

2023
HR2

2024
HR2

2025
HR1



Elizabeth Martínez

Subdirectora de Corporativos
Analista Responsable

elizabeth.martinez@hrratings.com



Pablo Franco

Analista Sr.

pablo.franco@hrratings.com



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. De
Corporativos/ABS

heinz.cederborg@hrratings.com

HR Ratings revisó al alza la calificación de HR2 a HR1 para el Programa de Corto Plazo de Minsa

La revisión al alza de la calificación del Programa de Corto Plazo de Grupo Minsa (Minsa y/o la Empresa) se debe a la consolidación de operaciones de Almacenadora Mercader, S.A. Organización Auxiliar de Crédito (Almer¹), luego de que la Empresa adquiriera el 99.9% de sus acciones durante el cuarto trimestre del 2024 (4T24). Esta consolidación resultó en un importante incremento en los ingresos, márgenes y Flujo Libre de Efectivo (FLE) de Minsa, lo que estimamos que permita a la Empresa incrementar su DSCR y DSCR con Caja promedio ponderado de 0.8 veces (x) y 1.1x para 2025-2027 (vs. 0.5x y 0.7x estimado para el periodo proyectado durante la revisión anterior). La adquisición de Almer fue financiada mediante la transferencia de capital adicional de Minsa, con un valor de suscripción de P\$3,123m, realizada durante el 1T25. A su vez, la consolidación de Almer representó un incremento de la deuda total de Minsa de aproximadamente P\$2,480m, por lo que Minsa finalizó el 2T25 con una deuda total de P\$3,704m y una deuda neta de P\$3,082m (vs. P\$1,317m y P\$1,203m al cierre del 2T24). Cabe destacar que la Empresa mantiene un perfil de vencimientos de su deuda enfocado en el corto plazo, ya que al cierre del 2T25 el 57.6% de su deuda tiene fecha de vencimiento durante el próximo año.

Por otra parte, Minsa mantiene estabilidad en sus operaciones de venta de harina nixtamalizada. Durante 2024, la Empresa presentó una disminución del 1.7% en su volumen de ventas, como resultado de la estrategia para incrementar la rentabilidad de sus ventas. Dicha estrategia consiste en priorizar clientes con mayores márgenes, mayor recurrencia y una menor incertidumbre crediticia. Sumado a lo anterior, la disminución en el precio promedio del principal insumo, observada durante 2024 y los dos primeros trimestres de 2025, incrementó los márgenes operativos de Minsa y consecuentemente su FLE. Finalmente, la calificación mantiene un ajuste cualitativo positivo por su posicionamiento en el mercado.

¹ A la fecha de este reporte, Almer mantiene calificaciones de HR AA- y HR1 con Revisión en Proceso, siendo la última acción de calificación el 28 de febrero de 2025.



Características del Programa de Corto Plazo de Certificados Bursátiles

Concepto	
Tipo de valor	Certificados Bursátiles de Corto Plazo.
Clave de Pizarra	MINSA
Nombre del Emisor	Grupo Minsa, S.A.B. de C.V.
Monto Autorizado del Programa con carácter revolvente	Hasta P\$1,000,000,000.00 (Mil Millones de Pesos 00/100 M.N)
Vigencia del Programa	Cinco años a partir de la fecha de autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).
Monto de la Emisión	El monto de la Emisión será determinado en el Título y Aviso correspondiente a cada Emisión.
Vigencia de la Emisión	El plazo de los CEBURs será determinado para cada Emisión, sin exceder 364 días.
Periodicidad en el pago de Intereses	Cada 28 días
Tasa de interés	Los CBs podrán ser emitidos a tasa fija o tasa de rendimiento variable según se determine para cada Emisión.
Amortización	Los CEBURs serán amortizados de conformidad con los términos establecidos en el Título, Aviso de Oferta Pública o Suplemento correspondiente, según sea el caso, pudiendo amortizarse mediante un solo pago al vencimiento o mediante amortizaciones programadas.
Destino de los Fondos	Será descrita en el Aviso de Oferta Pública o Título, según corresponda
Representante Común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V, Monex Grupo Financiero

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

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Adquisición de Almer.** Durante el 4T24, Minsa acordó la adquisición del 99.9% de las acciones de Almacenadora Mercader. El acuerdo consistió en el intercambio de acciones ordinarias emitidas por Minsa con un valor de P\$3,123m, por las acciones de Almer. Almer es una organización auxiliar de crédito especializada en el área de almacenes generales de depósito. Es importante mencionar que esta adquisición no estaba contemplada en nuestras proyecciones, por lo que estas no resultan comparables con los resultados observados.
- **Incremento del FLE.** Al considerar las operaciones consolidadas de Minsa con Almer para 2024, se observa un incremento de P\$879m, comparado con el FLE de la Empresa para 2023. Este incremento corresponde en su mayoría a las actividades de Almer. Sin embargo, Minsa ha mantenido una relativa estabilidad en sus operaciones manteniendo un volumen de venta de 472 mil toneladas métricas (mtm) para 2024 (vs. 480mtm para 2023).
- **Incremento de la deuda total y deuda neta.** La deuda de Minsa finalizó el 2T25 en P\$3,704m, comparado con P\$1,318m. El incremento observado corresponde en su mayor parte a la consolidación de la deuda de Almer que al cierre de la transacción tenía un saldo de deuda financiera y pasivos por arrendamientos de P\$2,770m.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Expectativas para Periodos Futuros

- **Crecimiento de volumen de ventas constante.** Esperamos que Minsa mantenga el crecimiento de su volumen de ventas durante 2025-2027. Esto principalmente en las ventas en el mercado de clientes denominados como Especiales y de Exportación. Como resultado proyectamos una $TMAC_{24-27}$ de 2.9% en los ingresos totales. Lo anterior también reflejaría el crecimiento de los ingresos de Almer, gracias a la expansión inorgánica de su capacidad de almacenamiento.
- **Generación de FLE constante.** Estimamos que el FLE muestre una $TMAC_{24-27}$ de -4.6%, resultado de la normalización del capital de trabajo, compensado parcialmente por el incremento en las operaciones. Relacionado con lo anterior, proyectamos que la Empresa presentará requerimientos de capital de trabajo promedio de P\$33m para poder sostener la expansión de su operación durante 2026 y 2027.
- **Disminución de la deuda total.** Para nuestro escenario base, consideramos que la Empresa realizaría el refinanciamiento al vencimiento de la mayor parte de su deuda. Sin embargo, estimamos que la deuda total de Empresa finalice 2027 en P\$2,694m, lo que representa una disminución de P\$1,136m respecto al cierre del 2024. Por su parte, la deuda neta también disminuiría a P\$2,238m al cierre de 2027.

Factores adicionales considerados

- **Posicionamiento de mercado.** Grupo Minsa es la productora de harina de maíz más antigua en México; es el segundo productor de harina de maíz en México, con una participación de mercado de alrededor del 20%. Debido a que opera dentro de un mercado resiliente y defensivo a los ciclos económicos, HR Ratings considera un *notch* cualitativo positivo por dicho factor.

Factores que podrían subir la calificación

- **Mayores ingresos.** Bajo un escenario en el que la Empresa tenga un crecimiento en volúmenes mayor que el considerado en nuestros escenarios, los ingresos totales y la rentabilidad de la Empresa podría incrementar, y beneficiar el FLE. Si esto se ve reflejado en un DSCR promedio ponderado mayor a 1.2x durante 2025-2027, la calificación podría revisarse al alza.
- **Desapalancamiento acelerado.** En nuestro escenario base consideramos que la Empresa disminuirá ligeramente su apalancamiento durante 2025-2027, realizando refinanciamientos menores a sus vencimientos. Si la Empresa lograra un mayor flujo de efectivo de sus operaciones que le permita disminuir en mayor medida su apalancamiento y esto se ve reflejado en una métrica de DSCR con Caja promedio ponderada mayor a 1.8x, la calificación podría sufrir un impacto positivo.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Menor rentabilidad.** En el caso de que la Empresa sea incapaz de transferir las variaciones en el precio del maíz blanco a sus clientes, sus márgenes podrían sufrir una contracción importante. Si el margen la métrica de DSCR



finalizara con un promedio ponderado por debajo de 0.4x para 2025-2027, la calificación podría verse afectada negativamente.

- **Cambios en la estructura de capital.** Si la Empresa decidiera incrementar su apalancamiento, principalmente mediante la adquisición de deuda a largo plazo, la métrica de Años de Pago podría verse afectada. En el caso de que dicha métrica finalice el periodo proyectado con un promedio ponderado por arriba de 5.6 años, la calificación podría revisarse a la baja.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Al cierre						
	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVOS TOTALES	4,654	12,112	11,946	11,907	11,977	4,648	12,169
Activo Circulante	2,896	5,717	5,391	5,352	5,422	2,988	5,633
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	105	602	565	504	456	115	622
Cuentas por Cobrar a Clientes	1,187	2,227	2,535	2,533	2,596	1,276	2,542
Otras Cuentas por Cobrar Neto	219	202	126	130	133	441	122
Inventarios	954	1,744	1,823	1,832	1,873	978	1,924
Otros Activos Circulantes	431	942	342	353	363	177	423
Activos No Circulantes	1,758	6,395	6,556	6,556	6,556	1,660	6,536
Cuentas por Cobrar No Circulantes	87	0	0	0	0	0	0
Planta, Propiedad y Equipo	945	5,410	5,557	5,557	5,557	967	5,537
Impuestos Diferidos	347	392	392	392	392	352	392
Otros Activos No Circulantes	379	593	606	606	606	341	606
Otras Inversiones	322	568	589	589	589	322	589
Activos por Derecho de Uso	57	26	17	17	17	20	17
PASIVOS TOTALES	2,339	9,611	6,148	5,779	5,487	2,245	6,496
Pasivo Circulante	1,841	6,724	3,871	3,476	3,372	1,877	3,688
Pasivo con Costo	901	2,328	2,304	1,878	1,736	993	2,135
Proveedores	432	589	682	685	700	423	689
Otros sin Costo	507	3,807	886	913	936	461	863
Otras cuentas por pagar	326	3,180	2	2	2	50	2
Pasivo por Arrendamiento	26	18	13	13	13	25	13
Impuestos diferidos	155	609	870	898	920	386	848
Pasivos no Circulantes	498	2,887	2,277	2,303	2,115	368	2,808
Pasivo con Costo	389	1,502	1,050	1,109	958	325	1,569
Impuestos Diferidos	17	745	691	655	616	18	704
Otros Pasivos No Circulantes	92	640	536	538	540	25	535
Pasivo por Arrendamiento	36	548	480	480	480	9	480
Beneficios a los empleados	56	91	56	58	60	16	55
CAPITAL CONTABLE	2,315	2,501	5,798	6,129	6,490	2,402	5,673
Capital Contribuido	737	582	3,843	3,843	3,843	736	3,843
Utilidades Acumuladas y Otros	1,670	1,579	1,661	1,955	2,286	1,579	1,661
Utilidad del Ejercicio	-92	341	294	330	361	88	169
Deuda Total	1,290	3,830	3,354	2,987	2,694	1,318	3,704
Deuda Neta	1,186	3,228	2,789	2,483	2,238	1,203	3,082
Días Cuentas por Cobrar	55	60	104	92	92	63	82
Días Inventario	91	87	143	130	130	78	130
Días Proveedores	31	33	46	48	48	32	41

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Años Calendario					Acumulado	
	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
Ventas Totales	7,316	8,904	9,029	9,466	9,712	3,416	4,419
Costo de Ventas	5,634	4,852	4,581	4,856	4,971	2,427	2,158
Utilidad Bruta	1,683	4,052	4,447	4,610	4,741	990	2,261
Gastos de Operación	1,503	2,625	3,222	3,296	3,432	706	1,663
Gastos de Venta	993	1,047	955	932	949	501	496
Gastos de Administración	510	1,578	2,267	2,364	2,483	205	1,167
EBITDA	179	1,427	1,225	1,314	1,309	284	598
Depreciación y Amortización	114	692	517	526	526	55	255
Depreciación	92	586	438	446	446	46	216
Amortización de Arrendamientos	22	106	79	80	80	8	39
Utilidad Operativa antes de Otros	66	736	708	788	784	229	343
Otros Ingresos y Gastos Netos	-5	-4	0	0	0	-2	0
Utilidad Operativa después de Otros	60	731	709	788	784	227	344
Ingresos por Intereses	33	2	14	40	25	10	7
Intereses por Cartera de Crédito	0	212	240	250	259	0	88
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	277	525	597	600	546	118	255
Intereses Pagados por Arrendamiento	5	7	7	6	6	2	3
Ingreso Financiero Neto	-249	-319	-350	-317	-267	-110	-164
Resultado Cambiario	-0	32	-4	0	0	3	-4
Resultado Integral de Financiamiento	-249	-287	-354	-317	-267	-108	-168
Utilidad antes de Impuestos	-189	444	355	472	516	119	176
Impuestos sobre la Utilidad	-97	103	61	142	155	31	7
Impuestos Causados	23	63	74	177	194	31	7
Impuestos Diferidos	-120	41	-13	-35	-39	0	0
Utilidad Neta Consolidada	-92	341	294	330	361	88	169
Participación minoritaria en la utilidad	0	0	0	0	0	0	0
Participación mayoritaria en la utilidad	-92	341	294	330	361	88	169
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
Cambio en Ventas	276.9%	21.7%	1.4%	4.8%	2.6%	n.a.	40.9%
Margen Bruto	23.0%	45.5%	49.3%	48.7%	48.8%	27.8%	53.7%
Margen EBITDA	2.5%	16.0%	13.6%	13.9%	13.5%	6.8%	17.6%
Tasa de Impuestos	51.3%	23.3%	17.1%	30.0%	30.0%	-45.0%	15.9%
Tasa Pasiva	18.7%	29.2%	15.7%	18.7%	18.6%	17.5%	22.7%
Tasa Activa	2.7%	9.9%	9.2%	9.2%	9.0%	-7.5%	3.9%

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



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

	Años Calendario					Acumulado	
	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-189	444	355	472	516	119	176
Provisiones del Periodo	21	-21	-1	0	0	-1	-1
Partidas sin Impacto en el Efectivo	21	-21	-1	0	0	-1	-1
Depreciación	114	692	477	446	446	55	255
Amortización de Arrendamientos	0	0	40	80	80	0	0
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	43	-1,062	8	0	0	13	8
Intereses a Favor	-33	-2	-14	-40	-25	-10	-7
Intereses por Cartera de Crédito	0	-212	-240	-250	-259	0	-88
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	124	-584	271	236	241	58	167
Intereses Devengados	281	525	597	600	546	118	255
Intereses por Arrendamiento y Otros	12	7	14	6	6	10	11
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	293	532	611	607	552	128	266
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	250	371	1,235	1,314	1,309	304	608
Decremento (Incremento) en Clientes	-95	-951	123	2	-63	68	116
Decremento (Incremento) en Inventarios	12	-800	-79	-9	-41	-34	-180
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	313	-713	201	-15	-13	-30	124
Incremento (Decremento) en Proveedores	95	157	93	3	15	-9	100
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-225	3,327	120	30	25	-101	97
Capital de trabajo	100	1,020	459	12	-78	-106	257
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-1	-231	-116	-177	-194	-35	-49
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	100	789	343	-165	-272	-141	208
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	350	1,161	1,578	1,149	1,038	163	817
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inver. de acciones con carácter perm.	3	0	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-164	-709	-632	-446	-446	-60	-390
Adquisición de Negocios	0	0	-3,101	0	0	0	-3,101
Intereses Cobrados	33	2	14	40	25	10	7
Intereses por Cartera de Crédito	0	212	240	250	259	0	88
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-129	-495	-3,480	-156	-161	-50	-3,396
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	221	666	-1,902	993	876	113	-2,580
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	4,081	4,155	1,593	3,300	2,823	17	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	-4,083	-3,864	-2,089	-3,667	-3,116	0	-147
Amortización de Otros Arrendamientos	-17	-83	-40	-80	-80	0	0
Intereses Pagados	-233	-516	-597	-600	-546	-118	-255
Intereses Pagados por Arrendamientos	-5	-7	-7	-6	-6	-2	-3
Financiamiento "Ajeno"	-257	-316	-1,140	-1,054	-924	-103	-405
Aportaciones de Capital	0	0	3,101	0	0	0	3,101
Financiamiento "Propio"	0	0	3,101	0	0	0	3,101
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-257	-316	1,961	-1,054	-924	-103	2,696
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-36	350	60	-61	-48	10	116
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	147	-96	0	0	0	-96
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	141	105	602	565	504	105	602
Efectivo y equiv. al final del Periodo	105	602	565	504	456	115	622
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
CAPEX de Mantenimiento	-41	-264	-197	-201	-201	-40	-340
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	287	1,165	1,478	1,112	1,011	792	1,639
Amortización de Deuda	4,083	3,864	2,089	3,667	3,116	4,083	4,011
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-3,350	-2,963	-916	-2,517	-2,392	-2,921	-3,018
Amortización Neta	733	901	1,174	1,150	724	1,162	993
Intereses Netos Pagados	201	514	583	560	521	306	560
Servicio de la Deuda	934	1,415	1,757	1,711	1,244	1,468	1,553
DSCR	0.3	0.8	0.8	0.7	0.8	0.5	1.1
Caja Inicial Disponible	141	105	602	565	504	111	115
DSCR con Caja	0.5	0.9	1.2	1.0	1.2	0.6	1.1
Deuda Neta a FLE	4.1	2.8	1.9	2.2	2.2	1.5	1.9
Deuda Neta a EBITDA	6.6	2.3	2.3	1.9	1.7	2.5	1.8

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Al cierre						
	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVOS TOTALES	4,654	12,112	11,818	12,044	12,283	4,648	12,169
Activo Circulante	2,896	5,717	5,262	5,489	5,728	2,988	5,633
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	105	602	114	247	205	115	622
Cuentas por Cobrar a Clientes	1,187	2,227	2,406	2,454	2,754	1,276	2,542
Otras Cuentas por Cobrar Neto	219	202	108	110	113	441	122
Inventarios	954	1,744	2,324	2,360	2,336	978	1,924
Otros Activos Circulantes	431	942	311	318	319	177	423
Activos No Circulantes	1,758	6,395	6,556	6,556	6,556	1,660	6,536
Cuentas por Cobrar No Circulantes	87	0	0	0	0	0	0
Planta, Propiedad y Equipo	945	5,410	5,557	5,557	5,557	967	5,537
Impuestos Diferidos	347	392	392	392	392	352	392
Otros Activos No Circulantes	379	593	606	606	606	341	606
Otras Inversiones	322	568	589	589	589	322	589
Activos por Derecho de Uso	57	26	17	17	17	20	17
PASIVOS TOTALES	2,339	9,611	6,225	6,659	7,049	2,245	6,496
Pasivo Circulante	1,841	6,724	3,927	3,923	4,904	1,877	3,688
Pasivo con Costo	901	2,328	2,654	2,628	3,594	993	2,135
Proveedores	432	589	510	518	513	423	689
Otros sin Costo	507	3,807	763	777	796	461	863
Otras cuentas por pagar	326	3,180	2	2	2	50	2
Pasivo por Arrendamiento	26	18	13	13	13	25	13
Impuestos diferidos	155	609	747	762	781	386	848
Pasivos no Circulantes	498	2,887	2,299	2,736	2,145	368	2,808
Pasivo con Costo	389	1,502	1,050	1,463	854	325	1,569
Impuestos Diferidos	17	745	713	735	751	18	704
Otros Pasivos No Circulantes	92	640	536	538	540	25	535
Pasivo por Arrendamiento	36	548	480	480	480	9	480
Beneficios a los empleados	56	91	56	58	60	16	55
CAPITAL CONTABLE	2,315	2,501	5,593	5,385	5,234	2,402	5,673
Capital Contribuido	737	582	3,843	3,843	3,843	736	3,843
Utilidades Acumuladas y Otros	1,670	1,579	1,661	1,750	1,542	1,579	1,661
Utilidad del Ejercicio	-92	341	88	-208	-150	88	169
Deuda Total	1,290	3,830	3,704	4,091	4,449	1,318	3,704
Deuda Neta	1,186	3,228	3,590	3,844	4,244	1,203	3,082
Días Cuentas por Cobrar	55	60	108	102	111	63	82
Días Inventario	91	87	172	185	185	78	130
Días Proveedores	31	33	42	41	41	32	41

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Años Calendario					Acumulado	
	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
Ventas Totales	7,316	8,904	8,467	8,149	8,299	3,416	4,419
Costo de Ventas	5,634	4,852	4,373	4,457	4,416	2,427	2,158
Utilidad Bruta	1,683	4,052	4,093	3,692	3,883	990	2,261
Gastos de Operación	1,503	2,625	3,124	2,959	3,053	706	1,663
Gastos de Venta	993	1,047	951	887	876	501	496
Gastos de Administración	510	1,578	2,173	2,072	2,177	205	1,167
EBITDA	179	1,427	969	732	830	284	598
Depreciación y Amortización	114	692	517	526	526	55	255
Depreciación	92	586	438	446	446	46	216
Amortización de Arrendamientos	22	106	79	80	80	8	39
Utilidad Operativa antes de Otros	66	736	453	207	304	229	343
Otros Ingresos y Gastos Netos	-5	-4	0	0	0	-2	0
Utilidad Operativa después de Otros	60	731	453	207	304	227	344
Ingresos por Intereses	33	2	3	-22	6	10	1
Intereses por Cartera de Crédito	0	212	227	236	250	0	93
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	277	525	611	711	769	118	255
Intereses Pagados por Arrendamiento	5	7	7	6	6	2	3
Ingreso Financiero Neto	-249	-319	-388	-504	-519	-110	-164
Resultado Cambiario	-0	32	-4	0	0	3	-4
Resultado Integral de Financiamiento	-249	-287	-392	-504	-519	-108	-168
Utilidad antes de Impuestos	-189	444	61	-297	-215	119	176
Impuestos sobre la Utilidad	-97	103	-27	-89	-64	31	7
Impuestos Causados	23	63	-36	-111	-81	31	7
Impuestos Diferidos	-120	41	9	22	16	0	0
Utilidad Neta Consolidada	-92	341	88	-208	-150	88	169
Participación minoritaria en la utilidad	0	0	0	0	0	0	0
Participación mayoritaria en la utilidad	-92	341	88	-208	-150	88	169
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
Cambio en Ventas	276.9%	21.7%	-4.9%	-3.8%	1.8%	n.a.	40.9%
Margen Bruto	23.0%	45.5%	48.3%	45.3%	46.8%	27.8%	53.7%
Margen EBITDA	2.5%	16.0%	11.5%	9.0%	10.0%	6.8%	17.6%
Tasa de Impuestos	51.3%	23.3%	-45.2%	30.0%	30.0%	-45.0%	15.9%
Tasa Pasiva	18.7%	29.2%	15.8%	18.4%	18.1%	17.5%	22.7%
Tasa Activa	2.7%	9.9%	9.3%	8.2%	9.0%	-7.5%	3.9%

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



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

	Años Calendario					Acumulado	
	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-189	444	61	-297	-215	119	176
Provisiones del Periodo	21	-21	-1	0	0	-1	-1
Partidas sin Impacto en el Efectivo	21	-21	-1	0	0	-1	-1
Depreciación	114	692	477	446	446	55	255
Amortización de Arrendamientos	0	0	40	80	80	0	0
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	43	-1,062	8	0	0	13	8
Intereses a Favor	-33	-2	-3	22	-6	-10	-1
Intereses por Cartera de Crédito	0	-212	-227	-236	-250	0	-93
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	124	-584	295	312	269	58	167
Intereses Devengados	281	525	611	711	769	118	255
Intereses por Arrendamiento y Otros	12	7	14	6	6	10	11
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	293	532	625	717	775	128	266
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	250	371	980	732	830	304	608
Decremento (Incremento) en Clientes	-95	-951	252	-47	-301	68	116
Decremento (Incremento) en Inventarios	12	-800	-580	-36	24	-34	-180
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	313	-713	251	-9	-4	-30	124
Incremento (Decremento) en Proveedores	95	157	-79	8	-5	-9	100
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-225	3,327	-3	17	21	-101	97
Capital de trabajo	100	1,020	-159	-68	-265	-106	257
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-1	-231	-6	111	81	-35	-49
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	100	789	-165	43	-185	-141	208
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	350	1,161	815	776	645	163	817
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inver. de acciones con carácter perm.	3	0	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-164	-709	-632	-446	-446	-60	-390
Adquisición de Negocios	0	0	-3,101	0	0	0	-3,101
Intereses Cobrados	33	2	3	-22	6	10	1
Intereses por Cartera de Crédito	0	212	227	236	250	0	93
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-129	-495	-3,504	-232	-190	-50	-3,396
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	221	666	-2,689	543	455	113	-2,580
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	4,081	4,155	1,943	4,954	5,173	17	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	-4,083	-3,864	-2,089	-4,567	-4,816	0	-147
Amortización de Otros Arrendamientos	-17	-83	-40	-80	-80	0	0
Intereses Pagados	-233	-516	-611	-711	-769	-118	-255
Intereses Pagados por Arrendamientos	-5	-7	-7	-6	-6	-2	-3
Financiamiento "Ajeno"	-257	-316	-804	-410	-497	-103	-405
Aportaciones de Capital	0	0	3,101	0	0	0	3,101
Financiamiento "Propio"	0	0	3,101	0	0	0	3,101
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-257	-316	2,297	-410	-497	-103	2,696
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-36	350	-392	133	-42	10	116
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	147	-96	0	0	0	-96
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	141	105	602	114	247	105	602
Efectivo y equiv. al final del Periodo	105	602	114	247	205	115	622
<i>Cifras UDM</i>							
CAPEX de Mantenimiento	-41	-264	-197	-201	-201	-40	-340
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	287	1,165	702	725	609	792	1,639
Amortización de Deuda	4,083	3,864	2,089	4,567	4,816	4,083	4,011
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-3,350	-2,963	-916	-3,467	-4,142	-2,921	-3,018
Amortización Neta	733	901	1,174	1,100	674	1,162	993
Intereses Netos Pagados	201	514	608	733	763	306	560
Servicio de la Deuda	934	1,415	1,782	1,833	1,437	1,468	1,553
DSCR	0.3	0.8	0.4	0.4	0.4	0.5	1.1
Caja Inicial Disponible	141	105	602	114	247	111	115
DSCR con Caja	0.5	0.9	0.7	0.5	0.6	0.6	1.1
Deuda Neta a FLE	4.1	2.8	5.1	5.3	7.0	1.5	1.9
Deuda Neta a EBITDA	6.6	2.3	3.7	5.2	5.1	2.5	1.8

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



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%
t ₀	17%
t ₁	35%
t ₂	20%
t ₃	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	HR2
Fecha de última acción de calificación	11 de septiembre de 2024
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 pública y cierres anuales dictaminados por KPMG.
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