

Médica Sur LP
HR AAA
Perspectiva Estable

Médica Sur CP
HR+1

MEDICA 20
HR AAA
Perspectiva Estable

Corporativos
27 de noviembre de 2024
A NRSRO Rating**

2022
HR AAA
Perspectiva Estable

2023
HR AAA
Perspectiva Estable

2024
HR AAA
Perspectiva Estable



Elizabeth Martínez

Subdirectora de Corporativos
Analista Responsable

elizabeth.martinez@hrratings.com



Pablo Franco

Analista

pablo.franco@hrratings.com



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. De
Corporativos/ABS

heinz.cederborg@hrratings.com

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA con Perspectiva Estable a Médica Sur y a su emisión MEDICA 20. Asimismo, ratificó la calificación de HR+1 a Médica Sur

La ratificación de las calificaciones de Médica Sur S.A.B de C.V. (Médica Sur y/o la Empresa) y de su emisión MEDICA 20 se basa en el bajo Servicio de Deuda observado en 2023 y 2024, mismo que esperamos continúe durante 2026 y 2027, sumado a un nivel estimado de Flujo Libre de Efectivo promedio de P\$370m para 2023-2027. Lo anterior resultaría en métricas en niveles máximos para todo el periodo de análisis, con excepción de 2025, año en el que consideramos el refinanciamiento de la emisión MEDICA 20 por P\$1,000m en el Servicio de la Deuda. Es importante destacar que, a pesar de que para los últimos doce meses (UDM) al tercer trimestre de 2024 (3T24) la Empresa presenta menores resultados operativos a los estimados durante la revisión anterior, se registró un crecimiento del 7.2% en su EBITDA respecto al año anterior y un nivel de deuda neta de P\$8m, menor al observado al cierre del 3T23, lo que, sumado a intereses netos negativos, mantuvo las métricas de la Empresa para los UDM al 3T24 en los niveles más altos de nuestra escala, en línea con lo esperado. A su vez, para el periodo proyectado, esperamos que los ingresos totales reflejen una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) para 2024-2027 de 4.8%, resultado del aumento de precios por inflación y de la inversión de P\$1,050m durante 2025-2027 en infraestructura y nuevo equipo. Finalmente, la calificación mantiene el ajuste cualitativo positivo por la asignación de una etiqueta *Superior* en el factor Ambiental de la evaluación de factores Ambiental, Social y de Gobernanza (ASG).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Supuestos y Resultados (Cifras en millones de pesos)

Ejercicio Fiscal	Reportado		Escenario Base				Escenario de Estrés				Prom. Ponderado		Grado de
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	Base	Estrés	
Ventas Totales	3,868	4,130	4,362	4,609	4,822	5,026	4,314	4,355	4,352	4,361	4,784	4,355	-9.0%
Utilidad Bruta	1,496	1,602	1,615	1,743	1,824	1,901	1,590	1,585	1,584	1,587	1,809	1,585	-12.4%
EBITDA	742	770	765	829	875	916	746	701	691	684	866	694	-19.9%
Margen Bruto	38.7%	38.8%	37.0%	37.8%	37.8%	37.8%	36.9%	36.4%	36.4%	36.4%	37.8%	36.4%	-143pbs
Margen EBITDA	19.2%	18.6%	17.5%	18.0%	18.1%	18.2%	17.3%	16.1%	15.9%	15.7%	18.1%	15.9%	-217pbs
Flujo Libre de Efectivo	164	246	381	383	411	426	267	297	294	280	403	292	-27.7%
Servicio de la Deuda	-109	-30	3	1,018	40	34	5	1,032	50	43	446	458	2.6%
Deuda Total	1,014	1,016	999	1,000	1,000	1,000	999	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	0.0%
Deuda Neta	-207	311	8	-62	-143	-254	124	148	165	169	-137	159	n.a.
DSCR	-1.5x	-8.3x	125.5x	0.4x	10.2x	12.7x	55.0x	0.3x	5.8x	6.5x	6.7x	3.7x	-45.2%
DSCR con Caja	-33.8x	-49.5x	357.4x	1.4x	36.5x	46.6x	200.3x	1.1x	22.7x	25.8x	24.4x	14.5x	-40.5%
Deuda Neta a FLE	-1.3	1.3	0.0	-0.2	-0.3	-0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	-0.3	0.5	n.a.
ACP	1.8	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6	-3.3%

Fuente: HR Ratings con base en sus proyecciones e información histórica de la Empresa.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Aumento de ingresos.** Durante los UDM al 3T24 los ingresos de la Empresa se incrementaron un 7.2%, para finalizar el periodo en P\$4,304. Este incremento fue resultado del aumento en precios observado en el periodo, sumado al incremento en volumen de procedimientos realizados por la división de servicios clínicos y de diagnóstico. Sin embargo, dicho incremento fue 2.9% menor al esperado, principalmente por un descenso en el volumen de la división de servicios hospitalarios.
- **Estabilidad de márgenes operativos.** El margen EBITDA de la Empresa finalizó los UDM al 3T24 en 17.9%, igual al observado el periodo anterior. En este sentido, la Empresa registró un incremento en su costo de ventas, contrarrestado por la disminución de sus gastos administrativos. Esto representó una diferencia de 12.1% respecto a lo estimado.
- **Solidez de métricas.** A pesar de observar menores resultados operativos a los esperados, la Empresa mantiene un nivel de deuda total de P\$999m, compuesto en su totalidad por la emisión MEDICA 20, un nivel de deuda neta de P\$8m e intereses netos negativos. Por lo anterior, las métricas de Médica Sur finalizaron los UDM al 3T24 en niveles máximos de acuerdo con nuestra metodología.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Crecimiento de ingresos estable.** Esperamos que la Empresa continúe mostrando aumentos en sus ingresos totales con una TMAC₂₄₋₂₇ de 4.8%, derivado del aumento natural de precios y de un ligero aumento en ventas, gracias a la inversión en nueva infraestructura y equipo. En este sentido, esperamos que la Empresa presente un CAPEX por P\$1,050m durante 2024-2027.
- **Generación FLE constante.** En nuestro escenario base, esperamos que la Empresa obtenga un FLE anual promedio de P\$407m durante 2024-2027, impulsado por sus resultados operativos y mínimos requerimientos de capital de trabajo. Adicionalmente, consideramos que la Empresa mantendrá el pago de arrendamientos constante y una tasa impositiva equivalente al 30% de sus utilidades.



- **Refinanciamiento de la emisión MEDICA 20.** Consideramos que la Empresa llevará a cabo el refinanciamiento a vencimiento durante el 3T25 de la emisión MEDICA 20, esto sería a través de un nuevo programa de certificados bursátiles que Médica Sur adquiriría durante 2025. A pesar de lo anterior, consideramos el monto total de la emisión como parte del servicio de la deuda obligatorio de 2025, por lo que las métricas de DSCR se verían afectadas para dicho año.

Factores Adicionales Considerados

- **Factor Ambiental Superior.** HR Ratings asignó la etiqueta Superior¹ con relación al enfoque ambiental con el que la Empresa realiza sus operaciones diarias, así como la implementación de acciones en beneficio del medio ambiente y un plan de negocio, el cual toma en cuenta este factor. Por lo anterior, la calificación mantiene un ajuste positivo.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Cambio de estrategia de apalancamiento.** En caso de que la Empresa decidiera incrementar su endeudamiento o incrementar el monto de sus reembolsos de capital, sin una compensación en flujos operativos correspondiente, la métrica de Años de Pago podría verse afectada. Si lo anterior resulta en un promedio ponderado inferior a 2.4 años para dicha métrica durante 2025-2027, la calificación podría revisarse a la baja.
- **Expansión mediante deuda.** Si la Empresa decidiera aumentar su crecimiento ya sea de manera inorgánica u orgánica, y lo financiaría a través de deuda adicional, sus resultados operativos podrían verse afectados, y el servicio de la deuda aumentaría. Si esto se ve reflejado en un DSCR promedio ponderado menor a 1.8x para 2025-2027 la calificación podría verse afectada.

¹ Indica que el corporativo, ante otros participantes en su industria, muestra una exposición limitada ante un riesgo común, o que cuenta con los mecanismos para mitigar este riesgo o por arriba del estándar de mercado.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Descripción del Emisor

Médica Sur, S.A.B. de C.V. es un grupo dedicado a la operación de hospitales y la prestación de servicios médicos, de diagnóstico, hospitalización y otras actividades relacionadas. La Empresa fue constituida en 1966 y cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores desde 1994.

La Empresa cuenta con tres líneas de negocio:

- Servicios Hospitalarios: Unidad integrada por las unidades quirúrgicas, críticas, urgencias, ocho pisos de hospitalización, banco de sangre y la unidad de anatomía patológica.
- Servicios Clínicos y Unidades de Diagnóstico: Clínicas en los que se proporcionan tratamientos que no requieren de la hospitalización del paciente, entre las que se encuentran la unidad de resonancia magnética, radioterapia, imagenología, hemodinamia, entre otras.
- Otros ingresos: Ingresos no relacionados directamente con servicios clínicos provenientes de las instalaciones dentro del hospital como son un hotel, dos cafeterías, tres restaurantes, dos farmacias y 1,567 lugares de estacionamiento.

Resultado Observado vs. Proyectado

A partir de los resultados observados al cierre de 3T24, se llevó a cabo una comparación con las proyecciones realizadas por HR Ratings en la revisión anterior del 22 de noviembre de 2023.

Figura 1. Resultados Observados y Proyectados en los UDM (cifras en millones de pesos)

Concepto	UDM			Escenarios		Obs. Vs.	
	3T23	3T24	Cambio	Base	Estrés	Base	Estrés
Ingresos	4,014	4,304	7.2%	4,431	4,139	-2.9%	4.0%
Utilidad Bruta	1,547	1,600	3.4%	1,734	1,612	-7.7%	-0.7%
EBITDA	720	772	7.2%	878	760	-12.1%	1.6%
Flujo Libre de Efectivo	416	369	-11.3%	464	397	-20.4%	-7.1%
Servicio de la Deuda	-14	-10	-29.1%	-21	-6	n.a.	n.a.
Margen Bruto	38.5%	37.2%	-135bps	39.1%	38.9%	-195bps	-176bps
Margen EBITDA	17.9%	17.9%	-0bps	19.8%	18.4%	-188bps	-42bps
Deuda Total	997	999	0.2%	997	997	0.2%	0.2%
Deuda Neta	327	26	-92.1%	-92	-10	n.a.	n.a.
Caja Inicial	1,187	671	-43.5%	671	671	0.0%	0.0%
Años de Pago*	0.8	0.1	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.
ACP*	1.3	1.5	n.a.	1.5	1.3	n.a.	n.a.
DSCR*	2.3x	2.3x	n.a.	2.3x	2.3x	n.a.	n.a.
DSCR con Caja*	4.2x	4.2x	n.a.	4.2x	4.2x	n.a.	n.a.

Fuente: HR Ratings basado en información de la Empresa.

*Métricas topadas de acuerdo a los niveles máximos de nuestra metodología.

Durante los UDM al 3T24, los ingresos de la Empresa aumentaron un 7.2% respecto al periodo anterior, gracias a un incremento del 10.8% de la factura promedio de todos los servicios de la Empresa y mayor volumen de venta del segmento



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

de servicios clínicos y unidades de diagnóstico, que registró aumentos en las ventas de la mayoría de sus unidades. Sin embargo, esto representó una diferencia del 2.9% respecto a lo esperado, principalmente por un crecimiento menor al esperado del segmento de servicios hospitalarios.

En términos de márgenes, Médica Sur finalizó los UDM al 3T24 con un margen EBITDA del 17.9%, el mismo margen observado el periodo anterior. Esto representó una disminución respecto al margen esperado de 19.8%, lo que causó una diferencia del 12.1% en el EBITDA respecto a nuestras proyecciones. Este incremento se debe principalmente al aumento del costo de ventas, consecuencia de mayores cuotas pagadas a la Mayo Clinic.

El FLE de Médica Sur finalizó los UDM al 3T24 en P\$369m, en comparación con P\$464m esperados, como consecuencia del pago de gastos por liquidaciones por P\$93m durante el 2T24 y un aumento de los requerimientos de capital de trabajo respecto al periodo anterior. Lo anterior fue compensado en parte por la disminución de los impuestos pagados, relacionada con el incremento en otros gastos.

La Empresa no adquirió deuda adicional respecto al cierre del 3T23, en línea con lo esperado, por lo que la deuda total mantuvo un saldo de P\$1,000m hasta el cierre del 3T24. Este monto está compuesto en su totalidad por la emisión MEDICA 20, misma que tiene vencimiento en septiembre de 2025. Asimismo, debido a la reducción del flujo de operación la deuda neta finalizó en P\$26m, P\$118m por encima de lo esperado. A pesar de lo anterior, la Empresa mantuvo sus métricas en niveles máximos de acuerdo con nuestra metodología, finalizando el periodo con un servicio de la deuda negativo debido a intereses netos negativos.

Análisis de Resultados

Ingresos

Los ingresos de Medica Sur aumentaron un 7.2% durante los UDM al 3T24, como resultado del incremento de los ingresos de los segmentos de servicios hospitalarios, clínicos y de diagnóstico. Estos servicios incrementaron sus ingresos 7.0% en los UDM al 3T24, derivado principalmente de un cambio en la mezcla de servicios, así como alianzas comerciales con aseguradoras. Esto fue compensado por una disminución en los servicios prestados en áreas relacionadas con COVID-19 y áreas en remodelación como lo fueron las áreas de laboratorio y quirúrgicas. En este sentido, estas áreas finalizaron la implementación de nuevo equipo o infraestructura a principios de 2024, por lo que esperamos su recuperación para periodos posteriores. Asimismo, el número de pacientes egresados por hospitalización durante los UDM al 3T24 fue de 16,089, en comparación con 16,139 para el periodo anterior, mientras que el número de pacientes atendidos en urgencias pasó de 15,784 en los UDM al 3T23, a 15,374 para el mismo periodo en 2024.

Es importante destacar el incremento en segmento de servicios clínicos que aumentaron su volumen de procedimientos en un 12.5%, impulsados por el área de radioterapia, que cuenta con una nueva unidad de resonancia magnética que comenzó operaciones durante 2023. Sin embargo, debido a la reducción de procedimientos del área de laboratorio, la Empresa mostró una disminución en el número de procedimientos y estudios realizados, mismos que finalizaron los UDM al 3T24 en 307,994, en comparación con 333,345 para el periodo anterior.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Por último, la Empresa presentó una reducción de 14.7% en los ingresos provenientes de servicios no médicos, debido a la reclasificación de compensaciones a aseguradoras a este rubro. Es importante destacar que a partir de este periodo se incluyen en este segmento los ingresos del centro de vacunación inaugurado en noviembre de 2023.

Figura 2. Ingresos por segmento en los UDM (cifras en millones de pesos)

Concepto	UDM			Escenarios		Obs. Vs.	
	3T23	3T24	Cambio	Base	Estrés	Base	Estrés
Ingresos	4,014	4,304	7.2%	4,430	4,139	-2.9%	4.0%
Servicios Hospitalarios	2,049	2,147	4.8%	2,296	2,188	-6.5%	-1.9%
Unidades de Diagnóstico	1,774	1,993	12.4%	1,954	1,775	2.0%	12.3%
Otros	191	163	-14.7%	180	176	-9.3%	-7.6%

Fuente: HR Ratings basado en información de la Empresa.

EBITDA y Márgenes Operativos

El margen EBITDA de la Empresa para los UDM al 3T24 finalizó en 17.9%, igual que el mismo periodo del año anterior. Sin embargo, Médica Sur registró una disminución en su margen bruto principalmente por un aumento en el costo de materiales que finalizaron el periodo en P\$1,469m, respecto a P\$1,346m para los UDM al 3T23. Asimismo, la Empresa mostró un incremento de P\$65m en sus costos indirectos, relacionado con los costos de la cuota pagada a la Mayo Clinic. Por lo anterior, el margen bruto de Médica Sur finalizó en 37.2%, en comparación con 38.5% en los UDM al 3T23.

Por otra parte, Médica Sur reflejó eficiencias en su gasto derivadas del incremento en volumen, así como de la reducción de gastos de mantenimiento y de implementación del nuevo sistema de gestión de negocio (*ERP* por sus siglas en inglés), mismo que finalizó su implementación durante el año. En este sentido, los gastos de administración reflejaron un aumento de 3.3% respecto al periodo anterior, mientras que los gastos de venta disminuyeron un 15.1%.

Figura 3. Ventas y EBITDA en los UDM (cifras en millones de pesos)

Concepto	UDM			Escenarios		Obs. Vs.	
	3T23	3T24	Cambio	Base	Estrés	Base	Estrés
Ingresos	4,014	4,304	7.2%	4,431	4,139	-2.9%	4.0%
Costo de Ventas	2,468	2,704	9.6%	2,697	2,528	0.2%	7.0%
Utilidad Bruta	1,547	1,600	3.4%	1,734	1,612	-7.7%	-0.7%
Gastos de Operación	827	828	0.2%	856	852	-3.2%	-2.8%
EBITDA	720	772	7.2%	878	760	-12.1%	1.6%
Margen Bruto	38.5%	37.2%	-135bps	39.1%	38.9%	-195bps	-176bps
Margen EBITDA	17.9%	17.9%	-0bps	19.8%	18.4%	-188bps	-42bps

Fuente: HR Ratings basado en información de la Empresa.

Flujo Libre de Efectivo

Durante los UDM al 3T24, el FLE finalizó en P\$369m, una disminución de P\$50m respecto a P\$419m para el periodo anterior. Lo anterior fue consecuencia de gastos por el pago de liquidaciones por P\$93m, compensado en parte por la reducción de los impuestos pagados.

En términos de capital de trabajo, la Empresa finalizó los UDM al 3T24 con un periodo de rotación de cuentas por cobrar de 30 días, en comparación con 35 días para el año anterior, debido a acuerdos con aseguradoras para la mejora del ciclo de



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

cobro. Por su parte, la rotación de inventarios finalizó en 17 días, respecto a 19 días para el periodo anterior, mientras que la rotación de proveedores finalizó en 39 días, una disminución de dos días respecto al periodo anterior.

Asimismo, la Empresa redujo su pago de impuestos en P\$49m respecto al periodo anterior, debido principalmente a que el FLE del periodo anterior incluye impuestos por la venta de varios inmuebles localizados en la Ciudad de México. Por otra parte, Médica Sur aumentó su pago por arrendamientos a P\$16m, en línea con el incremento en operaciones. Por último, para el cálculo del FLE consideramos una provisión para el CAPEX de mantenimiento del 100% de la depreciación de la propiedad, planta y equipo del periodo.

Figura 4. Flujo Libre de Efectivo en los UDM (cifras en millones de pesos)

Concepto	UDM			Escenarios		Obs. Vs.	
	3T23	3T24	Cambio	Base	Estrés	Base	Estrés
EBITDA	720	772	52	878	760	-106	12
Otro Flujo de Resultados ¹	11	14	3	-1	0	15	14
Cuentas por Cobrar	-2	73	75	-61	-27	134	100
Inventarios	2	21	19	-11	-12	31	33
Otros Activos	-68	70	138	74	76	-4	-6
Proveedores	0	23	23	23	4	-0	19
Otros Pasivos	274	-111	-385	37	19	-148	-130
Capital de Trabajo	207	76	-131	62	60	13	16
Impuestos pagados	-350	-301	49	-285	-232	-16	-69
Pago de Arrendamientos	-15	-16	-1	-19	-19	3	3
CAPEX de mantenimiento	-156	-174	-19	-171	-171	-4	-4
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0	0
FLE	416	369	-47	464	397	-95	-28

Fuente: HR Ratings basado en información de la Empresa.

¹Incluye provisiones, utilidad o pérdidas por la venta de inmuebles y valuación de instrumentos financieros derivados.

Deuda

La composición de la deuda de Médica Sur no sufrió cambios durante los UDM al 3T24, por lo que al cierre de este trimestre la deuda total finalizó en P\$999m, mientras que la deuda neta cerró el trimestre en P\$26m. La deuda de la Empresa está compuesta en su totalidad por la emisión MEDICA 20, emitida en septiembre de 2020 por un monto de P\$1,000m, tasa fija del 6.99%, cupones semestrales y un único pago de capital al vencimiento en septiembre de 2025.

Adicionalmente, la Empresa finalizó el periodo con un cobro de intereses de P\$82m, respecto a P\$105m para el periodo anterior, en línea con la disminución del efectivo y equivalentes observada en el periodo. Sin embargo, el pago de intereses finalizó en P\$71m, por lo que el Servicio de la Deuda del periodo fue negativo. Debido a lo anterior, las métricas de DSCR y DSCR con Caja presentaron niveles de 2.3x y 4.2X. Por otra parte, las métricas de Años de Pago y ACP se mantuvieron en niveles máximos de acuerdo con nuestra metodología, finalizando los UDM al 3T24 en 0.1 años y 1.6.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 5. Evolución de la deuda neta (cifras en millones de pesos)

Concepto	UDM			Escenarios		Obs. Vs.	
	3T23	3T24	Cambio	Base	Estrés	Base	Estrés
FLE	416	369	-47	464	397	-95	-28
Venta de PP&E	223	-8	-231	0	0	-8	-8
PP&E menos capex de manten.	-98	29	126	-67	-67	95	95
Disposición de Negocios	132	174	42	0	0	174	174
Otras actividades de inversión	-4	1	5	0	0	1	1
Actividades de Inversión*	254	197	-57	-67	-67	263	263
Pago de Interés Neto	16	11	-4	21	6	-10	5
Distribuciones de Capital	-1,201	-274	927	0	0	-274	-274
Cambio en efectivo antes de financiamientos	-515	303	818	418	337	-116	-34
Nuevo financiamiento neto	0						
Amortizaciones totales de la deuda	0	0	0	0	0	0	0
Mas refinanciamientos	0	0	0	0	0	0	0
Cambio en efectivo	-516	-361	155	419	337	-780	-698
Nuevo financiamiento neto	0						
Otros movimiento en deuda	2	2	0	0	0	2	2
Cambio en deuda bruta	2	2	0	0	0	2	2
Cambio en deuda neta	518	-301	-818	-419	-337	118	36
Deuda Bruta	997	999	2	997	997	2	2
Deuda Neta	327	26	-301	-92	-10	118	36

Fuente: HR Ratings basado en información de la Empresa.

*Actividades de Inversión excluyendo Intereses, Dividendos Cobrados y CAPEX de Mantenimiento

Análisis de Escenarios

En el análisis de riesgos realizado sobre las métricas financieras y de efectivo disponible de la Empresa por parte de HR Ratings, se tiene como objetivo determinar la capacidad de pago con relación a las obligaciones de deuda ante un escenario base y un escenario de estrés. Considerando lo anterior, a continuación, se presentan los principales resultados y supuestos de nuestras proyecciones para ambos escenarios, abarcando desde el 3T24 hasta el 4T27.

Escenario Base

Ingresos

En el escenario base esperamos que la Empresa refleje una TMAC₂₄₋₂₇ de 4.8% en sus ingresos, resultado de un incremento en los precios promedio de los servicios de la Empresa cercano a la inflación esperada, que estimamos se encuentre en 3.7% promedio anual. Sumado a lo anterior, esperamos un incremento en el volumen de venta de Medica Sur, derivado de la renovación y mejora de sus instalaciones, para lo cual estimamos que la Empresa destinará alrededor de P\$350m de CAPEX para 2025-2027.

A detalle, esperamos una TMAC₂₄₋₂₇ de 1.1% en el volumen total de las distintas divisiones, gracias al enfoque de la Empresa en la renovación y mantenimiento de sus instalaciones para ofrecer un servicio de primera calidad. Adicionalmente, esperamos que Médica Sur mantenga el acercamiento tanto con las aseguradoras como con sus clientes para introducir nuevos acuerdos comerciales que beneficien a sus pacientes.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 6. Ingresos y EBITDA Escenario Base (cifras en millones de pesos)

Ejercicio Fiscal	Reportado		Escenario Base				Crecimiento Anual			
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Ventas Totales	3,868	4,130	4,362	4,609	4,822	5,026	5.6%	5.7%	4.6%	4.2%
Costo de Ventas	2,372	2,528	2,748	2,866	2,998	3,125	8.7%	4.3%	4.6%	4.2%
Utilidad Bruta	1,496	1,602	1,615	1,743	1,824	1,901	0.8%	8.0%	4.6%	4.2%
Gastos de Operación	754	832	849	914	949	985	2.1%	7.6%	3.8%	3.8%
EBITDA	742	770	765	829	875	916	-0.6%	8.3%	5.6%	4.7%
Margen Bruto*	38.7%	38.8%	37.0%	37.8%	37.8%	37.8%	-177.4	80.5	0.2	0.2
Margen EBITDA*	19.2%	18.6%	17.5%	18.0%	18.1%	18.2%	-109.5	44.2	16.1	8.4

Fuente: HR Ratings con base en sus proyecciones e información histórica de la Empresa.

*Cambios en márgenes expresados en puntos base.

EBITDA y Márgenes Operativos

Estimamos que, durante los próximos años la Empresa presente ligeros incrementos en su margen EBITDA, para finalizar 2027 en 18.2%, en comparación con 17.5% para 2024. Lo anterior sería resultado de la reducción del costo de ventas para 2025, gracias a la negociación en la disminución de las cuotas a pagar a la Mayo Clinic. Esto provocaría una reducción de aproximadamente P\$20m en los costos de la Empresa y un aumento en el margen bruto a 37.8% para 2025, respecto al 37.0% para 2024. Posteriormente, para los siguientes años, esperamos que el costo de ventas muestre crecimientos en línea con los ingresos totales, por lo que el margen bruto de 2025 se mantendría hasta 2027.

Adicionalmente, esperamos que Médica Sur muestre una mayor absorción de gastos fijos a medida que aumenta su volumen de ventas. Esto principalmente a través sus gastos administrativos, para los cuales estimamos crecimientos anuales con base en la inflación esperada. Como resultado de lo anterior, esperamos que el EBITDA de Médica Sur refleje una TMAC₂₄₋₂₇ de 6.2%, para finalizar 2027 en P\$916m.

Flujo Libre de Efectivo

Para 2027, estimamos que el FLE de Médica Sur finalice en P\$426m, reflejando una TMAC₂₄₋₂₇ de 3.8%. Este incremento sería resultado de la estabilidad esperada en los resultados de la Empresa, aunado a un flujo de capital de trabajo constante. En este sentido, esperamos que la Empresa mantenga un ciclo de efectivo de 8 días durante todo el periodo proyectado.

Con relación a la rotación de cuentas por cobrar, esperamos que Médica Sur refleje un periodo de rotación de 30 días, manteniendo la mejora en la cobranza observada durante 2024. Por otra parte, para la rotación de inventarios, esperamos un incremento de un día respecto a 2024, para finalizar 2027 en 17 días. Finalmente, estimamos que la Empresa mantenga sus políticas de financiamiento con proveedores constante, reflejando un periodo de 39 días durante el periodo proyectado.

Es importante destacar que para el cálculo del FLE consideramos que la Empresa requerirá un CAPEX de mantenimiento equivalente al 100% de la depreciación de la propiedad, planta y equipo del periodo. Adicionalmente, proyectamos una tasa impositiva del 30% sobre las utilidades de la Empresa, de acuerdo con la normativa aplicable. Por último, en términos de arrendamientos, esperamos un pago constante de P\$17m anual para 2024-2027, ya que consideramos la renovación de los actuales contratos para la continuidad de las operaciones de la Empresa.



Figura 7. Flujo Libre de Efectivo Escenario Base (cifras en millones de pesos)

Ejercicio Fiscal	Reportado		Escenario Base				Cambio Anual Absoluto			
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
EBITDA	742	770	765	829	875	916	-4	64	46	41
Otro Flujo de Resultados	-742	66	-9	8	7	6	-75	17	-1	-2
Cuentas por Cobrar	144	-39	-25	-17	-18	-17	14	8	-1	1
Inventarios	-9	-3	7	-6	-7	-6	10	-12	-1	0
Otros Activos	2	-61	61	-3	-3	-3	122	-64	-0	0
Proveedores	12	17	27	13	15	14	10	-13	2	-1
Otros Pasivos	-202	31	0	7	8	8	-31	7	0	0
Capital de Trabajo	-52	-56	70	-5	-4	-3	125	-74	0	1
Impuestos Pagados	-380	-356	-255	-254	-259	-273	102	1	-5	-14
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pago de Arrendamientos	-20	-16	-16	-17	-17	-17	-1	-1	0	-0
CAPEX de mantenimiento	-154	-162	-174	-178	-191	-202	-12	-5	-12	-11
Flujo Libre de Efectivo	164	246	381	383	411	426	135	2	28	15

Fuente: HR Ratings con base en sus proyecciones e información histórica de la Empresa.

Deuda

Para el periodo de proyección, contemplamos la obtención de un nuevo programa de certificados bursátiles, ya que el programa de la Empresa tiene vencimiento el 10 de septiembre de 2025. Bajo este nuevo programa proyectamos la emisión de certificados para el refinanciamiento de la emisión MEDICA 20 en su vencimiento en septiembre de 2025. Para esta nueva emisión estimamos un aumento de la tasa de interés debido a condiciones de mercado, por lo que estimamos que la nueva tasa sea de TIIE + 1.5%. Esto representaría un incremento en la tasa pasiva de la Empresa para 2027, finalizando el año en 8.8% respecto a 7.1% en 2024. Es importante mencionar que, a pesar de considerar el refinanciamiento, incluimos la totalidad del monto en el servicio de la deuda obligatorio de 2025, por lo que las métricas de DSCR y DSCR para dicho año disminuyen respecto al resto del periodo proyectado.

Como resultado de lo anterior estimamos que la deuda total de Médica Sur finalice 2027 en P\$1,000m, mientras que su deuda neta finalizaría en -P\$254m, en comparación con P\$999m y P\$8m en 2024. Aunado a esto, proyectamos una tasa activa promedio de 3.9% sobre el efectivo y equivalentes estimado. A su vez, en el escenario base consideramos que la Empresa continuará con el pago de dividendos anuales por aproximadamente el 30% de las utilidades netas.

Como comentamos anteriormente, esperamos que la Empresa realice inversiones en capital por P\$350m anuales desde 2025 hasta 2027. El 60% de estos recursos serían destinados al reemplazo y mantenimiento de equipo e infraestructura de instalaciones, mientras que el resto sería para el desarrollo de nuevos y actuales proyectos comerciales y logísticos. Asimismo, esperamos que la Empresa sea capaz de financiar estas inversiones con recursos generados por sus operaciones.

En términos de métricas promedio ponderadas para el periodo proyectado, esperamos que la Empresa refleje un DSCR y DSCR con Caja de 6.7x y 24.4x respectivamente, debido a la disminución esperada para 2025. Por su parte, estimamos que las métricas de Años de Pago y ACP finalicen con niveles promedio de 0 años y 1.7, similares a 0 años y 1.5, observados durante 2024.



Figura 8. Evolución de la Deuda Neta Escenario Base (cifras en millones de pesos)

	Reportado		Escenario Base				Cambio Anual Absoluto			
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Flujo Libre de Efectivo	164	246	381	383	411	426	135	2	28	15
Venta de PP&E	0	216	0	0	0	0	-216	0	0	0
PP&E menos capex de manten.	-33	-52	16	-172	-159	-148	68	-187	12	11
Disposición de Negocios	745	127	0	0	0	0	-127	0	0	0
Otras actividades de inversión	-8	5	-9	0	0	0	-14	9	0	0
Actividades de Inversión*	704	296	7	-172	-159	-148	-288	-179	12	11
Pago de Interés Neto	109	30	-3	-18	-40	-34	-33	-15	-22	7
Otras operaciones en efectivo	-3,290	-1,088	-148	-124	-131	-133	940	25	-7	-2
Cambio en efectivo antes de financiamientos	-2,313	-517	237	70	81	111	754	-167	11	31
Nuevo financiamiento neto	0	0	0	1	0	0	0	1	-1	0
Amortizaciones totales de la deuda	0	0	0	-999	0	0	0	-999	999	0
Mas refinanciamientos	0	0	0	1,000	0	0	0	1,000	-1,000	0
Cambio en efectivo	-2,313	-517	287	70	81	111	804	-217	10	31
Nuevo financiamiento neto	0	0	0	1	0	0	0	1	-1	0
Otros movimiento en deuda	3	2	16	-1	0	0	14	-17	1	0
Cambio en deuda bruta	3	2	16	-1	0	0	14	-17	1	0
Cambio en deuda neta	2,313	518	-303	-70	-81	-111	-822	234	-11	-31
Deuda Bruta	1,014	1,016	999	1,000	1,000	1,000	-16	1	0	0
Deuda Neta	-207	311	8	-62	-143	-254	-303	-70	-81	-111

Fuente: HR Ratings con base en sus proyecciones e información histórica de la Empresa.

*Actividades de Inversión excluyendo Intereses, Dividendos Cobrados y CAPEX de Mantenimiento.

Escenario de Estrés

El escenario de estrés esperado por HR Ratings toma en consideración un entorno desfavorable para la Empresa, en donde no sería posible alcanzar los niveles de operación estimados para los siguientes años. Adicionalmente, se espera que se observen mayores presiones en márgenes, así como en las distintas métricas consideradas por HR Ratings.

- Bajo un escenario macroeconómico adverso, esperamos que la Empresa no muestre crecimiento en sus ingresos. Esto gracias a mayor competencia en el sector, así como un incremento en precios por debajo de la inflación como medida para contrarrestar la disminución en volumen.
- En términos de márgenes, estimamos una disminución del margen EBITDA a un promedio ponderado de 15.9% para 2024-2027. Lo anterior sería consecuencia del incremento en el costo de materiales e insumos, así como un mayor gasto por publicidad. Como resultado Médica Sur reflejaría una diferencia de 19.9% respecto al nivel promedio ponderado de EBTIDA del escenario base.
- Para el FLE en el escenario de estrés, estimamos una disminución del 27.7% respecto al promedio ponderado estimado en el escenario base. Resultado principalmente de los resultados operativos y de un mal manejo del capital de trabajo. Lo anterior se vería reflejado en un ciclo de efectivo anual promedio de 19 días, respecto a 8 días para el escenario base.
- En el escenario de estrés, esperamos que la Empresa mantenga el mismo nivel de deuda, sin embargo, esperamos que la tasa de interés considerada en su refinanciamiento se incremente a TIIE+2.5%. Relacionado con lo anterior la deuda total de Médica Sur finalizaría 2027 en P\$1,000m, mientras que la deuda neta finalizaría en P\$169m.
- Debido a los puntos anteriores, las métricas promedio ponderadas de DSCR y DSCR con Caja finalizarían el periodo en niveles de 3.7x y 14.5x, comparado con 6.7x y 24.4x en el escenario base. Por otra parte, las métricas de Años de Pago y ACP terminarían el periodo en 0.5 años y 1.6.



Evaluación de factores ASG

El propósito de la evaluación es incorporar en la calificación crediticia el impacto que los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés) tienen sobre la calidad crediticia de la Empresa. A continuación, se presentan los principales puntos considerados, así como la etiqueta correspondiente para cada uno de los factores.

Factor Ambiental: *Superior*

En materia de gestión ambiental, la Empresa lleva a cabo estrategias para reducir su consumo de recursos y sus emisiones. En este sentido, durante 2023, Médica Sur mantuvo su consumo de energía eléctrica en 11GWh, equivalente a 5,659.5 tCO², mientras que disminuyó su consumo de gas natural a 22,510J en 2023, de 25,180J para 2022. Adicionalmente, la Empresa cuenta con colaboraciones con la SEMARNAT y la Secretaría de Comunicaciones y Transporte para el acopio, recolección, transporte, tratamiento y disposición de residuos peligrosos biológicos infecciosos. Relacionado con lo anterior, durante 2023 los residuos peligrosos biológico-infecciosos se redujeron a 114.6 toneladas, de 186.3 toneladas en 2022.

Factor Social: *Promedio*

Médica Sur cuenta con la fundación clínica Médica Sur creada en 1995 como medio para contribuir a la investigación científica, la enseñanza médica y la asistencia de grupos vulnerables en México. Al 2023 la fundación ha realizado las siguientes actividades:

- 50 cirugías de cataratas
- 190 consultas oftalmológicas
- 102 consultas de audiología
- 15 instituciones beneficiadas por donativos en especie
- Apoyo a investigadores de alergología, oncología, hepatología y gastroenterología
- 11 campañas de salud

Adicionalmente, la Empresa cuenta con políticas institucionales enfocadas a mejorar la relación con sus colaboradores:

- Política general de reclutamiento y selección
- Política general de desarrollo organizacional
- Política de capacitación
- Política general de administración de personal y compensaciones
- Política de evaluación del desempeño
- Plan de salud y seguridad del personal

Como parte de su programa de capacitación, la Empresa pone a disposición de sus colaboradores cursos de formación, seminarios y conferencias de diversas especialidades.



Factor Gobernanza: *Promedio*

La Empresa cuenta con un Consejo de Administración conformado por 19 consejeros, de los cuales 11 son independientes y 4 son mujeres. Los integrantes del Consejo son elegidos anualmente por la asamblea de accionistas y sesionan al menos cuatro veces al año.

Adicionalmente, el Consejo de Administración cuenta con el apoyo de un comité de Prácticas Societarias, compuesto por cuatro miembros, y un comité de Auditoría, compuesto por cuatro miembros. El Comité de Auditoría tiene como función evaluar el programa de auditoría interna, analizar la opinión del Auditor Externo y evaluar las prácticas corporativas, mientras que el Comité de Prácticas Societarias es responsable de opinar sobre el desempeño de directivos relevantes, informar sobre operaciones con partes relacionadas, convocar asambleas de accionistas, entre otras tareas.

Sumado a lo anterior, Médica Sur forma parte de organizaciones internacionales y cuenta con distintas certificaciones y reconocimientos, entre los que destacan las siguientes:

- Miembro de la Mayo Clinic Care Network: Mayo Clinic es una organización norteamericana de salud, sin fines de lucro más importante de Estados Unidos.
- Acreditada por la Joint Commission International: Evaluación internacional, externa e independiente de la calidad y seguridad de los servicios de salud prestados por la Empresa.
- Certificada por el Consejo de Salubridad General: Avala el cumplimiento de los más altos estándares de calidad en manejo de pacientes, atención médica y seguridad de instalaciones hospitalarias.
- Certificación T-Compliance: Reconoce el compromiso de Médica Sur con la integridad, confianza y fiabilidad a sus clientes, pacientes y proveedores.
- Reconocimiento de mejor hospital de México: Distintivo otorgado por la revista Newsweek. La Empresa obtuvo una calificación de 93 puntos sobre un total de 100.
- Ranking Expansión FUNSALUD 2023: la Empresa ocupó el primer lugar nacional, así como los primeros lugares en nueve especialidades.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Al Cierre							3T23	3T24
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2027P	2027P		
ACTIVOS TOTALES	4,576	4,128	4,428	4,762	5,098	5,455	4,165	4,355	
Activo Circulante	1,685	1,272	1,516	1,611	1,718	1,853	1,324	1,463	
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,221	705	992	1,062	1,143	1,254	671	974	
Cuentas por Cobrar a Clientes	296	335	360	377	394	411	412	339	
Otras Cuentas por Cobrar Neto	14	10	11	11	12	12	10	11	
Inventarios	135	139	132	138	144	151	137	116	
Otros Activos Circulantes	19	84	23	24	25	26	94	23	
Activos No Circulantes	2,891	2,856	2,912	3,151	3,380	3,601	2,842	2,892	
Propiedades de Inversión	201	190	182	182	182	182	193	182	
Planta, Propiedad y Equipo	2,449	2,375	2,371	2,543	2,702	2,850	2,360	2,365	
Crédito Mercantil	123	123	123	123	123	123	123	123	
Impuestos Diferidos	59	121	192	259	327	400	107	179	
Activos por Derecho de Uso	40	33	21	21	21	21	35	21	
PASIVO TOTALES	2,054	2,091	2,120	2,141	2,164	2,186	2,166	2,132	
Pasivo Circulante	997	1,040	2,068	1,088	1,109	1,129	1,118	2,079	
Pasivo con Costo	20	19	999	0	0	0	2	999	
Proveedores	281	276	302	316	331	345	281	282	
Impuestos por Pagar	517	571	596	596	596	596	627	596	
Otros sin Costo	179	174	170	175	182	188	208	201	
Ingresos Diferidos	4	9	4	4	4	5	12	4	
Pasivo por Arrendamiento	12	21	15	15	15	15	16	15	
Provisiones	164	144	151	157	162	169	179	182	
Pasivos no Circulantes	1,057	1,051	52	1,054	1,056	1,057	1,048	53	
Pasivo con Costo	994	996	0	1,000	1,000	1,000	996	0	
Otros Pasivos No Circulantes	63	55	52	54	56	57	52	53	
Pasivo por Arrendamiento	29	12	7	7	7	7	18	7	
Beneficios a Empleados	34	43	45	47	48	50	34	46	
CAPITAL CONTABLE	2,522	2,037	2,308	2,620	2,933	3,268	1,999	2,222	
Minoritario	1								
Mayoritario	2,521	2,036	2,307	2,619	2,932	3,267	1,998	2,221	
Capital Contribuido	575	575	575	575	575	575	575	575	
Utilidades Acumuladas y Otros	997	827	1,320	1,608	1,914	2,225	949	1,320	
Utilidad del Ejercicio	950	635	412	436	444	468	475	327	
Deuda Total	1,014	1,016	999	1,000	1,000	1,000	997	999	
Deuda Neta	-207	311	8	-62	-143	-254	327	26	
Días Cuentas por Cobrar	38	35	30	30	30	30	35	30	
Días Inventario	20	19	16	17	17	17	19	17	
Días Proveedores	43	40	39	39	39	39	41	39	

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

*Cierres anuales dictaminados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Año Calendario						Acumulado	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
Ventas Totales	3,868	4,130	4,362	4,609	4,822	5,026	3,097	3,271
Costo de Ventas	2,372	2,528	2,748	2,866	2,998	3,125	1,867	2,043
Utilidad Bruta	1,496	1,602	1,615	1,743	1,824	1,901	1,230	1,229
Gastos de Operación	754	832	849	914	949	985	634	630
Gastos de Administración	600	701	707	762	790	819	535	522
Otros Gastos	153	131	143	152	159	166	98	107
EBITDA	742	770	765	829	875	916	597	599
Depreciación y Amortización	169	179	191	196	208	219	130	144
Depreciación	154	162	174	178	191	202	118	131
Amortización de Arrendamientos	0	17	17	17	17	17	12	13
Utilidad Operativa antes de Otros	573	591	574	633	667	697	466	455
Otros Ingresos y Gastos Netos	-1	136	-70	0	0	0	132	-70
Utilidad Operativa después de Otros	572	727	504	633	667	697	598	385
Ingresos por Intereses	182	100	73	71	52	54	85	55
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	69	73	72	89	93	88	54	54
Intereses Pagados por Arrendamiento	3	3	2	0	0	0	2	2
Ingreso Financiero Neto	109	25	-1	-18	-40	-34	29	-2
Resultado Cambiario	-3	-11	23	8	7	6	-2	21
Resultado Integral de Financiamiento	107	14	22	-10	-33	-28	27	19
Utilidad antes de Impuestos	675	742	526	623	634	669	625	404
Impuestos sobre la Utilidad	205	184	153	187	190	201	152	117
Impuestos Causados	365	245	224	254	259	273	200	175
Impuestos Diferidos	-160	-61	-71	-67	-69	-72	-48	-58
Resultado antes de operaciones discontinuadas	470	558	373	436	444	468	474	288
Operaciones Discontinuadas	477	77	39	0	0	0	1	39
Utilidad Neta Consolidada	947	635	412	436	444	468	475	327
Participación minoritaria en la utilidad	0	0	0	0	0	0	0	0
Participación mayoritaria en la utilidad	947	635	412	436	444	468	475	327
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras UDM</i>	
Cambio en Ventas	-1.0%	6.8%	5.6%	5.7%	4.6%	4.2%	n.a.	7.2%
Margen Bruto	38.7%	38.8%	37.0%	37.8%	37.8%	37.8%	38.5%	37.2%
Margen EBITDA	19.2%	18.6%	17.5%	18.0%	18.1%	18.2%	17.9%	17.9%
Tasa de Impuestos	30.3%	24.8%	29.1%	30.0%	30.0%	30.0%	24.7%	28.6%
Tasa Pasiva	6.8%	7.2%	7.1%	8.9%	9.3%	8.8%	7.2%	7.3%
Tasa Activa	6.0%	8.0%	6.1%	5.0%	3.5%	3.3%	11.3%	8.5%

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

*Cierres anuales dictaminados por Deloitte.



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

	Año Calendario						Acumulado	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	675	742	526	623	634	669	625	404
Provisiones del Periodo	29	44	39	0	0	0	16	39
Partidas sin Impacto en el Efectivo	29	44	39	0	0	0	16	39
Depreciación y Amortización	167	179	191	196	208	219	130	144
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	-0	-104	0	0	0	0	-104	0
Intereses a Favor	-182	-100	-73	-71	-52	-54	-85	-55
Otras Partidas de Inversión	5	-0	-14	0	0	0	-14	-14
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	-10	-25	104	125	156	165	-73	74
Intereses Devengados	73	75	88	89	93	88	71	71
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	76	75	88	89	93	88	71	71
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	770	836	757	837	882	922	638	588
Decremento (Incremento) en Clientes	144	-39	-25	-17	-18	-17	-116	-4
Decremento (Incremento) en Inventarios	-9	-3	7	-6	-7	-6	-1	23
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	2	-61	61	-3	-3	-3	-72	60
Incremento (Decremento) en Proveedores	12	17	27	13	15	14	0	7
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-202	31	0	7	8	8	175	32
Capital de trabajo	-52	-56	70	-5	-4	-3	-14	117
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-380	-356	-255	-254	-259	-273	-261	-206
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-432	-412	-185	-258	-263	-276	-275	-88
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	338	424	572	579	619	645	363	500
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-187	-214	-158	-350	-350	-350	-176	-108
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	216	0	0	0	0	223	0
Disposición de Negocios	745	127	50	0	0	0	2	50
Intereses Cobrados	182	100	85	71	52	54	85	67
Otros Activos	-8	5	-9	0	0	0	-5	-9
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	732	234	-32	-279	-298	-296	130	0
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	1,070	658	540	299	321	349	494	500
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	0	0	0	1,000	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	0	0	0	-999	0	0	0	0
Amortización de Otros Arrendamientos	-17	-16	-16	-17	-17	-17	-11	-12
Intereses Pagados	-73	-71	-88	-89	-93	-88	-71	-71
Financiamiento "Ajeno"	-92	-86	-105	-106	-110	-105	-82	-83
Recompra de Acciones	-271	-429	0	0	0	0	-307	0
Dividendos Pagados	-3,020	-659	-148	-124	-131	-133	-655	-148
Financiamiento "Propio"	-3,290	-1,088	-148	-124	-131	-133	-962	-148
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-3,383	-1,175	-253	-229	-241	-238	-1,045	-231
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-2,313	-517	287	70	81	111	-551	269
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	3,534	1,221	705	992	1,062	1,143	1,221	705
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,221	705	992	1,062	1,143	1,254	671	974
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras UDM</i>	
CAPEX de Mantenimiento	-154	-162	-174	-178	-191	-202	-156	-174
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	164	246	381	383	411	426	416	369
Amortización de Deuda	0	0	0	999	0	0	2	2
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización Neta	0	0	0	999	0	0	2	2
Intereses Netos Pagados	-109	-30	3	18	40	34	-16	-11
Servicio de la Deuda	-109	-30	3	1,018	40	34	-14	-10
DSCR	-1.5	-8.3	125.5	0.4	10.2	12.7	-30.0	-37.6
Caja Inicial Disponible	3,534	1,221	705	992	1,062	1,143	1,187	671
DSCR con Caja	-33.8	-49.5	357.4	1.4	36.5	46.6	-115.7	-105.9
Deuda Neta a FLE	-1.3	1.3	0.0	-0.2	-0.3	-0.6	0.8	0.1
Deuda Neta a EBITDA	-0.3	0.4	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	0.5	0.0

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

*Cierres anuales dictaminados por Deloitte.



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

	Al Cierre							3T23	3T24
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2027P	2027P		
ACTIVOS TOTALES	4,576	4,128	4,366	4,567	4,758	4,950	4,165	4,355	
Activo Circulante	1,685	1,272	1,458	1,437	1,421	1,418	1,324	1,463	
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,221	705	876	852	835	831	671	974	
Cuentas por Cobrar a Clientes	296	335	407	409	409	410	412	339	
Otras Cuentas por Cobrar Neto	14	10	10	10	10	10	10	11	
Inventarios	135	139	143	144	144	145	137	116	
Otros Activos Circulantes	19	84	22	22	22	22	94	23	
Activos No Circulantes	2,891	2,856	2,908	3,131	3,338	3,532	2,842	2,892	
Propiedades de Inversión	201	190	182	182	182	182	193	182	
Planta, Propiedad y Equipo	2,449	2,375	2,371	2,543	2,702	2,850	2,360	2,365	
Crédito Mercantil	123	123	123	123	123	123	123	123	
Impuestos Diferidos	59	121	189	240	288	334	107	179	
Activos por Derecho de Uso	40	33	21	21	21	21	35	21	
PASIVOS TOTALES	2,054	2,091	2,077	2,061	2,046	2,032	2,166	2,132	
Pasivo Circulante	997	1,040	2,024	1,007	991	975	1,118	2,079	
Pasivo con Costo	20	19	999	0	0	0	2	999	
Proveedores	281	276	265	266	266	267	281	282	
Impuestos por Pagar	517	571	591	567	545	523	627	596	
Otros sin Costo	179	174	170	174	179	185	208	201	
Ingresos Diferidos	4	9	4	4	4	4	12	4	
Pasivo por Arrendamiento	12	21	15	15	15	15	16	15	
Provisiones	164	144	151	156	161	166	179	182	
Pasivos no Circulantes	1,057	1,051	52	1,054	1,055	1,057	1,048	53	
Pasivo con Costo	994	996	0	1,000	1,000	1,000	996	0	
Otros Pasivos No Circulantes	63	55	52	54	55	57	52	53	
Pasivo por Arrendamiento	29	12	7	7	7	7	18	7	
Beneficios a Empleados	34	43	45	46	48	50	34	46	
CAPITAL CONTABLE	2,522	2,037	2,289	2,506	2,712	2,918	1,999	2,222	
Minoritario	1								
Mayoritario	2,521	2,036	2,288	2,505	2,711	2,917	1,998	2,221	
Capital Contribuido	575	575	575	575	575	575	575	575	
Utilidades Acumuladas y Otros	997	827	1,320	1,595	1,830	2,045	949	1,320	
Utilidad del Ejercicio	950	635	393	335	307	298	475	327	
Deuda Total	1,014	1,016	999	1,000	1,000	1,000	997	999	
Deuda Neta	-207	311	124	148	165	169	327	26	
Días Cuentas por Cobrar	38	35	31	35	35	35	35	30	
Días Inventario	20	19	17	19	19	19	19	17	
Días Proveedores	43	40	38	35	35	35	41	39	

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

*Cierres anuales dictaminados por Deloitte.



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

	Año Calendario						Acumulado	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
Ventas Totales	3,868	4,130	4,314	4,355	4,352	4,361	3,097	3,271
Costo de Ventas	2,372	2,528	2,724	2,770	2,768	2,774	1,867	2,043
Utilidad Bruta	1,496	1,602	1,590	1,585	1,584	1,587	1,230	1,229
Gastos de Operación	754	832	844	884	892	903	634	630
Gastos de Administración	600	701	703	740	749	759	535	522
Otros Gastos	153	131	141	143	143	144	98	107
EBITDA	742	770	746	701	691	684	597	599
Depreciación y Amortización	169	179	191	196	208	219	130	144
Depreciación	154	162	174	178	191	202	118	131
Amortización de Arrendamientos	0	17	17	17	17	17	12	13
Utilidad Operativa antes de Otros	573	591	555	505	483	465	466	455
Otros Ingresos y Gastos Netos	-1	136	-70	0	0	0	132	-70
Utilidad Operativa después de Otros	572	727	485	505	483	465	598	385
Ingresos por Intereses	182	100	71	56	45	47	85	55
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	69	73	72	88	95	90	54	54
Intereses Pagados por Arrendamiento	3	3	2	0	0	0	2	2
Ingreso Financiero Neto	109	25	-3	-32	-50	-43	29	-2
Resultado Cambiario	-3	-11	17	6	5	3	-2	21
Resultado Integral de Financiamiento	107	14	14	-26	-45	-40	27	19
Utilidad antes de Impuestos	675	742	499	479	438	425	625	404
Impuestos sobre la Utilidad	205	184	145	144	131	128	152	117
Impuestos Causados	365	245	213	195	179	174	200	175
Impuestos Diferidos	-160	-61	-68	-51	-47	-46	-48	-58
Resultado antes de operaciones discontinuadas	470	558	354	335	307	298	474	288
Operaciones Discontinuadas	477	77	39	0	0	0	1	39
Utilidad Neta Consolidada	947	635	393	335	307	298	475	327
Participación minoritaria en la utilidad	0	0	0	0	0	0	0	0
Participación mayoritaria en la utilidad	947	635	393	335	307	298	475	327
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras UDM</i>	
Cambio en Ventas	-1.0%	6.8%	4.5%	0.9%	-0.1%	0.2%	n.a.	7.2%
Margen Bruto	38.7%	38.8%	36.9%	36.4%	36.4%	36.4%	38.5%	37.2%
Margen EBITDA	19.2%	18.6%	17.3%	16.1%	15.9%	15.7%	17.9%	17.9%
Tasa de Impuestos	30.3%	24.8%	29.1%	30.0%	30.0%	30.0%	24.7%	28.6%
Tasa Pasiva	6.8%	7.2%	7.1%	8.8%	9.5%	9.0%	7.2%	7.3%
Tasa Activa	6.0%	8.0%	6.0%	4.4%	3.6%	3.7%	11.3%	8.5%

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

*Cierres anuales dictaminados por Deloitte.



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

	Año Calendario						Acumulado	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	675	742	499	479	438	425	625	404
Provisiones del Periodo	29	44	39	0	0	0	16	39
Partidas sin Impacto en el Efectivo	29	44	39	0	0	0	16	39
Depreciación y Amortización	167	179	191	196	208	219	130	144
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb. y Negocios Conjuntos	-0	-104	0	0	0	0	-104	0
Intereses a Favor	-182	-100	-71	-56	-45	-47	-85	-55
Otras Partidas de Inversión	5	-0	-14	0	0	0	-14	-14
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	-10	-25	106	140	163	173	-73	74
Intereses Devengados	73	75	88	88	95	90	71	71
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	76	75	88	88	95	90	71	71
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	770	836	732	707	696	688	638	588
Decremento (Incremento) en Clientes	144	-39	-72	-2	-1	-1	-116	-4
Decremento (Incremento) en Inventarios	-9	-3	-5	-1	-0	-0	-1	23
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	2	-61	63	-0	-0	-0	-72	60
Incremento (Decremento) en Proveedores	12	17	-11	1	0	1	0	7
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-202	31	-6	-17	-16	-15	175	32
Capital de trabajo	-52	-56	-31	-19	-16	-15	-14	117
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-380	-356	-244	-195	-179	-174	-261	-206
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-432	-412	-274	-214	-195	-189	-275	-88
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	338	424	457	493	502	499	363	500
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-187	-214	-158	-350	-350	-350	-176	-108
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	216	0	0	0	0	223	0
Disposición de Negocios	745	127	50	0	0	0	2	50
Intereses Cobrados	182	100	83	56	45	47	85	67
Otros Activos	-8	5	-9	0	0	0	-5	-9
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	732	234	-33	-294	-305	-303	130	0
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	1,070	658	424	199	197	196	494	500
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	0	0	0	1,000	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	0	0	0	-999	0	0	0	0
Amortización de Otros Arrendamientos	-17	-16	-16	-17	-17	-17	-11	-12
Intereses Pagados	-73	-71	-88	-88	-95	-90	-71	-71
Financiamiento "Ajeno"	-92	-86	-105	-105	-113	-107	-82	-83
Recompra de Acciones	-271	-429	0	0	0	0	-307	0
Dividendos Pagados	-3,020	-659	-148	-118	-101	-92	-655	-148
Financiamiento "Propio"	-3,290	-1,088	-148	-118	-101	-92	-962	-148
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-3,383	-1,175	-253	-223	-213	-199	-1,045	-231
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-2,313	-517	171	-24	-17	-4	-551	269
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	3,534	1,221	705	876	852	835	1,221	705
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,221	705	876	852	835	831	671	974
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras UDM</i>	
CAPEX de Mantenimiento	-154	-162	-174	-178	-191	-202	-156	-174
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	164	246	267	297	294	280	416	369
Amortización de Deuda	0	0	0	999	0	0	2	2
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización Neta	0	0	0	999	0	0	2	2
Intereses Netos Pagados	-109	-30	5	32	50	43	-16	-11
Servicio de la Deuda	-109	-30	5	1,032	50	43	-14	-10
DSCR	-1.5	-8.3	55.0	0.3	5.8	6.5	-30.0	-37.6
Caja Inicial Disponible	3,534	1,221	705	876	852	835	1,187	671
DSCR con Caja	-33.8	-49.5	200.3	1.1	22.7	25.8	-115.7	-105.9
Deuda Neta a FLE	-1.3	1.3	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8	0.1
Deuda Neta a EBITDA	-0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.0

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

*Cierres anuales dictaminados por Deloitte.



Glosario

El **Flujo de Libre de Efectivo (FLE)** se define como el flujo de caja de las actividades de operación más las necesidades de capital circulante menos una provisión para CAPEX de mantenimiento más los dividendos recibidos, si los hubiera, menos los impuestos pagados y menos los gastos por contratos de arrendamiento financiero, incluidos tanto la amortización como los intereses. El cálculo puede incluir una consideración de Ajuste Especial si se considera que determinados componentes de las cuentas enumeradas no son apropiados para la medida (por ejemplo, no recurrentes, de naturaleza no operativa.). La medida se basa en años calendario.

El **Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus siglas en inglés)** se define como el FLE dividido por el servicio de la deuda. A efectos de este indicador, el servicio de la deuda se define como el gasto financiero neto (gastos financieros menos ingresos financieros) más la amortización obligatoria de la deuda. Se excluyen los pagos anticipados, así como los pagos derivados de *Excess Cash Flow Sweep* (ECFS por sus siglas en inglés). Algunas refinanciaciones de deuda también pueden excluirse del cálculo del servicio de la deuda. También se excluyen los intereses capitalizados de los contratos de crédito que originalmente contemplaban tales intereses. No se excluirán los intereses capitalizados procedentes de reestructuraciones forzosas de deuda. El servicio de la deuda se mide sobre una base de años calendario.

DSCR con Caja. Se trata de la misma métrica que la anterior, con la excepción de que el efectivo al final del período anterior de cuatro trimestres se añade al FLE, al igual que cualquier efectivo reservado exclusivamente para la deuda que se está calificando.

Los **Años de Pago** se definen como la deuda neta dividida por el FLE.

Coficiente entre Activos Comercializables y Pasivos (ACP). Mide la estimación de HR Ratings del valor de mercado de los activos de la entidad calificada con respecto al valor contable de sus pasivos.

Estas métricas tienen las siguientes ponderaciones en la determinación de nuestra calificación cuantitativa preliminar:

Ponderación de Métricas

DSCR	20%
DSCR con Caja	20%
Años de Pago	40%
ACP	20%

El periodo de calificación de este informe consta de cinco periodos calendario, que comprenden dos periodos históricos con información reportada y tres periodos proyectados. El primer periodo proyectado es el trimestre inmediatamente posterior al último periodo con información reportada. Los periodos se definen como sigue con sus respectivas ponderaciones.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Ponderación de Periodos

t-1	13%
t ₀	17%
t ₁	35%
t ₂	20%
t ₃	15%

HR Ratings crea dos escenarios de proyección: Base y Estrés. A efectos de calificación, cada escenario completo incluye los mismos dos periodos históricos, así como sus respectivos escenarios de proyección. El escenario Base tiene una ponderación del 65% y el Estrés del 35%.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores

Metodologías utilizadas para el análisis*	Evaluación de Riesgo Corporativo, febrero 2024.
Calificación anterior	Médica Sur LP: HR AAA con Perspectiva Estable Médica Sur CP HR+1 MEDICA 20: HR AAA con Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	22 de noviembre de 2023
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T22-3T24
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información trimestral pública y cierres anuales dictaminados por Deloitte.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores (en su caso)	n.a.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

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

** HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una NRSRO para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad, emisor o tercero distinto a la entidad o emisor y, por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings de México, o un tercero, han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com

