

2024

HR+1

2025

HR1

2026

HR+1



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 HR1 a HR+1 para el Programa Dual de Corto Plazo de Bepensa Bebidas

La revisión al alza de la calificación para el Programa Dual de Corto Plazo de Bepensa Bebidas, S.A. de C.V. (Bepensa y/o la Empresa) se basa en el refinanciamiento esperado durante el 2T26. Esto mejoraría el perfil de vencimientos de la Empresa en el corto plazo, lo que resultaría en mejores métricas proyectadas de DSCR y DSCR con Caja para 2026. Es importante mencionar que la Empresa mantiene un ajuste cualitativo positivo por su posición de mercado.

Por otra parte, respecto a nuestras proyecciones para 2025, la Empresa presenta una disminución en sus ingresos, compensada por mayores márgenes operativos. Esto fue resultado de un menor volumen de venta de refrescos y bebidas azucaradas, contrarrestado por eficiencias operativas y administrativas logradas a través de estrategias de precios y empaques, así como mejoras tecnológicas y una mejor gestión de insumos. Como resultado, la Empresa reportó un EBITDA 13.4% por arriba de lo estimado para 2025. Sin embargo, el Flujo Libre de Efectivo para 2025 resultó por debajo de nuestras estimaciones, debido a una mayor provisión de CAPEX de mantenimiento estimada, así como mayores requerimientos de capital de trabajo.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Características del Programa Dual

Concepto	
Tipo de Valor	Certificados Bursátiles
Clave de Pizarra	BBPEN
Emisor	Bepensa Bebidas, S.A. de C.V.
Monto Autorizado del Programa	Hasta P\$2,000m o su equivalente en unidades de inversión (UDIs) con carácter revolvente.
Vigencia del Programa	Cinco años contados a partir de la autorización del Programa por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).
Monto de la Emisión	Será determinado para cada Emisión de Certificados Bursátiles al amparo del Programa.
Vigencia de la Emisión	La fecha de emisión y liquidación de los Certificados Bursátiles serán determinadas para cada Emisión de Certificados Bursátiles realizada al amparo del Programa, según se señale en el Título, en el Aviso o en el Suplemento correspondiente, según sea el caso.
Periodicidad en el Pago de Interés	Los intereses devengados al amparo de los Certificados Bursátiles serán pagados con la periodicidad que se establezca para cada Emisión y que se establecerá en el Título, en el Aviso o en el Suplemento correspondiente, según sea el caso.
Tasa de la Emisión	La tasa a la que devenguen intereses los Certificados Bursátiles, así como el mecanismo para su determinación y el cálculo (incluyendo el primer pago de intereses) se fijarán para cada Emisión y se indicará en el Título, en el Aviso o en el Suplemento correspondiente, según sea el caso.
Amortización	La amortización de las Emisiones de Corto Plazo serán de un solo pago en la fecha de vencimiento. La amortización de las Emisiones de Largo Plazo se llevará a cabo de la manera en que se indique en el Título, en el Aviso o en el Suplemento correspondiente, pudiendo contener una o mas amortizaciones de principal.
Garantía	Las Emisiones de Corto Plazo no tendrán garantía específica, es decir, serán quirografarias. Las Emisiones de Largo plazo podrán o no contar con garantía específica según se determine para cada caso en el Título, el Aviso de Oferta, Aviso de Colocación o el Suplemento correspondiente.
Destino de los Fondos	Sustitución de pasivos / usos corporativos generales
Intermediarios Colocadores	Actinver Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Casa de Bolsa Santander, S.A. de C.V. y Casa de Bolsa Banorte, S.A. de C.V.
Representante Común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por la Empresa.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Menor crecimiento en ventas.** Al cierre de 2025, Bepensa registró una disminución del 0.4% en su volumen de ventas, compensado parcialmente por un incremento en su precio promedio por unidad del 3.7%. Lo anterior se debió a una reducción de la demanda de bebidas azucaradas, como consecuencia del incremento en precios y de programas gubernamentales enfocados a desincentivar su consumo. Esto resultó en crecimiento del 3.3% en los ingresos totales durante 2025, es decir, 4.5% por debajo de nuestras proyecciones.
- **Disminución del FLE.** Como resultado del incremento de los requerimientos de capital de trabajo, el FLE de Bepensa resultó 16.8% por debajo de nuestras proyecciones y 10.1% por debajo del observado en 2024. Con relación a lo anterior, los requerimientos de capital de trabajo resultaron P\$461m mayores a los estimados debido principalmente a la disminución de provisiones. El FLE también se vio perjudicado por el incremento de la provisión de CAPEX de mantenimiento, debido al incremento de la propiedad, planta y equipo durante el periodo.
- **Mayor apalancamiento.** La deuda total de Bepensa al cierre del 4T25 fue de P\$5,825m, mientras que su deuda neta fue de P\$5,456m, es decir, una diferencia de P\$864m con respecto a lo proyectado durante la revisión anterior. Esta diferencia se debió a la adquisición de créditos por P\$1,109m que no se tenían contemplados, utilizados para el



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

financiamiento del CAPEX, que también resultó P\$842m por arriba de lo estimado. Como consecuencia observamos que el apalancamiento, medido como la razón de EBITDA a deuda neta, pasó de 2.6x para 2024 a 3.7x en 2025.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Expansión de las operaciones.** Estimamos que los ingresos de Bepensa reflejen una TMAC₂₅₋₂₈ de 6.2%, como resultado de inversiones en maquinaria y equipo, incrementos en precios de venta y una participación de mercado estable. Relacionado con lo anterior, estimamos que la Empresa mantenga un promedio anual de CAPEX de P\$1,440m durante el periodo 2026-2028.
- **Recuperación de márgenes operativos.** Como consecuencia de cambios en la mezcla de productos, estrategias de empaques, eficiencias operativas y administrativas, así como por el incremento en la utilización de la capacidad productiva, estimamos una recuperación de 119 puntos base (pbs) del margen EBITDA de Bepensa para 2028. Lo anterior sumado al incremento en ingresos resultaría en un aumento del 30.3% en el EBITDA de la Empresa durante 2025-2028.
- **Refinanciamiento de la deuda.** Proyectamos que la deuda total de Bepensa finalice 2028 en P\$5,466m y su deuda neta finalice en P\$3,944m, ya que consideramos que la Empresa lleve a cabo el refinanciamiento de sus emisiones BBPEN 21 y BBPEN 21-2, así como de créditos adicionales con vencimiento en el corto plazo. Como resultado esperamos que la Empresa posponga sus vencimientos a corto plazo, por lo que la métrica de DSCR alcanzarían niveles máximos durante 2026.

Factores adicionales considerados

- **Posición de mercado.** Bepensa cuenta con un portafolio diversificado en cinco tipos de bebidas y con 40 marcas, propiedad de The Coca Cola Company, lo que le permite tener una participación de mercado de alrededor del 75% en el sureste de México y del 40% en República Dominicana.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Disminución en márgenes.** Durante 2025, el Gobierno de México aprobó un incremento al impuesto Especial sobre Producción y Servicios sobre los refrescos de P\$1.64 por litro a P\$3.08 para 2026. Si esta medida resulta en una mayor afectación a los márgenes operativos de la Empresa y resulta en un DSCR con Caja promedio ponderado por debajo de 3.1x para 2026-2028, la calificación podría revisarse a la baja.
- **Mayor apalancamiento.** Para nuestro escenario base proyectamos que la Empresa realizará distribuciones de capital por P\$1,320m durante el periodo 2026-2028. Sin embargo, en un escenario en el que las distribuciones sean superiores a lo estimado y sean financiadas mediante el incremento de la deuda, la métrica de Años de Pago podría verse afectada. Si esta métrica finaliza con un promedio ponderado por arriba de 4.6 años, la calificación de Bepensa podría disminuir.
- **Aumento en el CAPEX.** En el caso de que la Empresa realice inversiones en activo fijo superiores a las estimadas en nuestro escenario base, esto podría requerir de deuda adicional a la estimada y, por lo tanto, resultar en el aumento del servicio de la deuda. Si esto no es compensado por un incremento en FLE y resulta en un DSCR promedio ponderado por debajo de 1.8x, la calificación podría revisarse a la baja.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Anexos – Glosario

Nota: Proyecciones realizadas durante la revisión anual de Bepensa Bebidas publicada el 29 de octubre de 2025, considerando la actualización de los anexos al 4T25 y el refinanciamiento de sus pasivos en 2026.

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

	2023	2024	Al Cierre		2027P	2028P
	2025	2026P				
ACTIVOS TOTALES	12,097	14,269	15,216	16,358	17,397	18,797
Activo Circulante	3,849	4,257	3,945	4,051	4,803	5,802
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	405	505	370	229	810	1,522
Cuentas por Cobrar a Clientes	1,042	1,182	1,211	1,295	1,326	1,421
Otras Cuentas por Cobrar Neto	739	364	170	181	186	199
Inventarios	1,219	1,491	1,464	1,565	1,647	1,765
Otros Activos Circulantes	443	716	730	781	836	896
Activos No Circulantes	8,249	10,012	11,271	12,307	12,594	12,994
Inversiones en Asociadas	572	706	1,399	1,409	1,419	1,430
Planta, Propiedad y Equipo	6,413	8,105	8,614	9,672	9,980	10,402
Activos Intangibles	756	741	762	729	697	664
Crédito Mercantil	527	527	527	527	527	527
Otros Intangibles	229	214	235	202	170	137
Impuestos Diferidos	410	370	365	365	365	365
Otros Activos No Circulantes	97	90	132	132	132	133
Otros Activos	8	10	10	11	11	12
Activos por Derecho de Uso	89	80	121	121	121	121
PASIVOS TOTALES	7,417	8,831	10,203	10,483	10,445	10,528
Pasivo Circulante	3,315	3,881	5,251	3,927	4,074	4,660
Pasivo con Costo	404	569	1,736	207	207	528
Proveedores	1,326	1,431	1,535	1,641	1,705	1,828
Impuestos por Pagar	198	131	121	122	123	124
Otros sin Costo	1,387	1,750	1,859	1,956	2,038	2,180
Cuentas por Pagar con Partes Relacionadas	258	207	365	391	418	448
Pasivo por Arrendamiento	21	15	31	31	31	31
Otros Pasivos	1,108	1,528	1,463	1,535	1,589	1,701
Pasivos no Circulantes	4,101	4,951	4,952	6,556	6,372	5,868
Pasivo con Costo	3,293	4,203	4,090	5,672	5,465	4,938
Impuestos Diferidos	142	137	192	192	192	192
Otros Pasivos No Circulantes	666	611	670	692	714	738
Pasivo por Arrendamiento	75	72	102	102	102	102
Beneficios de los Empleados	592	539	568	590	612	636
CAPITAL CONTABLE	4,680	5,437	5,013	5,875	6,952	8,269
Capital Contribuido	1,784	1,784	1,784	1,784	1,784	1,784
Utilidades Acumuladas y Otros	1,618	2,555	2,227	2,799	3,631	4,739
Utilidad del Ejercicio	1,279	1,099	1,003	1,292	1,537	1,747
Deuda Total	3,698	4,772	5,825	5,879	5,673	5,466
Deuda Neta	3,293	4,266	5,456	5,650	4,862	3,944
Días Cuentas por Cobrar	18	19	19	20	19	19
Días Inventario	41	43	45	46	45	45
Días Proveedores	46	43	46	48	46	46

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Año Calendario					
	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Ventas Totales	19,535	21,687	22,411	23,558	25,143	26,987
Costo de Ventas	10,218	11,395	11,841	12,584	13,431	14,416
Utilidad Bruta	9,317	10,291	10,570	10,974	11,712	12,571
Gastos de Operación	6,389	7,388	7,517	7,690	8,029	8,574
EBITDA	2,928	2,904	3,053	3,284	3,683	3,997
Depreciación y Amortización	697	781	920	1,024	1,106	1,143
Depreciación	646	728	857	959	1,041	1,078
Amortización de Intangibles	27	27	32	32	32	32
Amortización de Arrendamientos	24	26	30	33	33	33
Utilidad Operativa antes de Otros	2,231	2,123	2,133	2,260	2,576	2,853
Otros Ingresos y Gastos Netos	14	45	30	14	15	15
Utilidad Operativa después de Otros	2,244	2,167	2,162	2,274	2,591	2,868
Ingresos por Intereses	139	62	20	16	17	23
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	435	564	635	453	421	405
Intereses Pagados por Arrendamiento	9	3	0	0	0	0
Ingreso Financiero Neto	-296	-502	-614	-438	-405	-383
Resultado Cambiario	-159	-31	-14	-1	-1	-1
Resultado Integral de Financiamiento	-455	-533	-628	-439	-405	-383
Utilidad Después del RIF	1,789	1,634	1,534	1,836	2,186	2,485
Participación en Asociadas	25	31	10	10	10	10
Utilidad antes de Impuestos	1,805	1,662	1,544	1,846	2,196	2,495
Impuestos sobre la Utilidad	535	563	541	554	659	749
Impuestos Causados	536	573	404	554	659	749
Impuestos Diferidos	-2	-10	137	0	0	0
Utilidad Neta Consolidada	1,279	1,099	1,003	1,292	1,537	1,747
<i>Cifras UDM</i>						
Cambio en Ventas	118.3%	11.0%	3.3%	5.1%	6.7%	7.3%
Margen Bruto	47.7%	47.5%	47.2%	46.6%	46.6%	46.6%
Margen EBITDA	15.0%	13.4%	13.6%	13.9%	14.6%	14.8%
Tasa de Impuestos	29.6%	33.9%	35.1%	30.0%	30.0%	30.0%
Tasa Pasiva	13.0%	12.4%	11.5%	8.7%	10.0%	10.9%
Tasa Activa	12.2%	3.6%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Año Calendario					
	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN						
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	1,805	1,662	1,544	1,846	2,196	2,495
Estimaciones del Periodo	2	0	0	0	0	0
Otras Partidas	7	0	0	0	0	0
Partidas sin Impacto en el Efectivo	8	0	0	0	0	0
Depreciación	697	781	920	1,024	1,106	1,143
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-25	-31	-10	-10	-10	-10
Intereses a Favor	-139	-62	-20	-16	-17	-23
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	534	688	890	999	1,079	1,110
Intereses Devengados	435	564	635	453	421	405
Fluctuación Cambiaria	159	31	14	1	1	1
Intereses por Arrendamiento y Otros	9	3	0	0	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	603	598	648	454	422	406
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	2,950	2,948	3,082	3,298	3,697	4,012
Decremento (Incremento) en Clientes	-141	-139	-97	-84	-31	-95
Decremento (Incremento) en Inventarios	-53	-272	28	-101	-82	-118
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	8	-221	-53	-51	-55	-60
Incremento (Decremento) en Proveedores	118	104	104	106	64	123
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	381	479	-130	120	105	167
Capital de trabajo	312	-49	-148	-9	1	15
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-888	-586	-472	-554	-659	-749
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-576	-635	-620	-563	-658	-733
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	2,374	2,313	2,462	2,736	3,039	3,278
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN						
Inver. de acciones con carácter perm.	-45	-36	-578	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-1,835	-2,464	-1,907	-2,017	-1,349	-1,500
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	0	24	0	0	0
Inversión en Activos Intangibles	-30	-12	-57	0	0	0
Adquisición de Negocios	0	0	0	0	0	0
Disposición de Negocios	9	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	10	0	0	0	0
Intereses Cobrados	139	62	20	16	17	23
Decr. (Inc) anticipos/prest. a terceros	62	438	116	-12	-4	-13
Otros Activos	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-1,701	-2,002	-2,382	-2,013	-1,337	-1,491
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	673	310	80	723	1,702	1,788
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO						
Financiamientos Bancarios	13,581	17,062	21,986	3,500	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	-12,635	-16,057	-20,938	-3,447	-207	-207
Amortización de Otros Arrendamientos	-36	-33	-53	-33	-33	-33
Intereses Pagados	-435	-564	-635	-453	-421	-405
Intereses Pagados por Arrendamientos	-9	-3	-0	0	0	0
Otros	138	100	252	0	0	0
Financiamiento "Ajeno"	604	504	613	-433	-662	-646
Dividendos Pagados	-977	-815	-769	-430	-460	-430
Financiamiento "Propio"	-977	-815	-769	-430	-460	-430
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-373	-311	-156	-863	-1,122	-1,076
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	300	-0	-75	-140	581	712
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-197	100	-60	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	302	405	505	370	229	810
Efectivo y equiv. al final del Periodo	405	505	370	229	810	1,522
<i>Cifras UDM</i>						
CAPEX de Mantenimiento	-646	-728	-857	-959	-1,041	-1,078
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	1,485	1,659	1,492	1,744	1,965	2,167
Amortización de Deuda	12,635	16,057	20,938	3,447	207	207
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-12,635	-16,057	-20,938	-3,447	0	0
Amortización Neta	0	0	0	0	207	207
Intereses Netos Pagados	296	502	614	438	405	383
Servicio de la Deuda	296	502	614	438	612	590
DSCR	5.0	3.3	2.4	4.0	3.2	3.7
Caja Inicial Disponible	302	405	505	370	229	810
DSCR con Caja	6.0	4.1	3.3	4.8	3.6	5.0
Deuda Neta a FLE	2.2	2.6	3.7	3.2	2.5	1.8
Deuda Neta a EBITDA	1.1	1.5	1.8	1.7	1.3	1.0

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Nota: Proyecciones realizadas durante la revisión anual de Bepensa Bebidas publicada el 29 de octubre de 2025, considerando la actualización de los anexos al 4T25 y el refinanciamiento de sus pasivos en 2026.

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

	2023	2024	Al Cierre		2027P	2028P
	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
ACTIVOS TOTALES	12,097	14,269	15,216	16,150	16,989	17,441
Activo Circulante	3,849	4,257	3,945	3,842	4,395	4,447
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	405	505	370	202	532	182
Cuentas por Cobrar a Clientes	1,042	1,182	1,211	1,252	1,355	1,550
Otras Cuentas por Cobrar Neto	739	364	170	175	190	217
Inventarios	1,219	1,491	1,464	1,476	1,558	1,701
Otros Activos Circulantes	443	716	730	737	761	797
Activos No Circulantes	8,249	10,012	11,271	12,307	12,594	12,994
Inversiones en Asociadas	572	706	1,399	1,409	1,419	1,430
Planta, Propiedad y Equipo	6,413	8,105	8,614	9,672	9,980	10,402
Activos Intangibles	756	741	762	729	697	664
Crédito Mercantil	527	527	527	527	527	527
Otros Intangibles	229	214	235	202	170	137
Impuestos Diferidos	410	370	365	365	365	365
Otros Activos No Circulantes	97	90	132	132	132	133
Otros Activos	8	10	10	11	11	12
Activos por Derecho de Uso	89	80	121	121	121	121
PASIVOS TOTALES	7,417	8,831	10,203	10,706	11,072	10,984
Pasivo Circulante	3,315	3,881	5,251	3,799	3,851	4,269
Pasivo con Costo	404	569	1,736	207	207	528
Proveedores	1,326	1,431	1,535	1,548	1,566	1,569
Impuestos por Pagar	198	131	121	122	123	124
Otros sin Costo	1,387	1,750	1,859	1,921	1,956	2,049
Cuentas por Pagar con Partes Relacionadas	258	207	365	368	380	398
Pasivo por Arrendamiento	21	15	31	31	31	31
Otros Pasivos	1,108	1,528	1,463	1,521	1,544	1,619
Pasivos no Circulantes	4,101	4,951	4,952	6,907	7,220	6,714
Pasivo con Costo	3,293	4,203	4,090	6,024	6,317	5,790
Impuestos Diferidos	142	137	192	192	192	192
Otros Pasivos No Circulantes	666	611	670	691	711	732
Pasivo por Arrendamiento	75	72	102	102	102	102
Beneficios de los Empleados	592	539	568	589	609	630
CAPITAL CONTABLE	4,680	5,437	5,013	5,443	5,918	6,457
Capital Contribuido	1,784	1,784	1,784	1,784	1,784	1,784
Utilidades Acumuladas y Otros	1,618	2,555	2,227	2,799	3,200	3,704
Utilidad del Ejercicio	1,279	1,099	1,003	860	934	970
Deuda Total	3,698	4,772	5,825	6,231	6,524	6,318
Deuda Neta	3,293	4,266	5,456	6,029	5,993	6,136
Días Cuentas por Cobrar	18	19	19	20	22	24
Días Inventario	41	43	45	46	47	49
Días Proveedores	46	43	46	48	47	45

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Año Calendario					
	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Ventas Totales	19,535	21,687	22,411	21,881	22,463	23,408
Costo de Ventas	10,218	11,395	11,841	11,688	11,999	12,504
Utilidad Bruta	9,317	10,291	10,570	10,193	10,464	10,904
Gastos de Operación	6,389	7,388	7,517	7,504	7,573	7,931
EBITDA	2,928	2,904	3,053	2,689	2,890	2,973
Depreciación y Amortización	697	781	920	1,024	1,106	1,143
Depreciación	646	728	857	959	1,041	1,078
Amortización de Intangibles	27	27	32	32	32	32
Amortización de Arrendamientos	24	26	30	33	33	33
Utilidad Operativa antes de Otros	2,231	2,123	2,133	1,665	1,784	1,829
Otros Ingresos y Gastos Netos	14	45	30	14	15	15
Utilidad Operativa después de Otros	2,244	2,167	2,162	1,679	1,799	1,844
Ingresos por Intereses	139	62	20	14	15	17
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	435	564	635	475	489	485
Intereses Pagados por Arrendamiento	9	3	0	0	0	0
Ingreso Financiero Neto	-296	-502	-614	-461	-474	-468
Resultado Cambiario	-159	-31	-14	1	-1	-1
Resultado Integral de Financiamiento	-455	-533	-628	-460	-474	-469
Utilidad Después del RIF	1,789	1,634	1,534	1,219	1,325	1,375
Participación en Asociadas	25	31	10	10	10	10
Utilidad antes de Impuestos	1,805	1,662	1,544	1,229	1,335	1,385
Impuestos sobre la Utilidad	535	563	541	369	400	416
Impuestos Causados	536	573	404	369	400	416
Impuestos Diferidos	-2	-10	137	0	0	0
Utilidad Neta Consolidada	1,279	1,099	1,003	860	934	970
<i>Cifras UDM</i>						
Cambio en Ventas	118.3%	11.0%	3.3%	-2.4%	2.7%	4.2%
Margen Bruto	47.7%	47.5%	47.2%	46.6%	46.6%	46.6%
Margen EBITDA	15.0%	13.4%	13.6%	12.3%	12.9%	12.7%
Tasa de Impuestos	29.6%	33.9%	35.1%	30.0%	30.0%	30.0%
Tasa Pasiva	13.0%	12.4%	11.5%	9.1%	11.6%	13.0%
Tasa Activa	12.2%	3.6%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Año Calendario					
	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN						
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	1,805	1,662	1,544	1,229	1,335	1,385
Estimaciones del Periodo	2	0	0	0	0	0
Otras Partidas	7	0	0	0	0	0
Partidas sin Impacto en el Efectivo	8	0	0	0	0	0
Depreciación	697	781	920	1,024	1,106	1,143
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-25	-31	-10	-10	-10	-10
Intereses a Favor	-139	-62	-20	-14	-15	-17
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	534	688	890	1,000	1,081	1,116
Intereses Devengados	435	564	635	475	489	485
Fluctuación Cambiaria	159	31	14	-1	1	1
Intereses por Arrendamiento y Otros	9	3	0	0	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	603	598	648	474	489	486
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	2,950	2,948	3,082	2,703	2,905	2,987
Decremento (Incremento) en Clientes	-141	-139	-97	-41	-103	-195
Decremento (Incremento) en Inventarios	-53	-272	28	-13	-82	-143
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	8	-221	-53	-7	-24	-36
Incremento (Decremento) en Proveedores	118	104	104	13	17	3
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	381	479	-130	84	55	115
Capital de trabajo	312	-49	-148	37	-137	-255
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-888	-586	-472	-369	-400	-416
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-576	-635	-620	-331	-538	-671
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	2,374	2,313	2,462	2,372	2,367	2,316
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN						
Inver. de acciones con carácter perm.	-45	-36	-578	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-1,835	-2,464	-1,907	-2,017	-1,349	-1,500
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	0	24	0	0	0
Inversión en Activos Intangibles	-30	-12	-57	0	0	0
Adquisición de Negocios	0	0	0	0	0	0
Disposición de Negocios	9	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	10	0	0	0	0
Intereses Cobrados	139	62	20	14	15	17
Decr. (Inc) anticipos/prest. a terceros	62	438	116	-6	-14	-27
Otros Activos	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-1,701	-2,002	-2,382	-2,009	-1,349	-1,510
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	673	310	80	363	1,019	806
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO						
Financiamientos Bancarios	13,581	17,062	21,986	3,853	500	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	-12,635	-16,057	-20,938	-3,447	-207	-207
Amortización de Otros Arrendamientos	-36	-33	-53	-33	-33	-33
Intereses Pagados	-435	-564	-635	-475	-489	-485
Intereses Pagados por Arrendamientos	-9	-3	-0	0	0	0
Otros	138	100	252	0	0	0
Financiamiento "Ajeno"	604	504	613	-101	-229	-726
Dividendos Pagados	-977	-815	-769	-430	-460	-430
Financiamiento "Propio"	-977	-815	-769	-430	-460	-430
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-373	-311	-156	-531	-689	-1,156
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	300	-0	-75	-168	330	-350
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-197	100	-60	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	302	405	505	370	202	532
Efectivo y equiv. al final del Periodo	405	505	370	202	532	182
Cifras UDM						
CAPEX de Mantenimiento	-646	-728	-857	-959	-1,041	-1,078
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	1,485	1,659	1,492	1,380	1,294	1,205
Amortización de Deuda	12,635	16,057	20,938	3,447	207	207
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-12,635	-16,057	-20,938	-3,447	0	0
Amortización Neta	0	0	0	0	207	207
Intereses Netos Pagados	296	502	614	461	474	468
Servicio de la Deuda	296	502	614	461	681	676
DSCR	5.0	3.3	2.4	3.0	1.9	1.8
Caja Inicial Disponible	302	405	505	370	202	532
DSCR con Caja	6.0	4.1	3.3	3.8	2.2	2.6
Deuda Neta a FLE	2.2	2.6	3.7	4.4	4.6	5.1
Deuda Neta a EBITDA	1.1	1.5	1.8	2.2	2.1	2.1

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



@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 Corporativo, febrero 2024.
Calificación anterior	Programa Dual CP: HR1
Fecha de última acción de calificación	29 de octubre de 2025
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T22-4T25
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información trimestral pública y cierres anuales dictaminados por EY.
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 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, 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 varían entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS