

Calificación

Grupo Vasconia **HR A+**
Perspectiva **Estable**

Contactos

María José Arce
Analista
mariajose.arce@hrratings.com

Luis Roberto Quintero
Director de Deuda Corporativa / ABS
luis.quintero@hrratings.com

Evolución de la Calificación Crediticia

Perspectiva
Estable

HR A+
2015

Fuente: HR Ratings.

Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para Grupo Vasconia es de HR A+ con Perspectiva Estable. Esto significa que el emisor o emisión con esta calificación ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantienen bajo riesgo crediticio bajo escenarios económicos adversos. El signo “+” que acompaña a la calificación, muestra una posición de fortaleza relativa dentro de la misma escala de calificación.

HR Ratings asignó la calificación de LP de HR A+ con Perspectiva Estable para Grupo Vasconia.

La asignación de la calificación de Grupo Vasconia, S.A.B. (Grupo Vasconia y/o la Empresa) se basa en los sanos niveles de DSCR, siendo la mayoría de la deuda de largo plazo. Sin embargo, bajo nuestras proyecciones presenta presiones en 2015 ante un escenario de estrés debido al incremento en el servicio de la deuda. Asimismo, se considera la disminución en años de pago de deuda neta a FLE y EBITDA al 3T15 en relación con el 3T14. Lo anterior es resultado de la capacidad de generación de FLE que presentó la Empresa al 3T15 y los mejores resultados operativos observados, generando un mayor margen EBITDA al 3T15. Por su parte, se toma en consideración la sana diversificación de los ingresos al representar sus diez clientes principales 29.9% de los ingresos totales, además de la posición de liderazgo que mantienen los principales productos que fabrican, tanto de la división industrial como de consumo. Sin embargo, se considera como un factor negativo la volatilidad en el precio de su principal insumo, misma que en la división de consumo no es posible trasladar al cliente de manera inmediata, además de que al 3T15 no cuenta con instrumentos financieros derivados que mitiguen dicho riesgo.

Supuestos y Resultados: (m)	Escenario Base								Escenario de Estrés			
	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2015P	2016P	2017P	2018P
Ventas de Bienes	1,652	2,224	2,024	2,503	3,039	3,255	3,493	3,739	2,891	2,993	3,099	3,209
Margen Bruto	28.0%	23.3%	17.5%	18.7%	20.0%	20.6%	21.2%	21.8%	17.5%	18.0%	18.5%	19.0%
Margen EBITDA	14.0%	11.9%	6.9%	9.0%	10.5%	10.8%	11.1%	11.3%	9.0%	9.2%	9.4%	9.6%
Margen de Operación	12.5%	9.6%	2.9%	5.1%	6.8%	7.1%	7.6%	7.9%	5.1%	5.2%	5.4%	5.6%
EBITDA	230	264	139	226	319	351	388	424	261	276	292	307
Utilidad antes de Impuestos	197	496	75	106	181	203	262	323	121	130	149	182
Flujo Libre de Efectivo *	89	-103	165	-29	274	231	261	273	170	173	190	197
CAPEX	-120	-104	-109	-167	-157	-126	-125	-125	-157	-126	-125	-125
Deuda Total	57	592	559	818	884	924	909	882	878	903	919	871
Deuda Neta	49	575	532	809	824	782	733	618	841	867	883	833
Años de Pago (DN / FLE)	0.5	(5.6)	3.2	(28.2)	3.0	3.4	2.8	2.3	5.0	5.0	4.7	4.2
Años de Pago (DN / EBITDA)	0.2	2.2	3.8	3.6	2.6	2.2	1.9	1.5	3.2	3.1	3.0	2.7
DSCR **	7.6	(2.4)	1.6	(0.3)	1.3	2.0	1.3	1.0	0.8	1.0	1.4	1.0
DSCR con caja inicial	10.7	(2.2)	1.7	(0.0)	1.4	2.5	2.1	1.6	0.9	1.2	1.7	1.2

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T15.

*Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Actividades de Operación - Capex de Mantenimiento (40.0% de la depreciación) + Diferencia en Cambios.

** Cobertura del Servicio de la Deuda = FLE / Servicio de la Deuda (Intereses Netos + Amortizaciones de Principal).

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- **Sana estructura de la deuda presentando niveles de DSCR de 0.6x al 3T15 (vs. -1.7x al 3T14).** Lo anterior se debe a que 74.9% de la deuda total al 3T15 es de largo plazo (vs. 74.2% al 3T14), y a su capacidad de generación de FLE en los UDM por P\$114.0m al 3T15 (vs. -P\$89.0m al 3T14) debido a los mayores resultados operativos y el incremento en días proveedores.
- **Disminución de los años de pago de deuda neta a FLE y EBITDA cerrando en niveles de 7.5 años y 2.9 años al 3T15 (vs. -6.9 años y 3.2 años al 3T14), respectivamente.** Esto se debe principalmente a la mayor generación de FLE y EBITDA.
- **Mejora en el margen EBITDA de los UDM cerrando en 10.2% al 3T15 (vs. 8.3% al 3T14).** Lo anterior se explica por un crecimiento de 22.3% en las ventas al 3T15 y una disminución en los gastos operativos por eficiencias entre otras cosas obtenidas vía la reestructuración de sus plantas durante 2013 y 2014 y por el incremento en volúmenes de producción.
- **Volatilidad en el precio de su principal insumo (aluminio) al representar el costo de materia prima 69.7% del costo total de los UDM al 3T15 (vs. 63.2% al 3T14).** Cabe mencionar que la Empresa transfiere las variaciones en el precio de manera inmediata a los clientes de la división industrial. Sin embargo, la transferencia en el precio en la división de consumo no es posible realizarla inmediatamente.
- **Sana diversificación de sus ingresos al representar 29.9% de los ingresos totales de los UDM al 3T15 sus diez clientes principales (vs. 32.5% al 3T14).**
- **Posición de liderazgo en los principales productos que fabrican, contando con 73.0% del mercado nacional de ollas express y 75.0% del mercado nacional de discos de aluminio.** Los discos de aluminio representan 36.0% de las ventas de la división industrial, mientras las ollas express representan 22.0% de las ventas de la división de consumo de 2014.

Principales Factores Considerados

Grupo Vasconia es una empresa con más de 100 años de experiencia que se dedica a la fabricación y venta de aluminios planos para diferentes industrias, como la automotriz, eléctrica, farmacéutica, entre otras. Asimismo, se enfoca en la fabricación y comercialización de productos de consumo semi-duraderos principalmente para la mesa y la cocina. Al 3T15 la Empresa cuenta con 1,610 empleados y un equipo directivo con una edad promedio de 47 años que llevan en promedio siete años en su puesto. Asimismo, Grupo Vasconia cuenta con un Consejo de Administración con una edad promedio de 56 años y un promedio de nueve años dentro del consejo. Lo anterior refleja la experiencia y el conocimiento de los mandatarios de la Empresa.

Los productos que la Empresa produce y comercializa se dividen en dos divisiones: industriales (Almexa) y de consumo (La Vasconia). Los productos industriales se refieren a láminas, discos, foil, charolas y finstock que se venden bajo las marcas Almexa, Imasa, Alupak, Alurey y Aluchef. Esta división cuenta con dos plantas localizadas en Cuautitlán y Tulpetlac en el Estado de México. Actualmente, se encuentran trabajando para arrancar una nueva planta en Veracruz con la cual aumentarán su capacidad de producción en el corto plazo en 40.0%. La división de consumo fabrica y comercializa artículos principalmente para la cocina, como: sartenes, ollas express, baterías, utensilios, entre otros. Estos productos se venden bajo más de 20 marcas, tanto propias como de terceros, entre las que destacan: Ekco, Vasconia, Presto, Mikasa, Kitchen Aid, entre otras. Al 3T15 cuenta con dos plantas ubicadas en Cuautitlán, Estado de México y Querétaro, Querétaro.

Al cierre del 3T15 la Empresa cuenta con una sana diversificación de sus ingresos con relación a sus clientes, los diez principales representan 29.9% de los ingresos totales de los UDM al 3T15 (vs. 32.5% al 3T14). Dentro de los principales clientes de la Empresa se encuentran tiendas de autoservicio donde se comercializan sus productos de consumo, y clientes industriales enfocados en la manufactura, siendo el cliente con mayor peso Wal-Mart al generar 10.3% de los ingresos totales de los UDM al 3T15 (vs. 12.6% al 3T14), seguido de Carcoustics Industrial de México con 3.5% (vs. 3.5% al 3T14) y Avon Cosmetics con 2.8% (vs. 2.7% al 3T14).

Grupo Vasconia presentó al 3T15 ventas en los últimos doce meses (UDM) por P\$2,883.9m (vs. P\$2,357.1m al 3T14), equivalente a un crecimiento de 22.3%. Lo anterior se debe al incremento de 25.7% en la venta de la división industrial, debido a una mayor producción y un ajuste a la alza en los precios, mostrando niveles de P\$1,716.7m al 3T15 (vs. P\$1,366.0m al 3T14). De igual forma, se registró un crecimiento de 19.9% en las ventas de la división de consumo cerrando en niveles de P\$1,167.2m al 3T15 (vs. P\$973.5m al 3T14), debido igualmente a una mayor producción. Es importante mencionar que las ventas durante 2013 observaron una contracción importante de mercado en sus dos divisiones, en la división de productos industriales originada principalmente por: a) Baja general del mercado en todos los sectores a los que van dirigidos nuestros productos, b) Fuerte competencia de productos importados de China y Europa y c) Menor demanda por parte de cuentas clave, y en la división de productos de consumo originada principalmente por: a) El reordenamiento en la estrategia de compras de Grupo Wal Mart respecto de la estacionalidad de las mismas, orientadas a establecer mayor sentido en el desempeño de la rotación de sus inventarios, b) La desaceleración considerable del consumo en los canales de mayoreo y autoservicio, c) Los procesos de baja de inventarios en el canal moderno en general y d) La revisión de variedad de productos buscando mayor rentabilidad con menos

productos, lo cual trajo consigo una reducción de los mismos en el canal de tiendas departamentales. Al 3T15, 59.5% de las ventas totales (vs. 57.9% al 3T14) provienen de la división de productos industriales, mientras que 40.5% (vs. 41.3% al 3T14) de los productos de consumo.

Cabe mencionar que las ventas de la división de productos industriales se derivan principalmente de la venta del aluminio, la cual se genera a partir del precio del *commodity*. Por lo anterior, el principal insumo que utiliza la Empresa es el aluminio, por lo cual la materia prima representa 69.7% del costo de ventas de los UDM al 3T15 (vs. 63.2% al 3T14). A pesar de la volatilidad que presenta el precio de dicho insumo, la división industrial transfiere los cambios en el precio al cliente, por lo cual no se ha visto en la necesidad de adquirir instrumentos financieros derivados para mitigar dicho riesgo. Sin embargo, la división de consumo no puede transferir de manera inmediata la volatilidad en el precio.

Con relación a los márgenes operativos, en los UDM al 3T15 la Empresa presentó una mejora en su margen bruto cerrando en 19.8% (vs. 18.3% al 3T14), debido a un ajuste en los precios y una mayor producción, considerando que las variaciones en el precio del aluminio se transfieren al cliente en la división industrial y los costos restantes son en su mayoría fijos. Asimismo, en términos de la generación de EBITDA se observa un incremento de 50.9%, presentando niveles de P\$293.8m en los UDM al 3T15 (vs. P\$194.7m al 3T14). Lo anterior se debe a las eficiencias obtenidas por la reestructura de las plantas, que derivaron en una menor proporción de los gastos respecto a las ventas disminuyendo a 9.6% en los UDM al 3T15 (vs. 10.0% al 3T14). Del EBITDA total al 3T15 la división industrial tiene mayor relevancia representando 60.9% (vs. 47.3% al 3T14), mientras que la división de consumo representó 39.1% al 3T15 (vs. 52.7% al 3T14). Lo anterior nos brinda un margen EBITDA para los productos industriales de 10.2% al 3T15 (vs. 6.7% al 3T14) y los productos de consumo muestran un margen de 9.7% al 3T15 (vs. 10.2% al 3T14). Lo anterior nos brinda un margen EBITDA consolidado de 10.2% al 3T15 (vs. 8.3% al 3T14).

En términos del FLE la Empresa generó en los UDM P\$114.0m al 3T15 (vs. -P\$89.0m al 3T14), incrementando sus niveles. Lo anterior se explica por los mejores resultados operativos y el incremento en días proveedores por obtener mayores plazos de pago vía negociaciones con sus proveedores y sustitución de algunos proveedores.

Al cierre del 3T15 Grupo Vasconia presentó una deuda total por P\$865.7m (vs. P\$632.8m al 3T14), equivalente a un incremento de 36.8%. Este incremento se debe principalmente por la adquisición de un crédito bancario en diciembre de 2014 por P\$180.0m con Scotiabank Inverlat, con el objetivo de llevar a cabo inversiones en maquinaria, equipo e instalaciones lo anterior conforme al plan de financiamiento fijado para cumplir con los objetivos de crecimiento de la Empresa. Cabe mencionar que los diferentes créditos, así como la cuenta corriente que la Empresa tiene con Scotiabank están sujetos a una serie de obligaciones financieras que al 3T15 la Empresa cumple con ellas. Asimismo, se debe mencionar que 69.2% de la deuda total al 3T15 se encuentra en dólares americanos, sin embargo la Empresa no cuenta con ningún instrumento financiero derivado para cubrir el riesgo cambiario, debido a que los ingresos de la división industrial se facturan en su mayoría en dólares manteniendo una cobertura natural. Tomando en consideración el efectivo y equivalentes de efectivo, obtenemos una deuda neta por P\$852.4m al 3T15 (vs. P\$615.2m al 3T14), representando un incremento de 38.5%. De acuerdo con los mayores niveles de EBITDA y FLE obtenemos años de pago de deuda neta a EBITDA y FLE de 2.9 años y 7.5 años (vs. 3.2 años y -6.9 años al 3T14), respectivamente.

Cabe mencionar que 25.1% de la deuda total al 3T15 es de corto plazo (vs. 25.8% al 3T14), mientras que 74.9% es de largo plazo (vs. 74.2% al 3T14). Esto refleja una sana estructura de la deuda presentando una vida promedio de 3.2 años al 3T15 (vs. 3.2 años al 3T14). Por lo anterior, al analizar la capacidad de pago de la Empresa al 3T15 vía el nivel de DSCR (por sus siglas en inglés), ésta presenta niveles de 0.6x (vs. -1.7x al 3T14). Considerando la caja inicial disponible obtenemos niveles de 0.6x al 3T15 (vs. -1.2x al 3T14).

Las proyecciones de HR Ratings para el periodo 2015 – 2018 considera que continúe el crecimiento de los ingresos de la Empresa debido principalmente a un incremento en la producción y mayores precios, tanto en la división industrial como en la de consumo. Por lo anterior y contemplando que la Empresa mantenga los costos y gastos debido a mayores eficiencias por la reestructura de las plantas en 2013 y 2014, se estiman mejores resultados operativos; los cuales sumados a las mejoras esperadas en el capital de trabajo, principalmente por mayores plazos de pago con proveedores, se estima se traduzcan en un incremento en la generación de FLE. En términos de la deuda, se contemplan mayores niveles debido a la emisión que la Empresa planea realizar por P\$350.0m y deuda adicional que se contempla que adquieran por necesidades de capital de trabajo y para continuar con su plan de inversión. Lo anterior presionará la capacidad de la Empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras en algunos periodos, presentando un DSCR acumulado de 1.3x en el escenario base (vs. 1.0x en el escenario de estrés). Sin embargo, conforme la Empresa vaya incrementando su generación de FLE y EBITDA se espera que los años de pago de deuda neta a FLE y EBITDA vayan disminuyendo paulatinamente hasta cerrar con 2.3 años y 1.5 años en 2018 en el escenario base (vs. 4.2 años y 2.7 años en el escenario de estrés).

Anexos – Escenario Base

Vasconia (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)										
	2011*	2012*	2013*	2014*	2015P**	2016P	2017P	2018P	3T14	3T15
ACTIVOS TOTALES	1,388	2,474	2,435	3,179	3,323	3,465	3,593	3,814	2,600	3,326
Activo Circulante	757	1,400	1,300	1,804	1,829	1,963	2,053	2,203	1,394	1,796
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	8	18	26	9	60	142	176	264	18	13
Cuentas por cobrar a Clientes	407	567	479	706	728	758	780	803	493	778
Otras Cuentas por Cobrar	32	111	131	75	62	64	66	68	44	20
Inventarios	309	703	655	818	782	802	834	872	792	793
Otros Activos Circulantes***	0	0	9	196	196	196	196	196	48	191
Activos no-Circulantes	632	1,075	1,134	1,375	1,494	1,502	1,541	1,610	1,206	1,530
Inversiones en Subsid. N.C.	0	0	0	202	202	204	241	313	-5	202
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	489	953	967	1,150	1,253	1,260	1,262	1,259	1,045	1,290
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	11	11	11	10	9	9	9	9	10	9
Otros Activos	132	111	157	13	29	29	29	29	156	29
Depósito en garantía y otros	18	19	19	13	14	14	14	14	18	14
Activos Financieros Disponibles para su Venta	114	92	138	0	0	0	0	0	138	0
Cargos Diferidos	0	0	0	0	15	15	15	15	0	15
PASIVOS TOTALES	329	1,010	907	1,491	1,564	1,584	1,550	1,572	1,032	1,618
Pasivo Circulante	221	380	360	641	579	688	743	766	503	738
Pasivo con Costo	31	88	82	172	79	149	230	214	163	187
Otros Pasivos con Costo****	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30
Proveedores	120	191	145	285	319	354	391	428	211	335
Impuestos por Pagar	8	7	9	10	10	11	11	12	6	7
Otros sin Costo	61	94	124	175	171	174	110	113	123	179
Provisiones	53	72	62	61	67	70	73	75	75	84
Pasivos por suscripción de acciones y otros****	8	22	62	114	104	104	38	38	48	95
Pasivos no-Circulantes	108	631	547	850	985	896	808	807	529	879
Pasivo con Costo	26	504	477	646	805	775	679	668	469	649
Impuestos Diferidos	44	71	46	76	82	88	96	106	36	94
Otros Pasivos no-Circulantes	39	55	24	128	99	33	33	33	24	137
Beneficios a Empleados	14	30	23	24	26	26	26	26	24	26
Pasivo por suscripción de acciones y otros****	25	25	1	104	72	6	6	6	0	111
CAPITAL CONTABLE	1,059	1,464	1,528	1,688	1,759	1,881	2,043	2,241	1,567	1,709
Minoritario	0	0	0	0	-4	-2	2	10	0	-4
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otro	0	0	0	0	-0	-4	-2	2	0	-0
Utilidad del Ejercicio	0	0	0	0	-4	2	4	8	0	-4
Mayoritario	1,059	1,464	1,528	1,688	1,762	1,884	2,041	2,231	1,567	1,713
Capital Contribuido	347	347	347	347	347	347	347	347	347	347
Utilidades Acumuladas y Resultados Acumulados Integrales	577	660	1,101	1,256	1,284	1,396	1,515	1,666	1,191	1,300
Utilidad del Ejercicio	135	457	80	85	132	141	179	218	29	66
Deuda Total	57	592	559	818	884	924	909	882	633	866
Deuda Neta	49	575	532	809	824	782	733	618	615	852
Días Cuenta por Cobrar Clientes	76	77	82	78	81	81	81	81	73	85
Días Inventario	105	104	135	124	120	119	117	117	123	123
Días por Pagar Proveedores	34	37	33	34	43	43	44	44	31	45

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados (KPMG - 2014 y 2013, Castillo Miranda y Compañía - 2012 y 2011).

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T15.

*** Se refiere a pagos anticipados, beneficio a empleados y activos financieros disponibles para su venta, los cuales se refieren a las acciones que la Empresa posee de Lifetime Brands Inc.

**** Se refieren principalmente al pasivo por suscripción de acciones del 50.0% del capital social de Alucai, el cual debe pagarse dentro de los 3 años siguientes a la firma del contrato.

***** Se refiere a un préstamo con una parte relacionada con vencimiento durante el 4T15 para Esmaltería San Ignacio.

Vasconia (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)										
	2011*	2012*	2013*	2014*	2015P**	2016P	2017P	2018P	al 3T14	al 3T15
Ventas Netas	1,652	2,224	2,024	2,503	3,039	3,255	3,493	3,739	1,788	2,170
Productos Industriales	584	1,195	1,147	1,455	1,826	1,957	2,100	2,248	1,068	1,330
Productos de Consumo	1,067	1,029	877	1,047	1,213	1,298	1,394	1,491	720	840
Costo de Ventas	1,190	1,706	1,669	2,033	2,433	2,584	2,754	2,923	1,467	1,747
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	462	519	355	469	606	671	739	815	321	423
Gastos Generales	232	255	216	244	287	320	351	391	180	213
UOPADA (EBITDA)	230	264	139	226	319	351	388	424	141	209
Depreciación y Amortización	25	51	81	98	113	119	124	128	73	82
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	206	213	58	128	206	231	264	296	68	127
Otros ingresos generales y (gastos) netos***	-3	302	31	9	3	6	5	6	3	-9
Utilidad de Oper. después de otros ingresos (gastos)	203	515	90	137	209	238	269	302	71	118
Ingresos por Intereses	0	4	5	4	2	4	3	4	2	2
Intereses Pagados	6	16	21	26	33	39	48	57	17	30
Ingreso Financiero Neto	-6	-12	-17	-22	-31	-35	-44	-53	-15	-28
Resultado Cambiario	1	-7	3	-3	3	-1	1	2	-4	-2
Resultado Integral de Financiamiento	-5	-19	-13	-25	-28	-36	-44	-51	-18	-31
Participación en Subsid. no Consolidadas****	0	0	-1	-6	0	1	37	73	-4	0
Utilidad antes de Impuestos	197	496	75	106	181	203	262	323	49	88
Impuestos sobre la Utilidad	62	39	-5	20	53	61	78	97	20	26
Impuestos Causados	57	21	41	29	42	55	71	87	31	17
Impuestos Diferidos	6	18	-46	-8	12	6	8	10	-12	9
Utilidad Neta Consolidada	135	457	80	85	128	142	183	226	29	62
Participación minoritaria en la utilidad	0	0	0	0	-4	2	4	8	0	-4
Participación mayoritaria en la utilidad	135	457	80	85	132	141	179	218	29	66
Cambio en Ventas 12m	N/A	34.7%	-9.0%	23.6%	21.4%	7.1%	7.3%	7.0%	10.8%	22.3%
Margen Bruto 12m	28.0%	23.3%	17.5%	18.7%	20.0%	20.6%	21.2%	21.8%	18.3%	19.8%
Margen EBITDA 12m	14.0%	11.9%	6.9%	9.0%	10.5%	10.8%	11.1%	11.3%	8.3%	10.2%
Tasa de Impuestos 12m	31.4%	7.8%	-6.5%	19.1%	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%	-3.4%	18.4%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	4.02	3.45	2.10	2.42	2.50	2.59	2.77	2.97	2.35	2.44
Retorno sobre Capital Empleado	18.6%	10.7%	2.2%	4.6%	6.7%	7.0%	7.6%	8.4%	3.6%	6.2%
Tasa Pasiva	10.4%	5.0%	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%	5.0%	5.9%	3.8%	5.0%
Tasa Activa	2.0%	10.0%	7.3%	20.4%	7.9%	3.4%	3.4%	3.2%	8.0%	23.8%
Toneladas Vendidas 12m (División Industrial)****	N/A	22,808	22,770	28,550	32,309	34,549	36,946	39,494	27,310	30,411
Toneladas Vendidas 12m (Aluocal)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	10,000	20,000	30,000	N/A	N/A

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados (KPMG - 2014 y 2013, Castillo Miranda y Compañía - 2012 y 2011).

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T15.

*** El ingreso percibido en 2012 se debe al exceso del valor razonable de los activos adquiridos sobre el precio pagado por la compra de Almexa.

**** No considera toneladas vendidas de Aluocal.

***** En 2013 y 2014 se refiere a Esmaltería San Ignacio. Sin embargo, al tomar en control la dirección de dicha subsidiaria los resultados se observan en Participación Minoritaria a partir de 2015. En 2016 hacia adelante se refiere a Aluocal.

Vasconia (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)	2011*	2012*	2013*	2014*	2015P**	2016P	2017P	2018P	al 3T14	al 3T15
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN										
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	197	496	75	106	181	203	262	323	49	88
Depreciación y Amortización	25	51	81	98	113	119	124	128	73	82
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	0	1	6	0	-1	-37	-73	-4	0
Intereses a Favor	-0	-4	-5	-4	-2	-4	-3	-4	-2	-2
Otras Partidas***	0	-294	0	0	1	0	0	0	0	7
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	24	-248	77	100	112	114	83	51	67	88
Intereses Devengados	6	16	21	26	33	39	48	57	17	30
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	6	16	21	26	66	29	52	60	17	31
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	228	264	174	231	360	346	397	435	133	206
Decremento (Incremento) en Clientes y Otros	-85	13	116	-181	-57	-32	-24	-24	1	-47
Decremento (Incremento) en Inventarios	22	-266	55	-118	31	-20	-32	-38	-128	19
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	0	0	0	0	0	0	0	0	45	-1
Incremento (Decremento) en Proveedores	-14	-9	-48	131	21	35	37	36	63	24
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	15	-27	-45	-37	-1	3	2	2	-16	20
Capital de trabajo	-62	-290	78	-205	-6	-14	-16	-24	-35	14
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-67	-58	-56	-22	-34	-54	-70	-87	-35	-10
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-129	-347	22	-227	40	-68	-86	-110	70	4
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	99	-83	196	4	320	278	311	324	63	209
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN										
Inver. de acciones con carácter perm.****	0	-322	0	-32	-39	-66	-66	0	0	-23
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-120	-104	-109	-167	-157	-126	-125	-125	-111	-100
Intereses Cobrados	0	4	5	4	2	4	3	4	2	2
Otras Inversiones	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-121	-422	-104	-195	-193	-189	-188	-121	-108	-120
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-22	-505	92	-190	127	90	123	203	-45	90
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO										
Financiamientos Bancarios	25	546	0	234	100	130	130	200	81	0
Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	350	0	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	-6	-11	-37	-31	-479	-79	-149	-230	-24	-54
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	-6	-16	-21	-22	-33	-39	-48	-57	-17	-30
Financiamiento "Ajeno"	13	519	-59	181	-62	12	-67	-87	40	-84
Prima en Venta de Acciones	0	9	0	0	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	-2	6	-2	-3	-1	0	0	0	-3	-1
Dividendos Pagados	-18	-19	-24	-11	-13	-20	-22	-28	0	0
Financiamiento "Propio"	-20	-5	-26	-14	-14	-20	-22	-28	-3	-1
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-7	515	-84	167	-76	-8	-89	-115	37	-85
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-29	10	7	-23	51	82	34	88	-9	4
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	1	6	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	37	8	18	26	9	60	142	176	26	9
Efectivo y equiv. al final del Periodo	8	18	26	9	60	142	176	264	18	13
Capex de Mantenimiento 12m*****	10	20	32	39	45	48	49	51	38	43
Ajustes especiales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo Ajustado 12m	89	-103	165	-29	274	231	261	273	-89	114
Amortización de Deuda	6	11	37	31	479	79	149	230	-23	61
Revolencia automática	0	21	51	51	-307	0	0	0	57	102
Amortización de Deuda Final 12m	6	31	88	82	172	79	149	230	34	163
Intereses Netos Pagados 12m	6	12	17	18	31	35	44	53	19	31
Servicio de la Deuda 12m	12	43	105	100	203	115	194	283	53	195
DSCR 12m	7.6	-2.4	1.6	-0.3	1.3	2.0	1.3	1.0	-1.7	0.6
Caja Inicial Disponible	37	8	18	26	9	60	142	176	26	9
DSCR con Caja Inicial	10.7	-2.2	1.7	-0.0	1.4	2.5	2.1	1.6	-1.2	0.6
Deuda Neta a FLE	0.5	-5.6	3.2	-28.2	3.0	3.4	2.8	2.3	-6.9	7.5
Deuda Neta a EBITDA	0.2	2.2	3.8	3.6	2.6	2.2	1.9	1.5	3.2	2.9

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados (KPMG - 2014 y 2013, Castillo Miranda y Compañía - 2012 y 2011).

* Información Dictaminada en formato FRS.

** Proyecciones a partir del 4T15.

*** En 2012 se refiere al exceso del valor razonable de los activos adquiridos sobre el precio pagado por la compra de Almexa.

**** En 2012 se refiere a la compra de Almexa y en 2014 hacia adelante se refiere a la compra de Alucal.

***** Con base en información de la Empresa, se toma el 40.0% de la depreciación como CAPEX de mantenimiento.

Anexos – Escenario de Estrés

Vasconia (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)										
	2011*	2012*	2013*	2014*	2015P**	2016P	2017P	2018P	3T14	3T15
ACTIVOS TOTALES	1,388	2,474	2,435	3,179	3,195	3,274	3,348	3,448	2,600	3,326
Activo Circulante	757	1,400	1,300	1,804	1,701	1,772	1,828	1,887	1,394	1,796
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	8	18	26	9	37	36	36	38	18	13
Cuentas por cobrar a Clientes	407	567	479	706	741	783	809	834	493	778
Otras Cuentas por Cobrar	32	111	131	75	62	64	66	68	44	20
Inventarios	309	703	655	818	821	849	878	907	792	793
Otros Activos Circulantes***	0	0	9	196	39	39	39	39	48	191
Activos no-Circulantes	632	1,075	1,134	1,375	1,494	1,501	1,520	1,562	1,206	1,530
Inversiones en Subsid. N.C.	0	0	0	202	202	203	220	264	-5	202
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	489	953	967	1,150	1,253	1,260	1,262	1,259	1,045	1,290
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	11	11	11	10	9	9	9	9	10	9
Otros Activos	132	111	157	13	29	29	29	29	156	29
Depósito en garantía y otros	18	19	19	13	14	14	14	14	18	14
Activos Financieros Disponibles para su Venta	114	92	138	0	0	0	0	0	138	0
Cargos Diferidos	0	0	0	0	15	15	15	15	0	15
PASIVOS TOTALES	329	1,010	907	1,491	1,535	1,536	1,519	1,508	1,032	1,618
Pasivo Circulante	221	380	360	641	860	610	623	1,033	503	738
Pasivo con Costo	31	88	82	172	381	94	143	523	163	187
Otros Pasivos con Costo*****	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30
Proveedores	120	191	145	285	298	331	358	386	211	335
Impuestos por Pagar	8	7	9	10	10	11	11	12	6	7
Otros sin Costo	61	94	124	175	171	174	110	113	123	179
Provisiones	53	72	62	61	67	70	73	75	75	84
Pasivos por suscripción de acciones y otros****	8	22	62	114	104	104	38	38	48	95
Pasivos no-Circulantes	108	631	547	850	676	926	897	476	529	879
Pasivo con Costo	26	504	477	646	497	809	776	349	469	649
Impuestos Diferidos	44	71	46	76	80	84	89	94	36	94
Otros Pasivos no-Circulantes	39	55	24	128	99	33	33	33	24	137
Beneficios a Empleados	14	30	23	24	26	26	26	26	24	26
Pasivo por suscripción de acciones y otros****	25	25	1	104	72	6	6	6	0	111
CAPITAL CONTABLE	1,059	1,464	1,528	1,688	1,660	1,738	1,828	1,940	1,567	1,709
Minoritario	0	0	0	0	-3	-2	0	5	0	-4
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otro	0	0	0	0	-0	-3	-2	0	0	-0
Utilidad del Ejercicio	0	0	0	0	-3	1	2	5	0	-4
Mayoritario	1,059	1,464	1,528	1,688	1,663	1,740	1,828	1,935	1,567	1,713
Capital Contribuido	347	347	347	347	347	347	347	347	347	347
Utilidades Acumuladas y Resultados Acumulados Integrales	577	660	1,101	1,256	1,227	1,303	1,379	1,465	1,191	1,300
Utilidad del Ejercicio	135	457	80	85	89	90	102	123	29	66
Deuda Total	57	592	559	818	878	903	919	871	633	866
Deuda Neta	49	575	532	809	841	867	883	833	615	852
Días Cuenta por Cobrar Clientes	76	77	82	78	84	83	83	83	73	85
Días Inventario	105	104	135	124	124	124	123	123	123	123
Días por Pagar Proveedores	34	37	33	34	42	42	42	42	31	45

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados (KPMG - 2014 y 2013, Castillo Miranda y Compañía - 2012 y 2011).

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T15.

*** Se refiere a pagos anticipados, beneficio a empleados y activos financieros disponibles para su venta, los cuales se refieren a las acciones que la Empresa posee de Lifetime Brands Inc. En 2015 se contempla que la Empresa venda dicha participación.

**** Se refieren principalmente al pasivo por suscripción de acciones del 50.0% del capital social de Alucal, el cual debe pagarse dentro de los 3 años siguientes a la firma del contrato.

***** Se refiere a un préstamo con una parte relacionada con vencimiento durante el 4T15 para Esmaltería San Ignacio.

Vasconia (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2011*	2012*	2013*	2014*	2015P**	2016P	2017P	2018P	al 3T14	al 3T15
Ventas Netas	1,652	2,224	2,024	2,503	2,891	2,993	3,099	3,209	1,788	2,170
Productos Industriales	584	1,195	1,147	1,455	1,749	1,813	1,878	1,945	1,068	1,330
Productos de Consumo	1,067	1,029	877	1,047	1,141	1,180	1,221	1,264	720	840
Costo de Ventas	1,190	1,706	1,669	2,033	2,384	2,454	2,526	2,600	1,467	1,747
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	462	519	355	469	507	538	573	609	321	423
Gastos Generales	232	255	216	244	246	262	281	301	180	213
UOPADA (EBITDA)	230	264	139	226	261	276	292	307	141	209
Depreciación y Amortización	25	51	81	98	113	119	124	128	73	82
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	206	213	58	128	148	157	168	180	68	127
Otros ingresos generales y (gastos) netos***	-3	302	31	9	3	6	5	6	3	-9
Utilidad de Oper. después de otros ingresos (gastos)	203	515	90	137	151	164	173	185	71	118
Ingresos por Intereses	0	4	5	4	2	3	2	2	2	2
Intereses Pagados	6	16	21	26	35	37	44	53	17	30
Ingreso Financiero Neto	-6	-12	-17	-22	-33	-34	-42	-51	-15	-28
Resultado Cambiario	1	-7	3	-3	4	0	2	3	-4	-2
Resultado Integral de Financiamiento	-5	-19	-13	-25	-30	-34	-41	-48	-18	-31
Participación en Subsid. no Consolidadas****	0	0	-1	-6	0	1	17	45	-4	0
Utilidad antes de Impuestos	197	496	75	106	121	130	149	182	49	88
Impuestos sobre la Utilidad	62	39	-5	20	35	39	45	55	20	26
Impuestos Causados	57	21	41	29	25	35	40	49	31	17
Impuestos Diferidos	6	18	-46	-8	10	4	4	5	-12	9
Utilidad Neta Consolidada	135	457	80	85	86	91	104	128	29	62
Participación minoritaria en la utilidad	0	0	0	0	-3	1	2	5	0	-4
Participación mayoritaria en la utilidad	135	457	80	85	89	90	102	123	29	66
Cambio en Ventas 12m	N/A	34.7%	-9.0%	23.6%	15.5%	3.5%	3.6%	3.6%	10.8%	22.3%
Margen Bruto 12m	28.0%	23.3%	17.5%	18.7%	17.5%	18.0%	18.5%	19.0%	18.3%	19.8%
Margen EBITDA 12m	14.0%	11.9%	6.9%	9.0%	9.0%	9.2%	9.4%	9.6%	8.3%	10.2%
Tasa de Impuestos 12m	31.4%	7.8%	-6.5%	19.1%	29.2%	30.0%	30.0%	30.0%	-3.4%	18.4%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	4.02	3.45	2.10	2.42	2.38	2.38	2.46	2.55	2.35	2.44
Retorno sobre Capital Empleado	18.6%	10.7%	2.2%	4.6%	4.8%	4.8%	4.9%	5.4%	3.6%	6.2%
Tasa Pasiva	10.4%	5.0%	4.0%	4.1%	4.2%	4.2%	5.0%	6.1%	3.8%	5.0%
Tasa Activa	2.0%	10.0%	7.3%	20.4%	6.6%	2.9%	2.9%	2.9%	8.0%	23.8%
Toneladas Vendidas 12m (División Industrial)****	N/A	22,808	22,770	28,550	31,272	32,417	33,596	34,782	27,310	30,411
Toneladas Vendidas 12m (Alucai)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	5,000	10,000	20,000	N/A	N/A

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados (KPMG - 2014 y 2013, Castillo Miranda y Compañía - 2012 y 2011).

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T15.

*** El ingreso percibido en 2012 se debe al exceso del valor razonable de los activos adquiridos sobre el precio pagado por la compra de Almexa.

**** No considera toneladas vendidas de Alucai.

***** En 2013 y 2014 se refiere a Esmaltería San Ignacio. Sin embargo, al tomar en control la dirección de dicha subsidiaria los resultados se observan en Participación Minoritaria a partir de 2015. En 2016 hacia adelante se refiere a Alucai.

Vasconia (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2011*	2012*	2013*	2014*	2015P**	2016P	2017P	2018P	al 3T14	al 3T15
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN										
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	197	496	75	106	121	130	149	182	49	88
Depreciación y Amortización	25	51	81	98	113	119	124	128	73	82
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	0	1	6	0	-1	-17	-45	-4	0
Intereses a Favor	-0	-4	-5	-4	-2	-3	-2	-2	-2	-2
Otras Partidas***	0	-294	0	0	1	0	0	0	0	7
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	24	-248	77	100	113	116	105	81	67	88
Intereses Devengados	6	16	21	26	35	37	44	53	17	30
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	6	16	21	26	78	45	53	60	17	31
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	228	264	174	231	312	291	306	323	133	206
Decremento (Incremento) en Clientes y Otros	-85	13	116	-181	-70	-44	-27	-27	1	-47
Decremento (Incremento) en Inventarios	22	-266	55	-118	-9	-28	-29	-28	-128	19
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	0	0	0	0	0	0	0	0	45	-1
Incremento (Decremento) en Proveedores	-14	-9	-48	131	0	33	27	28	63	24
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	15	-27	-45	-37	-1	3	2	2	-16	20
Capital de trabajo	-62	-290	78	-205	-79	-35	-27	-26	-35	14
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-67	-58	-56	-22	-18	-35	-40	-49	-35	-10
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-129	-347	22	-227	-97	-70	-67	-74	70	4
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	99	-83	196	4	215	221	239	248	63	209
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN										
Inver. de acciones con carácter perm.****	0	-322	0	-32	-39	-66	-66	0	0	-23
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-120	-104	-109	-167	-157	-126	-125	-125	-111	-100
Intereses Cobrados	0	4	5	4	2	3	2	2	2	2
Otras Inversiones	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-121	-422	-104	-195	-193	-189	-189	-123	-108	-120
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-22	-505	92	-190	21	32	50	125	-45	90
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO										
Financiamientos Bancarios	25	546	0	234	158	48	101	89	81	0
Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	350	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	-6	-11	-37	-31	-203	-381	-94	-143	-24	-54
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	-6	-16	-21	-22	-35	-37	-44	-53	-17	-30
Financiamiento "Ajeno"	13	519	-59	181	-80	-20	-37	-107	40	-84
Prima en Venta de Acciones*****	0	9	0	0	100	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	-2	6	-2	-3	-1	0	0	0	-3	-1
Dividendos Pagados	-18	-19	-24	-11	-13	-13	-14	-16	0	0
Financiamiento "Propio"	-20	-5	-26	-14	86	-13	-14	-16	-3	-1
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-7	515	-84	167	7	-33	-51	-123	37	-85
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-29	10	7	-23	28	-1	-1	3	-9	4
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	1	6	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	37	8	18	26	9	37	36	36	26	9
Efectivo y equiv. al final del Periodo	8	18	26	9	37	36	36	38	18	13
Capex de Mantenimiento 12m*****	10	20	32	39	45	48	49	51	38	43
Ajustes especiales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo Ajustado 12m	89	-103	165	-29	170	173	190	197	-89	114
Amortización de Deuda	6	11	37	31	203	381	94	143	-23	61
Revolencia automática	0	21	51	51	-31	-236	0	0	57	102
Amortización de Deuda Final 12m	6	31	88	82	172	144	94	143	34	163
Intereses Netos Pagados 12m	6	12	17	18	33	34	42	51	19	31
Servicio de la Deuda 12m	12	43	105	100	205	178	136	194	53	195
DSCR 12m	7.6	-2.4	1.6	-0.3	0.8	1.0	1.4	1.0	-1.7	0.6
Caja Inicial Disponible	37	8	18	26	9	37	36	36	26	9
DSCR con Caja Inicial	10.7	-2.2	1.7	-0.0	0.9	1.2	1.7	1.2	-1.2	0.6
Deuda Neta a FLE	0.5	-5.6	3.2	-28.2	5.0	5.0	4.7	4.2	-6.9	7.5
Deuda Neta a EBITDA	0.2	2.2	3.8	3.6	3.2	3.1	3.0	2.7	3.2	2.9

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados (KPMG - 2014 y 2013, Castillo Miranda y Compañía - 2012 y 2011).

* Información Dictaminada en formato FRS.

** Proyecciones a partir del 4T15.

*** En 2012 se refiere al exceso del valor razonable de los activos adquiridos sobre el precio pagado por la compra de Almexa.

**** En 2012 se refiere a la compra de Almexa y en 2014 hacia adelante se refiere a la compra de Alucai.

***** Con base en información de la Empresa, se toma el 40.0% de la depreciación como CAPEX de mantenimiento.

***** En 2015 se refiere a la venta de las acciones de Lifetime Brands que tiene la Empresa.

HR Ratings Alta Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General de Operaciones

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Roberto Ballínez +52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
jose-luis.cano@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgo

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Dirección General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com

Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadora:

Evaluación de Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, mayo de 2014

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/es/metodologia.aspx

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.

Calificación anterior	Inicial
Fecha de última acción de calificación	Inicial
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	2011 – 3T15
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera trimestral interna e información anual dictaminada (KPMG – 2014 y 2013, Castillo Miranda y Compañía – 2012 y 2011).
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

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), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas 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).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, 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.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (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 o emitidas 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, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

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 y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings 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, a la 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 lo anterior, 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 (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 (o el equivalente en otra moneda).