

Junio 2025

HR2

Septiembre 2025

HR2

Octubre 2026

HR2



Elizabeth Martínez

Directora Asociada de Corporativos / ABS
Analista Responsable
elizabeth.martinez@hrratings.com



Alfredo Reyes

Analista
alfredo.reyes@hrratings.com



Pablo Franco

Analista Sr.
pablo.franco@hrratings.com



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos / ABS
heinz.cederborg@hrratings.com

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

La ratificación de la calificación para la Porción Circulante del Programa Dual de Certificados Bursátiles (CEBURS) de Minera Frisco (MFRISCO y/o la Empresa) se fundamenta en la mejora de sus niveles de apalancamiento, resultado de las amortizaciones anticipadas realizadas con recursos propios y de una generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) superior a la esperada. La deuda total se redujo de P\$14,169 millones (m) al cierre del 2025 a P\$9,740m en el 2T26, mientras que los Años de Pago disminuyeron de 2.6 años al cierre del 2025 a 0.9 años en el 2T26. Lo anterior fue posible gracias a un FLE Últimos Doce Meses (UDM) de P\$9,491m al 2T26 (vs. P\$5,318m en nuestro escenario base), impulsado por los niveles de precios de los metales y por una mayor molienda tras la reactivación de unidades que se encontraban en exploración. Para el periodo proyectado, esperamos un FLE promedio de P\$6,793m anuales para 2026-2028, que permitiría a la Empresa cubrir la totalidad de sus vencimientos (P\$2,000m en noviembre de 2026 y cerca de P\$5,900m en agosto de 2027), con la contratación de nuevo financiamiento por P\$600m para preservar niveles adecuados de caja. Lo anterior se traduciría en un DSCR de 1.4x en 2026 y de 1.1x en 2027 (1.5x y 1.3x considerando la caja inicial), con Años de Pago promedio ponderado cercanos a cero (vs. 2.2 años esperados en nuestra revisión anterior).

Cabe señalar que la calificación incorpora un ajuste negativo adicional por la volatilidad en los precios de los metales, que actualmente se ubican en máximos históricos como resultado de factores macroeconómicos atípicos, como las tensiones geopolíticas y el ciclo de incremento de tasas en Estados Unidos. Lo anterior, eleva el riesgo de una corrección abrupta que presionaría la generación de FLE. Finalmente, la calificación mantiene un ajuste positivo por factores ASG, en particular de gobernanza, por el respaldo que recibe la Empresa de sus accionistas y partes relacionadas.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

Características Programa Dual

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

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

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Ingresos Totales.** Al 2T26, los ingresos acumulados sumaron P\$12,372m, un incremento de 97.4% frente al 2T25 (P\$6,269m) y 74.7% por encima de nuestro escenario base (P\$7,084m). El crecimiento se explica principalmente por el alza en los precios promedio de venta de la plata (+140.8%), el oro (+52.9%) y el cobre (+28.7%), así como por una molienda 70.8% mayor, ante la reanudación del minado en El Coronel que aportó 1.8m ton en el semestre.
- **Generación de FLE.** Al 2T26, el FLE acumulado fue de P\$5,982m, más de tres veces el registrado al 2T25 (P\$1,660m) y 145.4% por encima de nuestro escenario base (P\$2,438m). Lo anterior debido principalmente a los mejores resultados operativos, los cuales compensaron los requerimientos de capital de trabajo por P\$715m registrados al 2T26, asociados principalmente al incremento en cuentas por cobrar, así como el pago de impuestos por P\$1,164m.
- **Niveles de Deuda.** Al 2T26, la deuda total y la deuda neta se ubicaron en P\$9,740m y P\$8,253m, reducciones de 42.5% y 46.9% frente al 2T25, y 25.4% y 30.8% por debajo de nuestro escenario base, respectivamente. Lo anterior obedece a amortizaciones anticipadas con recursos propios, entre ellas la liquidación de la totalidad de su deuda en dólares con Banco Inbursa y prepagos de MFRISCO00125 y MFRISCO 24-2.



Expectativas para periodos futuros

- **Ingresos y Tonelaje Procesado.** Esperamos que los ingresos alcancen su máximo en 2026 (P\$24,274m) y que, a partir de 2027, se corrijan conforme se materialice la baja esperada en los precios de los metales, para cerrar 2028 en P\$12,885m (TMAC 2025-2028 de -2.9%). En cuanto a la molienda, anticipamos una moderación respecto al ritmo de 2026, ante una explotación más selectiva de sus reservas, parcialmente compensada por la aportación de las minas María y San Felipe, reactivadas en 2026.
- **Niveles de Deuda.** En nuestro escenario base, esperamos que MFRISCO cubra la totalidad de sus vencimientos principalmente con una generación de FLE, distribuidos de la siguiente manera: el crédito de corto plazo con Banco Inbursa por P\$2,000m en noviembre de 2026 y, en agosto de 2027, el saldo de MFRISCO 24-3 (P\$2,813m) y el crédito en dólares (US\$176m). Adicionalmente, consideramos nuevo financiamiento por P\$600m entre 2026 y 2027 para preservar su nivel de caja, con lo que la deuda total cerraría 2026 en P\$6,188m y se ubicaría en P\$600m en 2027 y 2028.

Factores adicionales considerados

- **Factores de Gobernanza Superior.** Consideramos el respaldo de Grupo Financiero Inbursa, parte relacionada de la Empresa, que se ha reflejado en el acceso a financiamiento para atender sus vencimientos, como el crédito de corto plazo por P\$2,000m y el crédito en dólares por US\$176m contratados en 2026, así como el apoyo estratégico de Grupo Carso. La calificación mantiene un ajuste positivo por este factor.
- **Volatilidad en el precio de los metales.** Los metales que comercializa la Empresa cotizan en dólares en mercados internacionales y se ubican en máximos históricos. Este comportamiento responde a factores macroeconómicos atípicos, como las tensiones geopolíticas derivadas del conflicto en Medio Oriente, el ciclo de incrementos de tasas de la Reserva Federal y la presión sobre el dólar, lo que eleva el riesgo de una corrección abrupta. Por ello, la calificación incorpora un ajuste negativo adicional respecto a nuestra revisión anterior.

Factores que podrían subir la calificación

- **Mayores resultados operativos y generación de FLE.** Si los precios de los metales se mantienen en niveles elevados por un periodo más prolongado que el esperado y la Empresa demuestra la sostenibilidad de su generación de FLE, con un DSCR y DSCR con Caja promedio ponderados por encima de 1.9x y 3.0x para 2026-2028, la calificación podría revisarse al alza.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Mayores niveles de Años de Pago.** Si la Empresa recurre a mayor endeudamiento ante una menor generación de FLE, con Años de Pago promedio ponderado por encima de 4.4 años (vs. niveles cercanos a cero en nuestro escenario base), la calificación podría revisarse a la baja.
- **Capacidad de refinanciamiento.** Al 2T26, la totalidad de la deuda de la Empresa vence en lo que resta del 2026 y durante 2027. En caso de que la Empresa pierda el respaldo de Grupo Financiero Inbursa o deba refinanciar sus vencimientos en condiciones desfavorables, la calificación podría verse afectada.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- **Menores resultados operativos y generación de FLE.** Si una corrección en los precios de los metales más pronunciada que la esperada deteriore la generación de FLE, con un DSCR y un DSCR con Caja promedio ponderado por debajo de 0.7x y 1.1x para 2026-2028, la calificación podría revisarse a la baja.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Al cierre						
	2024*	2025*	2026F	2027F	2028F	2T25	2T26
ACTIVOS TOTALES	32,895	28,397	28,486	27,927	29,591	30,498	27,970
Activo Circulante	5,538	5,018	7,105	7,134	9,610	5,480	6,403
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,483	925	1,072	1,211	4,120	1,425	1,487
Cuentas por Cobrar a Clientes	950	1,324	2,372	2,054	1,946	1,055	2,128
Otras Cuentas por Cobrar Neto	33	42	31	23	16	35	21
Inventarios	2,538	2,242	2,809	3,233	3,091	2,318	2,197
Pago Anticipados y Otros Activos Circulantes	302	234	522	390	277	327	362
Impuestos por Recuperar	233	251	299	223	159	320	207
Activos No Circulantes	27,357	23,379	21,381	20,792	19,981	25,018	21,567
Planta, Propiedad y Equipo	15,502	13,505	13,045	12,713	12,158	13,996	13,103
Activos Intangibles	5,266	3,999	3,400	3,143	2,886	4,659	3,528
Inversiones en Concesiones	950	419	309	258	206	859	335
Desarrollo de mina, software y licencias	4,316	3,580	3,091	2,885	2,680	3,800	3,193
Impuestos Diferidos	6,588	5,874	4,936	4,936	4,936	6,363	4,936
PASIVOS TOTALES	24,451	21,449	13,975	8,159	7,814	23,218	17,845
Pasivo Circulante	10,439	11,415	9,917	4,262	4,105	9,247	7,695
Pasivo con Costo	7,877	8,169	5,888	0	0	6,954	3,740
Proveedores	549	930	936	1,046	835	719	969
Otros sin Costo	2,013	2,317	3,093	3,216	3,270	1,574	2,986
Otros Pasivos Circulantes	2,013	2,317	3,093	3,216	3,270	1,574	2,986
Pasivos no Circulantes	14,013	10,034	4,058	3,897	3,709	13,971	10,150
Pasivo con Costo	10,000	6,000	300	600	600	10,000	6,000
Impuestos Diferidos	1,875	1,555	1,276	811	619	1,830	1,665
Otros Pasivos No Circulantes	2,138	2,479	2,483	2,486	2,490	2,141	2,485
Provisión por remediación del medio ambiente	2,066	2,387	2,387	2,387	2,387	2,066	2,387
Beneficio a empleados y Otros	72	92	96	100	103	75	98
CAPITAL CONTABLE	8,444	6,947	14,511	19,767	21,777	7,280	10,126
Minoritario	984	785	1,106	1,378	1,490	939	878
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	908	673	753	753	753	893	753
Utilidad del Ejercicio	76	113	352	624	737	46	124
Mayoritario	7,460	6,162	13,406	18,390	20,287	6,341	9,248
Capital Contribuido	177	177	177	177	177	177	177
Utilidades Acumuladas y Otros	8,222	4,430	5,286	13,063	17,984	5,550	5,447
Utilidad del Ejercicio	-939	1,555	7,943	5,150	2,127	614	3,625
Deuda Total	17,877	14,169	6,188	600	600	16,954	9,740
Deuda Neta	16,393	13,243	5,115	-611	-3,520	15,528	8,253
Días Cuentas por Cobrar	34	28	30	31	31	30	28
Días Inventario	193	160	131	130	130	182	135
Días Proveedores	45	53	53	52	52	45	55

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte. Proyecciones comienzan en 3T26.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Años Calendario					Acumulado	
	2024*	2025*	2026F	2027F	2028F	2T25	2T26
Ventas Totales	10,459	14,056	24,274	18,131	12,885	6,269	12,372
Costo de Ventas	4,470	5,217	6,341	6,466	5,851	2,544	3,277
Utilidad Bruta	5,989	8,839	17,933	11,665	7,034	3,725	9,095
Gastos de Operación	1,024	1,080	1,279	1,085	1,156	555	520
EBITDA	4,965	7,759	16,653	10,581	5,878	3,170	8,575
Depreciación y Amortización	2,107	1,996	1,768	1,496	1,456	1,022	1,012
Depreciación	1,279	1,327	1,287	1,239	1,199	675	659
Amortización de Intangibles	828	669	481	257	257	347	353
Utilidad Operativa antes de Otros	2,859	5,763	14,885	9,085	4,422	2,148	7,563
Otros Ingresos y Gastos Netos	-725	-795	-1,340	-1,107	-1,269	-288	-846
Utilidad Operativa después de Otros	2,133	4,968	13,545	7,978	3,153	1,860	6,717
Ingresos por Intereses	101	55	57	80	92	33	27
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	1,820	1,442	882	312	46	762	519
Otros Gastos Financieros	27	221	0	0	0	0	0
Pérdida por Cambio en Valor de Derivados	176	242	0	0	0	20	0
Ingreso Financiero Neto	-1,922	-1,850	-825	-232	46	-749	-492
Resultado Cambiario	-965	426	58	0	0	315	58
Resultado Integral de Financiamiento	-2,887	-1,424	-768	-232	46	-434	-434
Utilidad antes de Impuestos	-754	3,544	12,777	7,746	3,199	1,426	6,283
Impuestos sobre la Utilidad	109	1,877	4,482	2,324	960	766	2,533
Impuestos Causados	896	1,418	3,825	2,788	1,152	531	1,487
Impuestos Diferidos	-787	459	656	-465	-192	235	1,046
Utilidad Neta Consolidada	-863	1,668	8,296	5,422	2,239	660	3,749
Participación minoritaria en la utilidad	76	113	352	272	112	46	124
Participación mayoritaria en la utilidad	-939	1,555	7,943	5,150	2,127	614	3,625
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
Cambio en Ventas	19.4%	34.4%	72.7%	-25.3%	-28.9%	39.2%	69.0%
Margen Bruto	57.3%	62.9%	73.9%	64.3%	54.6%	59.1%	70.5%
Margen EBITDA	47.5%	55.2%	68.6%	58.4%	45.6%	50.1%	65.3%
Tasa de Impuestos	-14.4%	53.0%	35.1%	30.0%	30.0%	71.2%	43.4%
Tasa Pasiva	9.6%	8.7%	8.7%	8.0%	7.6%	9.0%	8.6%
Tasa Activa	3.6%	2.3%	1.8%	1.7%	1.6%	3.2%	1.8%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte. Proyecciones comienzan en 3T26.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Años Calendario					Acumulado	
	2024*	2025*	2026F	2027F	2028F	2T25	2T26
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-754	3,544	12,777	7,746	3,199	1,426	6,283
Provisiones del Periodo	-66	85	301	0	0	89	301
Partidas sin Impacto en el Efectivo	-66	85	301	0	0	89	301
Depreciación	1,279	1,327	1,287	1,239	1,199	675	659
Amortización de Intangibles	828	669	481	257	257	347	353
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	-85	-0	-5	0	0	-0	-5
Intereses a Favor	-101	-55	-57	-80	-92	-33	-27
Fluctuación Cambiaria	1,301	-427	-49	0	0	-335	-49
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	3,221	1,514	1,658	1,415	1,364	654	932
Intereses Devengados	1,820	1,442	882	312	46	762	519
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	1,820	1,442	882	312	46	762	519
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	4,222	6,585	15,619	9,473	4,608	2,931	8,034
Decremento (Incremento) en Clientes	78	-373	-1,049	318	108	-105	-804
Decremento (Incremento) en Inventarios	46	8	-616	-424	141	44	-5
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	172	40	-286	216	184	-30	-25
Incremento (Decremento) en Proveedores	-5	381	6	110	-211	170	39
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	184	326	186	127	57	-88	80
Capital de trabajo	474	382	-1,759	347	280	-9	-715
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-200	-1,538	-3,502	-2,788	-1,152	-1,144	-1,164
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	274	-1,156	-5,261	-2,442	-872	-1,153	-1,878
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	4,496	5,429	10,358	7,031	3,736	1,778	6,156
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-558	-966	-1,214	-907	-644	-439	-644
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	27	8	7	0	0	1	7
Intereses Cobrados	101	55	57	80	92	33	27
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-452	-1,138	-1,165	-826	-553	-406	-624
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	4,044	4,291	9,193	6,205	3,184	1,372	5,532
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	1,234	3,659	5,375	300	0	5,040	2,000
Amortización de Financiamientos Bancarios	-3,540	-7,085	-13,335	-5,888	0	-5,717	-6,408
Intereses Pagados	-1,638	-1,262	-925	-312	-46	-752	-562
Financiamiento "Ajeno"	-3,945	-4,689	-8,885	-5,900	-46	-1,430	-4,970
Dividendos Pagados	-123	-161	-161	-166	-230	0	0
Financiamiento "Propio"	-123	-161	-161	-166	-230	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-4,068	-4,849	-9,046	-6,066	-275	-1,430	-4,970
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-24	-558	147	139	2,909	-58	562
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	1,507	1,483	925	1,072	1,211	1,483	925
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,483	925	1,072	1,211	4,120	1,425	1,487
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
CAPEX de Mantenimiento	-151	-261	-328	-245	-174	-207	-316
Flujo Libre de Efectivo	4,345	5,169	10,030	6,787	3,562	4,091	9,491
Amortización de Deuda	3,540	7,085	13,335	5,888	0	9,257	7,776
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-3,540	-4,989	-6,927	0	0	-6,183	-5,600
Amortización Neta	0	2,097	6,408	5,888	0	3,074	2,176
Intereses Netos Pagados	1,538	1,207	868	232	-46	1,339	1,022
Servicio de la Deuda	1,538	3,304	7,276	6,120	-46	4,413	3,199
DSCR	2.8	1.6	1.4	1.1	-77.4	0.9	3.0
Caja Inicial Disponible	1,507	1,483	925	1,072	1,211	2,429	1,425
DSCR con Caja	3.8	2.0	1.5	1.3	-103.7	1.5	3.4
Deuda Neta a FLE	3.8	2.6	0.5	-0.1	-1.0	3.8	0.9
Deuda Neta a EBITDA	3.3	1.7	0.3	-0.1	-0.6	2.6	0.6

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte. Proyecciones comienzan en 3T26.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Al cierre						
	2024*	2025*	2026F	2027F	2028F	2T25	2T26
ACTIVOS TOTALES	32,895	28,397	31,611	28,677	27,052	30,498	27,970
Activo Circulante	5,538	5,018	10,388	8,487	7,949	5,480	6,403
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,483	925	490	967	1,006	1,425	1,487
Cuentas por Cobrar a Clientes	950	1,324	2,515	3,364	3,791	1,055	2,128
Otras Cuentas por Cobrar Neto	33	42	27	11	8	35	21
Inventarios	2,538	2,242	6,645	3,855	2,941	2,318	2,197
Pago Anticipados y Otros Activos Circulantes	302	234	453	185	129	327	362
Impuestos por Recuperar	233	251	259	106	74	320	207
Activos No Circulantes	27,357	23,379	21,222	20,189	19,102	25,018	21,567
Planta, Propiedad y Equipo	15,502	13,505	12,886	12,110	11,280	13,996	13,103
Activos Intangibles	5,266	3,999	3,400	3,143	2,886	4,659	3,528
Inversiones en Concesiones	950	419	309	258	206	859	335
Desarrollo de mina, software y licencias	4,316	3,580	3,091	2,885	2,680	3,800	3,193
Impuestos Diferidos	6,588	5,874	4,936	4,936	4,936	6,363	4,936
PASIVOS TOTALES	24,451	21,449	20,517	17,774	17,376	23,218	17,845
Pasivo Circulante	10,439	11,415	10,466	2,717	2,230	9,247	7,695
Pasivo con Costo	7,877	8,169	5,888	0	0	6,954	3,740
Proveedores	549	930	1,812	848	346	719	969
Otros sin Costo	2,013	2,317	2,766	1,869	1,884	1,574	2,986
Otros Pasivos Circulantes	2,013	2,317	2,766	1,869	1,884	1,574	2,986
Pasivos no Circulantes	14,013	10,034	10,051	15,057	15,146	13,971	10,150
Pasivo con Costo	10,000	6,000	6,000	11,000	11,000	10,000	6,000
Impuestos Diferidos	1,875	1,555	1,568	1,571	1,656	1,830	1,665
Otros Pasivos No Circulantes	2,138	2,479	2,483	2,486	2,490	2,141	2,485
Provisión por remediación del medio ambiente	2,066	2,387	2,387	2,387	2,387	2,066	2,387
Beneficio a empleados y Otros	72	92	96	100	103	75	98
CAPITAL CONTABLE	8,444	6,947	11,094	10,903	9,676	7,280	10,126
Minoritario	984	785	934	933	883	939	878
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	908	673	753	753	753	893	753
Utilidad del Ejercicio	76	113	181	180	130	46	124
Mayoritario	7,460	6,162	10,160	9,970	8,793	6,341	9,248
Capital Contribuido	177	177	177	177	177	177	177
Utilidades Acumuladas y Otros	8,222	4,430	5,286	9,817	9,564	5,550	5,447
Utilidad del Ejercicio	-939	1,555	4,697	-24	-948	614	3,625
Deuda Total	17,877	14,169	11,888	11,000	11,000	16,954	9,740
Deuda Neta	16,393	13,243	11,398	10,033	9,994	15,528	8,253
Días Cuentas por Cobrar	34	28	33	140	161	30	28
Días Inventario	193	160	149	225	227	182	135
Días Proveedores	45	53	53	48	36	45	55

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte. Proyecciones comienzan en 3T26.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Años Calendario					Acumulado	
	2024*	2025*	2026F	2027F	2028F	2T25	2T26
Ventas Totales	10,459	14,056	21,057	8,621	6,013	6,269	12,372
Costo de Ventas	4,470	5,217	8,191	3,990	3,089	2,544	3,277
Utilidad Bruta	5,989	8,839	12,866	4,631	2,923	3,725	9,095
Gastos de Operación	1,024	1,080	1,074	1,318	920	555	520
EBITDA	4,965	7,759	11,793	3,313	2,003	3,170	8,575
Depreciación y Amortización	2,107	1,996	1,766	1,464	1,388	1,022	1,012
Depreciación	1,279	1,327	1,285	1,207	1,131	675	659
Amortización de Intangibles	828	669	481	257	257	347	353
Utilidad Operativa antes de Otros	2,859	5,763	10,026	1,849	616	2,148	7,563
Otros Ingresos y Gastos Netos	-725	-795	-1,340	-1,107	-1,269	-288	-846
Utilidad Operativa después de Otros	2,133	4,968	8,686	742	-654	1,860	6,717
Ingresos por Intereses	101	55	56	98	131	33	27
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	1,820	1,442	904	876	902	762	519
Otros Gastos Financieros	27	221	0	0	0	0	0
Pérdida por Cambio en Valor de Derivados	176	242	0	0	0	20	0
Ingreso Financiero Neto	-1,922	-1,850	-849	-778	-772	-749	-492
Resultado Cambiario	-965	426	58	0	0	315	58
Resultado Integral de Financiamiento	-2,887	-1,424	-791	-778	-772	-434	-434
Utilidad antes de Impuestos	-754	3,544	7,895	-36	-1,425	1,426	6,283
Impuestos sobre la Utilidad	109	1,877	3,017	-11	-428	766	2,533
Impuestos Causados	896	1,418	2,068	-13	-513	531	1,487
Impuestos Diferidos	-787	459	949	2	86	235	1,046
Utilidad Neta Consolidada	-863	1,668	4,878	-25	-998	660	3,749
Participación minoritaria en la utilidad	76	113	181	-1	-50	46	124
Participación mayoritaria en la utilidad	-939	1,555	4,697	-24	-948	614	3,625
<i>Cifras UDM</i>						<i>Cifras UDM</i>	
Cambio en Ventas	19.4%	34.4%	49.8%	-59.1%	-30.3%	39.2%	69.0%
Margen Bruto	57.3%	62.9%	61.1%	53.7%	48.6%	59.1%	70.5%
Margen EBITDA	47.5%	55.2%	56.0%	38.4%	33.3%	50.1%	65.3%
Tasa de Impuestos	-14.4%	53.0%	38.2%	30.0%	30.0%	71.2%	43.4%
Tasa Pasiva	9.6%	8.7%	8.0%	7.9%	8.2%	9.0%	8.6%
Tasa Activa	3.6%	2.3%	1.9%	1.9%	2.3%	3.2%	1.8%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte. Proyecciones comienzan en 3T26.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Años Calendario					Acumulado	
	2024*	2025*	2026F	2027F	2028F	2T25	2T26
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	-754	3,544	7,895	-36	-1,425	1,426	6,283
Provisiones del Periodo	-66	85	301	0	0	89	301
Partidas sin Impacto en el Efectivo	-66	85	301	0	0	89	301
Depreciación	1,279	1,327	1,285	1,207	1,131	675	659
Amortización de Intangibles	828	669	481	257	257	347	353
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	-85	-0	-5	0	0	-0	-5
Intereses a Favor	-101	-55	-56	-98	-131	-33	-27
Fluctuación Cambiaria	1,301	-427	-49	0	0	-335	-49
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	3,221	1,514	1,658	1,366	1,257	654	932
Intereses Devengados	1,820	1,442	904	876	902	762	519
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	1,820	1,442	904	876	902	762	519
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	4,222	6,585	10,758	2,206	734	2,931	8,034
Decremento (Incremento) en Clientes	78	-373	-1,192	-849	-428	-105	-804
Decremento (Incremento) en Inventarios	46	8	-4,452	2,790	914	44	-5
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	172	40	-173	436	92	-30	-25
Incremento (Decremento) en Proveedores	-5	381	882	-964	-502	170	39
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	184	326	-141	-893	19	-88	80
Capital de trabajo	474	382	-5,076	521	94	-9	-715
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-200	-1,538	-1,744	13	513	-1,144	-1,164
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	274	-1,156	-6,820	534	607	-1,153	-1,878
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	4,496	5,429	3,938	2,739	1,341	1,778	6,156
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-558	-966	-1,053	-431	-301	-439	-644
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	27	8	7	0	0	1	7
Intereses Cobrados	101	55	56	98	131	33	27
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-452	-1,138	-1,005	-333	-170	-406	-624
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	4,044	4,291	2,932	2,407	1,171	1,372	5,532
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	1,234	3,659	11,075	5,000	0	5,040	2,000
Amortización de Financiamientos Bancarios	-3,540	-7,085	-13,335	-5,888	0	-5,717	-6,408
Intereses Pagados	-1,638	-1,262	-947	-876	-902	-752	-562
Financiamiento "Ajeno"	-3,945	-4,689	-3,207	-1,764	-902	-1,430	-4,970
Dividendos Pagados	-123	-161	-161	-166	-230	0	0
Financiamiento "Propio"	-123	-161	-161	-166	-230	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-4,068	-4,849	-3,368	-1,930	-1,132	-1,430	-4,970
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-24	-558	-436	477	39	-58	562
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	1,507	1,483	925	490	967	1,483	925
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,483	925	490	967	1,006	1,425	1,487
<i>Cifras UDM</i>					<i>Cifras UDM</i>		
CAPEX de Mantenimiento	-151	-261	-284	-116	-81	-207	-316
Flujo Libre de Efectivo	4,345	5,169	3,653	2,623	1,260	4,091	9,491
Amortización de Deuda	3,540	7,085	13,335	5,888	0	9,257	7,776
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-3,540	-4,989	-6,927	0	0	-6,183	-5,600
Amortización Neta	0	2,097	6,408	5,888	0	3,074	2,176
Intereses Netos Pagados	1,538	1,207	891	778	772	1,339	1,022
Servicio de la Deuda	1,538	3,304	7,299	6,665	772	4,413	3,199
DSCR	2.8	1.6	0.5	0.4	1.6	0.9	3.0
Caja Inicial Disponible	1,507	1,483	925	490	967	2,429	1,425
DSCR con Caja	3.8	2.0	0.6	0.5	2.9	1.5	3.4
Deuda Neta a FLE	3.8	2.6	3.1	3.8	7.9	3.8	0.9
Deuda Neta a EBITDA	3.3	1.7	1.0	3.0	5.0	2.6	0.6

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte. Proyecciones comienzan en 3T26.



@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%
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%.

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: HR2
Fecha de última acción de calificación	30 de septiembre de 2025
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T23-2T26
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por la Empresa y estados financieros dictaminados anuales por Deloitte.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores (en su caso)	n.a.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

*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 certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA). HR Ratings LLC se encuentra 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("HR Ratings").

**Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/

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 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