

Calificación

VASCONI 15

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



HR A+
2015

Fuente: HR Ratings.

Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para la emisión VASCONI 15 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. Mantiene 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 la emisión VASCONI 15 por un monto de P\$350.0m de Grupo Vasconia.

La calificación de la emisión con clave de pizarra VASCONI 15 (VASCONI 15 y/o la Emisión) se basa en la actual calificación de largo plazo de HR A+ con Perspectiva Estable de Grupo Vasconia, S.A.B. (Grupo Vasconia y/o la Empresa). La calificación 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.

La Emisión se busca realizar al amparo del Programa Dual de CEBURS con carácter revolvente (el Programa) por un monto de hasta P\$1,000.0 millones (m) o su equivalente en UDIs, a un plazo de 5 años a partir de la autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). La Emisión se espera colocar por un monto de hasta P\$350.0m a un plazo de 1,820 días equivalente a 5 años con una amortización al vencimiento. A continuación se muestran los detalles de la Emisión:

Características de la Emisión VASCONI 15

| | |
|-----------------------------------|--|
| Emisor | Grupo Vasconia, S.A.B. |
| Tipo de Valor | Certificados Bursátiles de Corto y Largo Plazo |
| Clave de Pizarra | VASCONI 15 |
| Monto Autorizado del Programa | Hasta P\$1,000.0m o su equivalente en UDIs con carácter revolvente. |
| Vigencia del Programa | 5 años, a partir de la autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). |
| Monto de la Emisión | Hasta P\$350.0m. |
| Plazo de la Emisión | 1,820 días, equivalentes a 5.0 años. |
| Periodicidad de Pago de Intereses | Se liquidarán cada 28 días conforme al calendario de pago del Suplemento de la Emisión. |
| Amortización | El Principal de la Emisión se amortizará en un solo pago en la fecha de vencimiento. |
| Garantía | Los Certificados Bursátiles serán quirografarios. |
| Destino de los Fondos | Los recursos obtenidos serán destinados principalmente para sustitución de pasivos de la Emisora y usos corporativos en general. |
| Intermediarios Colocadores | Actinver Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Actinver |
| Representante Común | Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, INVEX Grupo Financiero. |

Fuente: HR Ratings con base en información del Suplemento Preliminar de la Emisión proporcionado por la Empresa.

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.

De acuerdo con la metodología de HR Ratings, se realizaron proyecciones financieras de la Empresa en donde se evaluaron las métricas financieras y de efectivo disponible, bajo un escenario base y uno de estrés. Las proyecciones realizadas abarcan desde el 4T15 al 4T18. A continuación se presentan los resultados obtenidos para cada uno de los escenarios mencionados.

| 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.

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). Lo anterior refleja la capacidad de la Empresa para liquidar sus obligaciones financieras.

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 Resul. 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 IFRS.

** 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 Aluical.

***** 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

Instituciones Financieras / ABS

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

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

Deuda Corporativa / ABS

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

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.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).