

Calificación

INCARSO LP
INCARSO CP

Perspectiva

HR AA+
HR+1

Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Contactos

José Luis Cano
Director Ejecutivo de Deuda
Corporativa / ABS
Analista Responsable
joseluis.cano@hrratings.com

José Emilio Rosete Hernández
Analista Senior de Corporativos
emilio.rosete@hrratings.com

Estefanía Cabrera
Analista de Corporativos
estefania.cabrera@hrratings.com

Inmuebles Carso

Inmuebles Carso, S.A. de C.V.

HR AA+
HR+1

Corporativos
10 de diciembre de 2020

HR Ratings ratificó las calificaciones de HR AA+ con Perspectiva Estable y de HR+1 para Inmuebles Carso

La ratificación de las calificaciones para Inmuebles Carso se fundamenta en la relación institucional y sinergias de negocio con Grupo Carso, Banco Inbursa y Control Empresarial de Capitales (Grupo Carso y Banco Inbursa con calificaciones de HR AAA con Perspectiva Estable y HR+1, ratificadas el 1 de abril de 2019 y el 26 de noviembre de 2020, respectivamente). Lo anterior, dado que se considera que, en caso de presentarse un escenario adverso, se cuenta con el apoyo operativo y financiero de dichas entidades. Asimismo, se tomó en cuenta la disminución en los niveles de endeudamiento al 3T20, el cual estuvo 25.8% por debajo de lo observado durante el mismo periodo del año anterior y 23.6% de lo esperado en el escenario base, debido a la amortización programada de la emisión INCARSO 17 por P\$2,000m y la capitalización de P\$3,000m de un crédito que la Empresa tenía. Lo anterior, se vio reflejado en una disminución de la métrica de Años de Pago (DN/FLE) de 2.2 años (vs. 3.4 años al 3T19). Asimismo, se tiene proyectada la liquidación programada de INCARSO 17 durante el 4T21, lo que ocasionará que los niveles de endeudamiento de la Empresa continúen a la baja y con ello se presente un promedio de Años de Pago de DN a FLE de 1.4 años para el periodo proyectado de 2020 a 2023.

Supuestos y Resultados ¹	UDM					Escenario Base			Escenario de Estrés		
	3T19	3T20	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Ventas	4,441	5,023	5,467	5,220	4,930	4,743	6,001	6,551	4,573	5,203	5,475
EBITDA	2,423	2,842	3,305	2,906	2,966	2,647	3,360	3,734	2,474	2,836	2,984
Margen Bruto	73.0%	71.7%	72.9%	71.6%	76.1%	71.0%	71.5%	72.0%	69.0%	69.5%	70.0%
Margen EBITDA	54.6%	56.8%	60.5%	55.7%	60.2%	55.8%	56.0%	57.0%	54.1%	54.5%	54.5%
Utilidad Antes de Impuestos	3,836	3,378	4,802	5,450	3,249	2,343	2,731	3,150	2,177	2,365	2,547
Flujo Libre de Efectivo *	2,971	3,263	1,657	3,346	2,967	3,342	3,256	3,094	2,517	2,261	2,360
CAPEX	2,971	3,263	1,916	6,992	1,982	786	840	2,640	786	240	1,240
Deuda Total	10,996	8,163	11,153	11,067	10,483	7,486	5,111	4,736	7,986	5,986	5,367
Deuda Neta	10,158	7,220	7,239	10,279	9,950	6,299	4,184	3,927	7,129	5,477	4,607
Años de Pago (DN / EBITDA)	4.2	2.5	1.5	1.9	3.1	2.7	1.5	1.2	3.3	2.3	1.8
Años de Pago (DN / FLE)	3.4	2.2	4.4	3.1	3.4	1.9	1.3	1.3	2.8	2.4	2.0
DSCR **	3.9x	1.2x	0.3x	4.4x	3.9x	2.9x	1.2x	5.0x	2.2x	0.8x	2.6x
DSCR con caja inicial	4.9x	1.4x	1.2x	9.6x	5.0x	3.4x	1.6x	6.5x	2.6x	1.1x	3.1x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T20.

*Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Actividades de Operación - Capex de Mantenimiento (Depreciación) + Diferencia en Cambios + Dividendos Cobrados.

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

¹ Cifras en millones de pesos mexicanos.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Comportamiento de los Ingresos Totales.** En los UDM al 3T20, los ingresos estuvieron 3.8% por debajo de lo esperado en el escenario estrés dado que la venta de inmuebles, que estuvo en los niveles esperados respecto al escenario base de la revisión anterior de HR Ratings, no fue suficiente para contrarrestar la caída observada en los ingresos de los segmentos de hotelería y arrendamiento que se vieron fuertemente afectados durante el 2T20 por el cierre temporal de hoteles y centros comerciales, y las limitantes en el porcentaje máximo permitido de ocupación por la contingencia de COVID-19.
- **Disminución en los niveles de Endeudamiento.** Al 3T20, la deuda total estuvo por debajo de lo observado al 3T19 y de lo proyectado en el escenario base de la revisión anterior. Lo anterior, se explica por la amortización programada correspondiente al 4T19 de los CEBURS con clave INCARSO 17 por P\$2,000m, así como la capitalización de P\$3,000m de un crédito durante el 2T20. La disminución en los niveles de endeudamiento se vio reflejado en una métrica de años de pago (DN/FLE) de 2.2 años (vs. 3.4 años observados durante el 3T19 y esperados en el escenario base de la revisión anterior).

Expectativas para Periodos Futuros

- **Recuperación en el nivel de ingresos.** Como consecuencia de una recuperación gradual en el factor de ocupación, se espera que la Empresa recupere los ingresos en los segmentos de arrendamiento y en menor medida en los servicios de hotelería. Esto, en conjunto con una TMAC (2020-2023) de 32.0% para el segmento de venta en inmuebles, ya que se espera una recuperación en el ritmo de venta de vivienda residencial de la compañía, mismas que se mantienen en el inventario, y que corresponden a los desarrollos de Vistas del Bosque, Cezanne, Tlalnepantla y los Consultorios de Star Medica, lo anterior debido a las ventas se han rezagado debido a las limitaciones en términos de autorizaciones.
- **Disminución en los niveles de inversión (CAPEX).** Para el periodo proyectado 2020-2021, se esperaría que la Empresa realice erogaciones de CAPEX únicamente para la finalización de los inmuebles que se encuentran en una etapa avanzada, y que a partir del año 2022 se reactive la inversión en nuevos proyectos y desarrollos.
- **Disminución en los niveles de endeudamiento.** Se esperaría que los niveles de deuda total disminuyan en línea con la liquidación programada de la emisión INCARSO 17 durante 2021, lo que llevaría a que la Empresa llegue a niveles de deuda neta de P\$5,111m en 2021 y de P\$4,736m en 2022 y con ello un promedio de Años de Pago de DN a FLE de 1.4 años y un DSCR de 3.7x para el periodo de 2020-2023.

Factores adicionales considerados

- **Fuerte Vinculación con Grupo Carso, Banco Inbursa y Control Empresarial de Capitales.** En el caso de un escenario con condiciones económicas y financieras adversas, se considera que la Empresa cuenta con el respaldo de Grupo Carso y Banco Inbursa (ambas con calificaciones de HR AAA con Perspectiva Estable y HR+1).
- **Diversificación de Ingresos.** Inmuebles Carso mantiene una robusta cartera de proyectos en el desarrollo de viviendas, oficinas, centros comerciales, hospitales, etc; por lo que cuenta con tres líneas de negocio: renta de inmuebles, venta de inmuebles y hotelería, lo que le permite reducir el riesgo operativo.

Factores que podrían subir la calificación

- **Incremento en el factor de ocupación.** En caso de que el sector correspondiente a servicios hoteleros se recuperara más rápido de lo esperado, incrementando a niveles históricos, se podría ver reflejado en un incremento de la generación en el FLE. Lo anterior se podría ver reflejado en las principales métricas de endeudamiento sosteniendo una métrica de DSCR promedio de 2.1x.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Deterioro en la operación.** En caso de que se observe un mayor deterioro en la venta de inmuebles, sumado a que se extienda la limitación del aforo en el factor de ocupación de las propiedades en renta y hoteles, esto resultaría en un impacto negativo en los resultados operativos de la Empresa, lo que llevaría a un nivel promedio del margen EBITDA por debajo de 50.0%, afectando la generación de FLE y las principales métricas de Años de Pago (DN a FLE) a niveles por encima de 4.4 años promedio y/o un DSCR promedio por debajo de 1.1x.

Anexo - Escenario Base

INCARSO (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)									
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	2023P	3T19	3T20
ACTIVOS TOTALES	69,087	74,063	76,448	78,136	78,515	81,218	84,095	75,102	77,864
Activo Circulante	7,319	3,794	3,581	5,291	4,640	4,500	4,320	2,687	5,117
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	3,914	788	533	1,187	927	810	799	838	943
Cuentas por Cobrar a Clientes	659	321	405	679	561	449	414	293	613
Otras Cuentas por Cobrar Neto	764	979	966	1,108	1,158	1,209	1,263	976	1,026
Pagos Anticipados	535	363	246	190	218	204	211	314	211
Instrumentos Financieros derivados	682	1,089	92	0	0	0	0	82	0
Otros Deudores Diversos	111	145	128	162	145	154	150	138	181
Inventarios	654	108	1,209	1,964	1,631	1,673	1,483	47	2,143
Activos no Circulantes	61,769	70,269	72,868	72,846	73,875	76,718	79,775	72,415	72,746
Inversiones en Subsid. N.C.	2,821	2,917	2,980	2,941	3,154	3,377	3,610	2,957	2,916
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	2,125	2,116	2,099	2,082	2,057	2,033	2,010	2,105	2,088
Propiedades de inversión	55,919	64,442	66,802	66,908	67,708	70,308	73,108	66,372	66,838
Otros Activos LP	904	795	987	914	956	1,000	1,046	981	904
Pagos Anticipados	403	429	475	493	513	534	556	485	488
Depósitos en garantía	478	307	405	324	340	356	374	385	320
Otros	23	59	106	97	103	110	116	111	96
PASIVOS TOTALES	21,398	21,810	21,686	19,421	17,888	18,386	18,875	21,736	19,718
Pasivo Circulante	1,883	1,955	3,583	5,118	3,679	4,222	4,357	3,919	4,630
Pasivo con Costo	93	94	1,500	2,375	375	375	0	2,018	2,177
Proveedores	113	142	211	251	313	361	375	173	271
Impuestos por Pagar	368	299	269	166	168	169	171	180	166
Otros sin Costo	1,309	1,420	1,603	2,326	2,823	3,316	3,812	1,548	2,016
Instrumentos financieros Derivados	0	0	0	485	936	1,382	1,828	0	370
Anticipos	713	789	934	905	941	980	1,019	922	896
Otros	595	631	669	936	946	955	965	612	739
Pasivos no Circulantes	19,516	19,856	18,103	14,303	14,209	14,164	14,518	17,818	15,088
Pasivo con Costo	11,061	10,973	8,983	5,111	4,736	4,361	4,361	8,978	5,986
Impuestos Diferidos	8,313	8,768	8,983	9,042	9,314	9,634	9,978	8,692	8,955
Reserva Beneficio a Empleados y Otros Pasivos	142	114	137	149	158	168	178	148	146
Beneficio a Empleados	67	58	85	95	101	107	113	65	94
Otros Pasivos a LP	74	56	52	54	58	61	65	0	53
CAPITAL CONTABLE	47,689	52,253	54,762	58,716	60,627	62,832	65,220	53,365	58,146
Minoritario	4,256	5,027	5,318	4,724	4,871	5,040	5,224	5,268	4,680
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	4,256	5,027	5,318	4,680	4,680	4,680	4,680	5,268	4,680
Utilidad del Ejercicio	0	0	0	44	191	360	544	0	0
Mayoritario	43,433	47,226	49,444	53,992	55,757	57,792	59,996	48,097	53,466
Capital Contribuido	1,639	1,639	1,639	4,639	4,639	4,639	4,639	1,639	4,639
Utilidades Acumuladas	38,321	41,810	45,577	47,824	49,353	51,118	53,153	45,587	47,824
Utilidad del Ejercicio	3,473	3,777	2,227	1,529	1,765	2,035	2,204	871	1,003
Deuda Total	11,153	11,067	10,483	7,486	5,111	4,736	4,361	10,996	8,163
Deuda Neta	7,239	10,279	9,950	6,299	4,184	3,927	3,563	10,158	7,220
Días Cuenta por Cobrar Clientes	32	34	26	46	33	23	18	27	39
Días Inventario	116	89	105	450	307	270	227	21	387
Días por Pagar Proveedores	32	52	62	63	55	54	54	56	58

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral publicada en la BMV y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T20.

INCARSO (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)									
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	2023P	9M19	9M20
Ventas Netas	5,467	5,220	4,930	4,743	6,001	6,551	6,865	3,084	3,177
Ingresos por hotelería	450	474	479	200	266	333	401	354	154
Venta de Bienes	1,333	703	276	779	1,381	1,706	1,793	97	582
Renta y Otros	3,684	4,043	4,176	3,765	4,354	4,512	4,672	2,633	2,441
Costos de Operación	1,482	1,481	1,178	1,376	1,710	1,834	1,888	773	1,017
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	3,984	3,739	3,753	3,367	4,290	4,716	4,977	2,311	2,160
Gastos de Generales	679	833	787	720	930	983	995	557	529
UOPADA (EBITDA)	3,305	2,906	2,966	2,647	3,360	3,734	3,982	1,754	1,630
Depreciación y Amortización	66	63	64	66	65	64	63	47	49
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos	3,240	2,843	2,902	2,582	3,296	3,670	3,919	1,707	1,581
Otros Ingresos y (gastos) netos	(27)	(39)	(40)	(67)	(51)	(51)	(52)	34	(17)
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	3,213	2,804	2,862	2,515	3,245	3,619	3,867	1,741	1,564
Ingresos por Intereses	243	181	167	145	133	93	88	264	129
Otros Productos Financieros	489	771	175	123	0	0	0	12	123
Intereses Pagados	839	846	826	620	479	335	309	731	557
Otros Gastos Financieros	586	364	1,171	700	451	446	446	1,019	585
Ingreso Financiero Neto	(693)	(257)	(1,655)	(1,053)	(797)	(688)	(668)	(1,474)	(890)
Resultado Cambiario	(40)	2	31	14	71	(5)	(22)	(1)	13
Revaluación en Propiedades de Inversión	2,199	2,625	1,743	739	0	0	0	908	739
Resultado Integral de Financiamiento	1,466	2,370	118	(300)	(727)	(692)	(690)	(567)	(139)
Utilidad después del RIF	4,679	5,174	2,980	2,214	2,519	2,927	3,177	1,174	1,426
Participación en Subsid. no Consolidadas	123	276	269	129	213	223	233	225	103
Utilidad antes de Impuestos	4,802	5,450	3,249	2,343	2,731	3,150	3,410	1,400	1,529
Impuestos sobre la Utilidad	963	1,282	719	606	819	945	1,023	302	362
Impuestos Causados	541	605	586	458	548	625	679	466	300
Impuestos Diferidos	422	677	133	148	272	320	344	(164)	61
Resultado antes de operaciones discontinuadas	3,840	4,168	2,530	1,737	1,912	2,205	2,387	1,098	1,167
Utilidad Neta Consolidada	3,840	4,168	2,530	1,737	1,912	2,205	2,387	1,098	1,167
Participación minoritaria en la utilidad	367	391	303	208	147	170	184	227	164
Participación mayoritaria en la utilidad	3,473	3,777	2,227	1,529	1,765	2,035	2,204	871	1,003
Cifras UDM									
Cambio en Ventas (%)	-18.2%	-4.5%	-5.5%	-3.8%	26.5%	9.2%	4.8%	-12.0%	13.1%
Margen Bruto	72.9%	71.6%	76.1%	71.0%	71.5%	72.0%	72.5%	73.0%	71.7%
Margen EBITDA	60.5%	55.7%	60.2%	55.8%	56.0%	57.0%	58.0%	54.6%	56.6%
Tasa de Impuestos (%)	20.0%	23.5%	22.1%	25.9%	30.0%	30.0%	30.0%	23.5%	23.1%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	2.6	2.5	2.3	2.3	2.9	3.2	3.3	2.1	2.4
Retorno sobre Capital Empleado (%)	-613.5%	99.2%	113.5%	63.7%	83.7%	101.1%	0.0%	98.8%	76.9%
Tasa Pasiva	7.6%	7.6%	7.6%	6.9%	6.9%	6.8%	6.8%	7.6%	6.7%
Tasa Activa	5.5%	8.9%	15.2%	10.6%	6.0%	7.1%	7.0%	15.4%	2.6%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral publicada en la BMV y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T20.

INCARSO (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)									
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	2023P	9M19	9M20
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	4,802	5,450	3,249	2,343	2,731	3,150	3,410	1,400	1,529
Partidas sin Impacto en el Efectivo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización	66	63	64	66	65	64	63	47	49
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	(485)	4	4	0	0	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	(2,193)	(2,583)	(1,767)	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(123)	(276)	(269)	77	(213)	(223)	(233)	225	102
Intereses a Favor	(243)	(181)	(167)	(65)	(133)	(93)	(88)	(184)	(49)
Fluctuación Cambiaria	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas de Inversión	97	(407)	996	220	451	446	446	60	105
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	(2,880)	(3,380)	(1,140)	298	170	193	188	148	208
Intereses Devengados	839	846	826	540	479	335	309	600	477
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	839	846	826	540	479	335	309	600	477
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	2,761	2,916	2,936	3,181	3,380	3,678	3,908	2,148	2,213
Decremento (Incremento) en Clientes	159	338	(84)	(274)	118	112	35	0	(208)
Decremento (Incremento) en Inventarios	341	545	221	656	334	(43)	190	980	477
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(547)	(106)	42	(97)	(103)	(90)	(103)	(599)	(44)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(14)	29	69	40	63	48	14	(31)	60
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(552)	60	159	(371)	57	59	61	(456)	(569)
Capital de trabajo	(614)	865	407	(46)	468	86	198	(106)	(284)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(586)	(684)	(551)	143	(548)	(625)	(679)	(184)	300
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(1,201)	181	(144)	97	(79)	(539)	(482)	(291)	16
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	1,560	3,097	2,792	3,278	3,301	3,139	3,426	1,857	2,229
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inver. de acciones con carácter perm.	(177)	(114)	(41)	(82)	0	0	0	(79)	(82)
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(1,916)	(6,992)	(1,982)	(704)	(840)	(2,640)	(2,840)	(1,522)	(624)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	521	994	0	0	0	0	0	0	0
Adquisición de Negocios	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	155	294	235	110	0	0	0	184	110
Intereses Cobrados	243	181	167	65	133	93	88	133	49
Otros Activos	0	(33)	12	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(1,175)	(5,670)	(1,610)	(611)	(707)	(2,547)	(2,752)	(1,284)	(547)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	385	(2,573)	1,182	2,666	2,594	592	674	573	1,682
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios	3,000	3,065	1,500	1,501	0	0	0	0	1
Financiamientos Bursátiles	4,000	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios y Bursátiles	(8,142)	(3,151)	(2,084)	(5,177)	(2,375)	(375)	(375)	76	(3,000)
Intereses Pagados y otras partidas	(839)	(846)	(826)	(540)	(479)	(335)	(309)	(600)	(477)
Financiamiento "Ajeno"	(1,981)	(932)	(1,410)	(4,217)	(2,854)	(710)	(684)	(524)	(3,476)
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	254	467	79	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	0	0	3,000	0	0	0	0	3,000
Dividendos Pagados	(78)	(88)	(91)	(796)	0	0	0	0	(796)
Financiamiento "Propio"	175	379	(12)	2,204	0	0	0	0	2,204
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(1,806)	(553)	(1,422)	(2,013)	(2,854)	(710)	(684)	(524)	(1,272)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(1,420)	(3,126)	(240)	654	(260)	(118)	(11)	49	410
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(12)	0	(15)	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	5,346	3,914	788	533	1,187	927	810	788	533
Efectivo y equiv. al final del Periodo	3,914	788	533	1,187	927	810	799	838	943
Cifras UDM									
Capex de Mantenimiento	(46)	(44)	(45)	(46)	(45)	(45)	(44)	(42)	(46)
Flujo Libre de Efectivo	1,657	3,346	2,967	3,342	3,256	3,094	3,382	2,971	3,263
Amortización de Deuda	8,142	3,151	2,084	5,177	2,375	375	375	2,942	5,159
Revolencia automática	(3,014)	(3,059)	(1,990)	(4,500)	0	0	0	(2,842)	(3,142)
Amortización de Deuda Final	5,128	93	94	677	2,375	375	375	100	2,018
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	596	665	659	476	346	242	222	664	620
Servicio de la Deuda	5,725	757	753	1,153	2,721	617	597	764	2,638
DSCR	0.3	4.4	3.9	2.9	1.2	5.0	5.7	3.9	1.2
Caja Inicial Disponible	5,346	3,914	788	533	1,187	927	810	788	533
DSCR con Caja Inicial	1.2	9.6	5.0	3.4	1.6	6.5	7.0	4.9	1.4
Deuda Neta a FLE	4.4	3.1	3.4	1.9	1.3	1.3	1.1	3.4	2.2
Deuda Neta a EBITDA	2.2	3.5	3.4	2.4	1.2	1.1	0.9	4.2	2.5

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral publicada en la BMV y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T20.

Anexo - Escenario de Estrés

INCARSO (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)									
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	2023P	9M19	9M20
Ventas Netas	5,467	5,220	4,930	4,573	5,203	5,475	5,709	3,084	3,177
Ingresos por hotelería	450	474	479	190	249	311	377	354	154
Venta de Bienes	1,333	703	276	746	930	1,062	1,125	97	582
Renta y Otros	3,684	4,043	4,176	3,637	4,025	4,102	4,207	2,633	2,441
Costos de Operación	1,482	1,481	1,178	1,416	1,587	1,643	1,684	773	1,017
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	3,984	3,739	3,753	3,157	3,616	3,833	4,025	2,311	2,160
Gastos de Generales	679	833	787	683	780	849	885	557	529
UOPADA (EBITDA)	3,305	2,906	2,966	2,474	2,836	2,984	3,140	1,754	1,630
Depreciación y Amortización	66	63	64	66	66	68	67	47	49
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	3,240	2,843	2,902	2,408	2,769	2,916	3,073	1,707	1,581
Otros Ingresos y (gastos) netos	(27)	(39)	(40)	(67)	(51)	(51)	(52)	34	(17)
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	3,213	2,804	2,862	2,341	2,719	2,865	3,021	1,741	1,564
Ingresos por Intereses	243	181	167	147	154	145	151	264	129
Otros Productos Financieros	489	771	175	123	0	0	0	12	123
Intereses Pagados	839	846	826	627	569	443	395	731	557
Otros Gastos Financieros	586	364	1,171	652	174	147	147	1,019	585
Ingreso Financiero Neto	(693)	(257)	(1,655)	(1,010)	(590)	(444)	(391)	(1,474)	(890)
Resultado Cambiario	(40)	2	31	(19)	58	(10)	(28)	(1)	13
Revaluación en Propiedades de Inversión	2,199	2,625	1,743	739	0	0	0	908	739
Resultado Integral de Financiamiento	1,466	2,370	118	(290)	(532)	(455)	(419)	(567)	(139)
Utilidad después del RIF	4,679	5,174	2,980	2,050	2,187	2,410	2,603	1,174	1,426
Participación en Subsid. no Consolidadas	123	276	269	126	178	137	142	225	103
Utilidad antes de Impuestos	4,802	5,450	3,249	2,177	2,365	2,547	2,744	1,400	1,529
Impuestos sobre la Utilidad	963	1,282	719	556	709	764	823	302	362
Impuestos Causados	541	605	586	425	473	507	546	466	300
Impuestos Diferidos	422	677	133	131	236	257	277	(164)	61
Resultado antes de operaciones discontinuadas	3,840	4,168	2,530	1,621	1,655	1,783	1,921	1,098	1,167
Utilidad Neta Consolidada	3,840	4,168	2,530	1,621	1,655	1,783	1,921	1,098	1,167
Participación minoritaria en la utilidad	367	391	303	199	127	137	148	227	164
Participación mayoritaria en la utilidad	3,473	3,777	2,227	1,421	1,528	1,646	1,773	871	1,003
Cifras UDM									
Cambio en Ventas (%)	-18.2%	-4.5%	-5.5%	-7.3%	13.8%	5.2%	4.3%	-12.0%	13.1%
Margen Bruto	72.9%	71.6%	76.1%	69.0%	69.5%	70.0%	70.5%	73.0%	71.7%
Margen EBITDA	60.5%	55.7%	60.2%	54.1%	54.5%	54.5%	55.0%	54.6%	56.6%
Tasa de Impuestos (%)	20.0%	23.5%	22.1%	25.5%	30.0%	30.0%	30.0%	23.5%	23.1%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	2.6	2.5	2.3	2.2	2.5	2.7	2.7	2.1	2.4
Retorno sobre Capital Empleado (%)	-613.5%	99.2%	113.5%	58.4%	63.4%	69.5%	0.0%	98.8%	76.9%
Tasa Pasiva	7.6%	7.6%	7.6%	6.9%	7.7%	7.8%	7.8%	7.6%	6.7%
Tasa Activa	5.5%	8.9%	15.2%	11.1%	6.9%	8.1%	8.3%	15.4%	2.6%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral publicada en la BMV y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T20.

INCARSO (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)									
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	2023P	3T19	3T20
ACTIVOS TOTALES	69,087	74,063	76,448	78,237	78,341	79,950	81,721	75,102	77,864
Activo Circulante	7,319	3,794	3,581	5,390	5,080	5,314	5,300	2,687	5,117
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	3,914	788	533	857	510	760	669	838	943
Cuentas por Cobrar a Clientes	659	321	405	776	966	903	878	293	613
Otras Cuentas por Cobrar Neto	764	979	966	1,149	1,268	1,400	1,545	976	1,026
Pagos Anticipados	535	363	246	211	233	226	234	314	211
Instrumentos Financieros derivados	682	1,089	92	0	0	0	0	82	0
Otros Deudores Diversos	111	145	128	181	156	170	165	138	181
Inventarios	654	108	1,209	2,217	1,947	1,855	1,809	47	2,143
Activos no Circulantes	61,769	70,269	72,868	72,847	73,261	74,636	76,421	72,415	72,746
Inversiones en Subsid. N.C.	2,821	2,917	2,980	2,939	3,117	3,253	3,395	2,957	2,916
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	2,125	2,116	2,099	2,081	2,055	2,027	2,000	2,105	2,088
Propiedades de inversión	55,919	64,442	66,802	66,908	67,108	68,308	69,908	66,372	66,838
Otros Activos LP	904	795	987	919	981	1,047	1,118	981	904
Pagos Anticipados	403	429	475	496	526	558	593	485	488
Depósitos en garantía	478	307	405	326	352	379	409	385	320
Otros	23	59	106	97	103	110	116	111	96
PASIVOS TOTALES	21,398	21,810	21,686	19,638	18,086	17,913	17,763	21,736	19,718
Pasivo Circulante	1,883	1,955	3,583	4,979	3,307	3,466	3,035	3,919	4,630
Pasivo con Costo	93	94	1,500	2,500	619	592	0	2,018	2,177
Proveedores	113	142	211	244	274	308	319	173	271
Impuestos por Pagar	368	299	269	166	166	166	166	180	166
Otros sin Costo	1,309	1,420	1,603	2,069	2,248	2,399	2,550	1,548	2,016
Instrumentos financieros Derivados	0	0	0	437	611	758	904	0	370
Anticipos	713	789	934	897	900	904	907	922	896
Otros	595	631	669	736	736	737	738	612	739
Pasivos no Circulantes	19,516	19,856	18,103	14,659	14,780	14,447	14,727	17,818	15,088
Pasivo con Costo	11,061	10,973	8,983	5,486	5,367	4,775	4,775	8,978	5,986
Impuestos Diferidos	8,313	8,768	8,983	9,025	9,261	9,518	9,795	8,692	8,955
Reserva Beneficio a Empleados y Otros Pasivos	142	114	137	148	151	154	157	148	146
Beneficio a Empleados	67	58	85	94	96	98	100	65	94
Otros Pasivos a LP	74	56	52	54	55	57	58	0	53
CAPITAL CONTABLE	47,689	52,253	54,762	58,599	60,254	62,037	63,958	53,365	58,146
Minoritario	4,256	5,027	5,318	4,715	4,842	4,979	5,127	5,268	4,680
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	4,256	5,027	5,318	4,680	4,680	4,680	4,680	5,268	4,680
Utilidad del Ejercicio	0	0	0	35	162	299	447	0	0
Mayoritario	43,433	47,226	49,444	53,884	55,412	57,058	58,832	48,097	53,466
Capital Contribuido	1,639	1,639	1,639	4,639	4,639	4,639	4,639	1,639	4,639
Utilidades Acumuladas	38,321	41,810	45,577	47,824	49,245	50,773	52,419	45,587	47,824
Utilidad del Ejercicio	3,473	3,777	2,227	1,421	1,528	1,646	1,773	871	1,003
Deuda Total	11,153	11,067	10,483	7,986	5,986	5,367	4,775	10,996	8,163
Deuda Neta	7,239	10,279	9,950	7,129	5,477	4,607	4,106	10,158	7,220
Días Cuenta por Cobrar Clientes	32	34	26	50	54	50	46	27	39
Días Inventario	116	89	105	453	371	331	302	21	387
Días por Pagar Proveedores	32	52	62	60	53	52	52	56	58

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral publicada en la BMV y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T20.

INCARSO (Estres): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)									
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	2023P	9M19	9M20
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	4,802	5,450	3,249	2,177	2,365	2,547	2,744	1,400	1,529
Partidas sin Impacto en el Efectivo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización	66	63	64	66	66	68	67	47	49
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb. y Negocios Conjuntos	(485)	4	4	0	0	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	(2,193)	(2,583)	(1,767)	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(123)	(276)	(269)	79	(178)	(137)	(142)	225	102
Intereses a Favor	(243)	(181)	(167)	(67)	(154)	(145)	(151)	(184)	(49)
Fluctuación Cambiaria	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas de Inversión	97	(407)	996	172	174	147	147	60	105
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	(2,880)	(3,380)	(1,140)	251	(91)	(67)	(79)	148	208
Intereses Devengados	839	846	826	547	569	443	395	600	477
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	839	846	826	547	569	443	395	600	477
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	2,761	2,916	2,936	2,975	2,843	2,923	3,060	2,148	2,213
Decremento (Incremento) en Clientes	159	338	(84)	(370)	(191)	63	25	0	(208)
Decremento (Incremento) en Inventarios	341	545	221	404	270	92	46	980	477
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(547)	(106)	42	(182)	(179)	(205)	(219)	(599)	(44)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(14)	29	69	33	30	35	11	(31)	60
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(552)	60	159	(581)	7	7	8	(456)	(569)
Capital de trabajo	(614)	865	407	(697)	(62)	(8)	(129)	(106)	(284)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(586)	(684)	(551)	175	(473)	(507)	(546)	(184)	300
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(1,201)	181	(144)	(522)	(535)	(515)	(675)	(291)	16
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	1,560	3,097	2,792	2,453	2,308	2,408	2,385	1,857	2,229
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inver. de acciones con carácter perm.	(177)	(114)	(41)	(82)	0	0	0	(79)	(82)
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(1,916)	(6,992)	(1,982)	(704)	(240)	(1,240)	(1,640)	(1,522)	(624)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	521	994	0	0	0	0	0	0	0
Adquisición de Negocios	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	155	294	235	110	0	0	0	184	110
Intereses Cobrados	243	181	167	67	154	145	151	133	49
Otros Activos	0	(33)	12	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(1,175)	(5,670)	(1,610)	(609)	(86)	(1,095)	(1,489)	(1,284)	(547)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	385	(2,573)	1,182	1,844	2,221	1,313	897	573	1,682
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios	3,000	3,065	1,500	2,001	500	0	0	0	1
Financiamientos Bursátiles	4,000	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios y Bursátiles	(8,142)	(3,151)	(2,084)	(5,177)	(2,500)	(619)	(592)	76	(3,000)
Intereses Pagados y otras partidas	(839)	(846)	(826)	(547)	(569)	(443)	(395)	(800)	(477)
Financiamiento "Ajeno"	(1,981)	(932)	(1,410)	(3,724)	(2,569)	(1,062)	(988)	(524)	(3,476)
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	254	467	79	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	0	0	3,000	0	0	0	0	3,000
Dividendos Pagados	(78)	(88)	(91)	(796)	0	0	0	0	(796)
Financiamiento "Propio"	175	379	(12)	2,204	0	0	0	0	2,204
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(1,806)	(553)	(1,422)	(1,520)	(2,569)	(1,062)	(988)	(524)	(1,272)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(1,420)	(3,126)	(240)	324	(348)	251	(91)	49	410
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(12)	0	(15)	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	5,346	3,914	788	533	857	510	760	788	533
Efectivo y equiv. al final del Periodo	3,914	788	533	857	510	760	669	838	943
Cifras UDM									
Capex de Mantenimiento	(46)	(44)	(45)	(46)	(46)	(48)	(47)	(42)	(46)
Flujo Libre de Efectivo	1,657	3,346	2,967	2,517	2,261	2,360	2,338	2,971	3,263
Amortización de Deuda	8,142	3,151	2,084	5,177	2,500	619	592	2,942	5,159
Revolencia automática	(3,014)	(3,059)	(1,990)	(4,500)	0	0	0	(2,842)	(3,142)
Amortización de Deuda Final	5,128	93	94	677	2,500	619	592	100	2,018
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	596	665	659	481	416	298	244	664	620
Servicio de la Deuda	5,725	757	753	1,158	2,916	917	836	764	2,638
DSCR	0.3	4.4	3.9	2.2	0.8	2.6	2.8	3.9	1.2
Caja Inicial Disponible	5,346	3,914	788	533	857	510	760	788	533
DSCR con Caja Inicial	1.2	9.6	5.0	2.6	1.1	3.1	3.7	4.9	1.4
Deuda Neta a FLE	4.4	3.1	3.4	2.8	2.4	2.0	1.8	3.4	2.2
Deuda Neta a EBITDA	2.2	3.5	3.4	2.9	1.9	1.5	1.3	4.2	2.5

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral publicada en la BMV y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T20.



Credit
Rating
Agency

Inmuebles Carso
Inmuebles Carso, S.A. de C.V.

HR AA+
HR+1

Corporativos
10 de diciembre de 2020

A NRSRO Rating*

HR Ratings Contactos 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

Director General

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Análisis

Dirección General de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas Quirografarias / Soberanos

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

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147
alvaro.rodriguez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549
angel.garcia@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1253 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Dirección General de Análisis Económico

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

Finanzas Públicas Estructuradas / Infraestructura

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

Roberto Soto +52 55 1500 3148
roberto.soto@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 55 1500 3146
luis.miranda@hrratings.com

José Luis Cano + 52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761
alejandra.medina@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



**Credit
Rating
Agency**

Inmuebles Carso

Inmuebles Carso, S.A. de C.V.

HR AA+
HR+1

Corporativos
10 de diciembre de 2020

A NRSRO Rating*

México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

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 2014

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/es/methodology>

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	INCARSO LP: HR AA+, Perspectiva Estable INCARSO CP: HR+1
Fecha de última acción de calificación	INCARSO LP: 23 de octubre de 2019 INCARSO CP: 23 de octubre de 2019
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T16-3T20
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información Financiera anual dictaminada por Deloitte e información financiera trimestral interna.
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, 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).

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, (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 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 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, 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, 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 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).