	433	951	27	6
Servicio de la Deuda	43	272	449	961	1,972	27	9
DSCR	-3.5	2.8	0.7	1.1	0.4	1.1	116.1
Caja Inicial Disponible	18	513	585	616	580	44	385
DSCR con Caja	-3.1	4.7	2.0	1.7	0.7	2.7	157.8
Deuda Neta a FLE	-1.0	2.4	9.3	7.7	10.0	6.2	1.2
Deuda Neta a EBITDA	0.5	0.9	1.7	5.7	5.2	-3.6	1.6

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

Composición de Ingresos por país*

País	2023	2024	2025F	2026F	2027F
México	51.6%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%
Brasil	23.6%	48.6%	48.6%	48.6%	48.6%
Chile	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Colombia	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
España	8.7%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Sudáfrica	0.0%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
Marruecos	16.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Fuente: HR Ratings con base en la última calificación soberana pública por país.

*Sin considerar a Argelia dado que no cuenta con calificación

Calificaciones Soberanas Equivalentes a HR Ratings

País	S&P	Fitch	HR Ratings
México			HR BBB+ (G)
Brasil	BB	BB	
Chile			HR AA- (G)
Colombia	BB	BB+	
España	A+	A	
Sudáfrica	BB-	BB-	
Marruecos	BBB-	BB+	

Fuente: HR Ratings con base en la última calificación soberana pública por país.



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	2023	13%
t ₀	2024	17%
t ₁	2025	35%
t ₂	2026	20%
t ₃	2027	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	15 de octubre de 2024
Fecha de última acción de calificación	Cox Energy LP: HA A- Perspectiva Estable Cox Energy CP: HR1
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 trimestral interna e información dictaminada anual por PWC.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	Calificación Soberana de Brasil: S&P Global Ratings BB con Perspectiva Estable, 5 de junio de 2025 Calificación Soberana de Brasil: Fitch Ratings BB con Perspectiva Estable, 25 de junio de 2025 Calificación Soberana de Colombia: S&P Global Ratings BB con Perspectiva Estable, 26 de junio, 2025 Calificación Soberana de Colombia: Fitch Ratings BB+ con Perspectiva Estable, 3 de junio, 2025 Calificación Soberana de España: S&P Global Ratings A+ con Perspectiva Estable, 12 de septiembre de 2025 Calificación Soberana de España: Fitch Ratings A con Perspectiva Positiva, 26 de septiembre de 2025 Calificación Soberana de Sudáfrica: S&P Global Ratings BB- con Perspectiva Estable, 16 de mayo de 2025 Calificación Soberana de Sudáfrica: Fitch Ratings BB+ con Perspectiva Estable, 1 de septiembre 2025 Calificación Soberana de Marruecos: S&P Global Ratings BB+ con Perspectiva Positiva, 26 de septiembre de 2025 Calificación Soberana de Marruecos: Fitch Ratings BB+ con Perspectiva Estable, 27 de septiembre 2025
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 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 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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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