

## Calificación

INCARSO 15  
INCARSO 17

HR AA+  
HR AA+

Perspectiva

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

Certificados Bursátiles

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

**HR AA+**

Corporativos  
10 de diciembre de 2020

## HR Ratings ratificó la calificación de HR AA+ con Perspectiva Estable, para las emisiones INCARSO 15 y INCARSO 17 de 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.

Las emisiones de Inmuebles Carso, INCARSO 15 y INCARSO 17, se colocaron el 20 de agosto de 2015 y el 30 de noviembre de 2017, respectivamente, por un monto de P\$4,000m cada una, al amparo del Programa de Certificados Bursátiles Con Carácter Revolvente (el Programa) con vigencia de cinco años a partir de su fecha de autorización por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) el 29 de abril de 2015, por un monto de hasta P\$8,000m.

### Características de las Emisiones Vigentes

| Clave de Pizarra | Fecha de Colocación | Fecha de Vencimiento | Tasa de Interés   | Saldo Insoluto* |
|------------------|---------------------|----------------------|-------------------|-----------------|
| INCARSO 15       | 20/08/2015          | 25/08/2025           | Tasa Fija / 7.90% | \$ 4,000        |
| INCARSO 17       | 30/11/2017          | 25/11/2021           | TIIE 28 + 50 pbs  | \$ 2,000        |

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

\* Cifras en millones de pesos

## Principales Factores Considerados

En función de la metodología de HR Ratings, se llevaron a cabo las proyecciones para Inmuebles Carso considerando un escenario base y uno de estrés, en donde se estima la evolución de las principales métricas de análisis, con el principal objetivo de determinar la capacidad de la Empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras en los siguientes años. En la siguiente tabla se pueden observar los resultados históricos y proyectados para los años de 2020 a 2022.

| Supuestos y Resultados <sup>1</sup> | 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%  | 56.6% | 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).

<sup>1</sup> 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**

| <b>INCARSO (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)</b> |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
|--------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                                              | 2017*         | 2018*         | 2019*         | 2020P         | 2021P         | 2022P         | 2023P         | 3T19          | 3T20          |
| <b>ACTIVOS TOTALES</b>                                       | <b>69,087</b> | <b>74,063</b> | <b>76,448</b> | <b>78,136</b> | <b>78,515</b> | <b>81,218</b> | <b>84,095</b> | <b>75,102</b> | <b>77,864</b> |
| <b>Activo Circulante</b>                                     | <b>7,319</b>  | <b>3,794</b>  | <b>3,581</b>  | <b>5,291</b>  | <b>4,640</b>  | <b>4,500</b>  | <b>4,320</b>  | <b>2,687</b>  | <b>5,117</b>  |
| 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         |
| <b>Activos no Circulantes</b>                                | <b>61,769</b> | <b>70,269</b> | <b>72,868</b> | <b>72,846</b> | <b>73,875</b> | <b>76,718</b> | <b>79,775</b> | <b>72,415</b> | <b>72,746</b> |
| 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            |
| <b>PASIVOS TOTALES</b>                                       | <b>21,398</b> | <b>21,810</b> | <b>21,686</b> | <b>19,421</b> | <b>17,888</b> | <b>18,386</b> | <b>18,875</b> | <b>21,736</b> | <b>19,718</b> |
| <b>Pasivo Circulante</b>                                     | <b>1,883</b>  | <b>1,955</b>  | <b>3,583</b>  | <b>5,118</b>  | <b>3,679</b>  | <b>4,222</b>  | <b>4,357</b>  | <b>3,919</b>  | <b>4,630</b>  |
| 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           |
| <b>Pasivos no Circulantes</b>                                | <b>19,516</b> | <b>19,856</b> | <b>18,103</b> | <b>14,303</b> | <b>14,209</b> | <b>14,164</b> | <b>14,518</b> | <b>17,818</b> | <b>15,088</b> |
| 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            |
| <b>CAPITAL CONTABLE</b>                                      | <b>47,689</b> | <b>52,253</b> | <b>54,762</b> | <b>58,716</b> | <b>60,627</b> | <b>62,832</b> | <b>65,220</b> | <b>53,365</b> | <b>58,146</b> |
| <b>Minoritario</b>                                           | <b>4,256</b>  | <b>5,027</b>  | <b>5,318</b>  | <b>4,724</b>  | <b>4,871</b>  | <b>5,040</b>  | <b>5,224</b>  | <b>5,268</b>  | <b>4,680</b>  |
| 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             |
| <b>Mayoritario</b>                                           | <b>43,433</b> | <b>47,226</b> | <b>49,444</b> | <b>53,992</b> | <b>55,757</b> | <b>57,792</b> | <b>59,996</b> | <b>48,097</b> | <b>53,466</b> |
| 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         |
| <b>Deuda Total</b>                                           | <b>11,153</b> | <b>11,067</b> | <b>10,483</b> | <b>7,486</b>  | <b>5,111</b>  | <b>4,736</b>  | <b>4,361</b>  | <b>10,996</b> | <b>8,163</b>  |
| <b>Deuda Neta</b>                                            | <b>7,239</b>  | <b>10,279</b> | <b>9,950</b>  | <b>6,299</b>  | <b>4,184</b>  | <b>3,927</b>  | <b>3,563</b>  | <b>10,158</b> | <b>7,220</b>  |
| <b>Días Cuenta por Cobrar Clientes</b>                       | <b>32</b>     | <b>34</b>     | <b>26</b>     | <b>46</b>     | <b>33</b>     | <b>23</b>     | <b>18</b>     | <b>27</b>     | <b>39</b>     |
| <b>Días Inventario</b>                                       | <b>116</b>    | <b>89</b>     | <b>105</b>    | <b>450</b>    | <b>307</b>    | <b>270</b>    | <b>227</b>    | <b>21</b>     | <b>387</b>    |
| <b>Días por Pagar Proveedores</b>                            | <b>32</b>     | <b>52</b>     | <b>62</b>     | <b>63</b>     | <b>55</b>     | <b>54</b>     | <b>54</b>     | <b>56</b>     | <b>58</b>     |

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.

| <b>INCARSO (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)</b> |         |       |         |         |       |        |       |         |       |
|---------------------------------------------------------------------------|---------|-------|---------|---------|-------|--------|-------|---------|-------|
|                                                                           | 2017*   | 2018* | 2019*   | 2020P   | 2021P | 2022P  | 2023P | 9M19    | 9M20  |
| <b>Ventas Netas</b>                                                       | 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 |
| <b>Costos de Operación</b>                                                | 1,482   | 1,481 | 1,178   | 1,376   | 1,710 | 1,834  | 1,888 | 773     | 1,017 |
| <b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>                      | 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   |
| <b>UOPADA (EBITDA)</b>                                                    | 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    |
| <b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos</b>                          | 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)  |
| <b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>                        | 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   |
| <b>Resultado Integral de Financiamiento</b>                               | 1,466   | 2,370 | 118     | (300)   | (727) | (692)  | (690) | (567)   | (139) |
| <b>Utilidad después del RIF</b>                                           | 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   |
| <b>Utilidad antes de Impuestos</b>                                        | 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    |
| <b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>                      | 3,840   | 4,168 | 2,530   | 1,737   | 1,912 | 2,205  | 2,387 | 1,098   | 1,167 |
| <b>Utilidad Neta Consolidada</b>                                          | 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   |
| <b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>                           | 3,473   | 3,777 | 2,227   | 1,529   | 1,765 | 2,035  | 2,204 | 871     | 1,003 |
| <b>Cifras UDM</b>                                                         |         |       |         |         |       |        |       |         |       |
| 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.



| <b>INCARSO (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                                                                        | 2017*   | 2018*   | 2019*   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 9M19    | 9M20    |
| <b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>                                        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 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 Resul. 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   |
| <b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>                                        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 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   |
| <b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>                                   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 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     |
| <b>Cifras UDM</b>                                                      |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 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  |
| <b>Ventas Netas</b>                                                  | 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 |
| <b>Costos de Operación</b>                                           | 1,482   | 1,481 | 1,178   | 1,416   | 1,587 | 1,643 | 1,684 | 773     | 1,017 |
| <b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>                 | 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   |
| <b>UOPADA (EBITDA)</b>                                               | 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    |
| <b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>            | 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)  |
| <b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>                   | 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   |
| <b>Ingreso Financiero Neto</b>                                       | (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   |
| <b>Resultado Integral de Financiamiento</b>                          | 1,466   | 2,370 | 118     | (290)   | (532) | (455) | (419) | (567)   | (139) |
| <b>Utilidad después del RIF</b>                                      | 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   |
| <b>Utilidad antes de Impuestos</b>                                   | 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    |
| <b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>                 | 3,840   | 4,168 | 2,530   | 1,621   | 1,655 | 1,783 | 1,921 | 1,098   | 1,167 |
| <b>Utilidad Neta Consolidada</b>                                     | 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   |
| <b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>                      | 3,473   | 3,777 | 2,227   | 1,421   | 1,528 | 1,646 | 1,773 | 871     | 1,003 |
| <b>Cifras UDM</b>                                                    |         |       |         |         |       |       |       |         |       |
| 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.

| <b>INCARSO (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)</b> |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
|----------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                                                | 2017*         | 2018*         | 2019*         | 2020P         | 2021P         | 2022P         | 2023P         | 3T19          | 3T20          |
| <b>ACTIVOS TOTALES</b>                                         | <b>69,087</b> | <b>74,063</b> | <b>76,448</b> | <b>78,237</b> | <b>78,341</b> | <b>79,950</b> | <b>81,721</b> | <b>75,102</b> | <b>77,864</b> |
| 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         |
| <b>Activos no Circulantes</b>                                  | <b>61,769</b> | <b>70,269</b> | <b>72,868</b> | <b>72,847</b> | <b>73,261</b> | <b>74,636</b> | <b>76,421</b> | <b>72,415</b> | <b>72,746</b> |
| 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            |
| <b>PASIVOS TOTALES</b>                                         | <b>21,398</b> | <b>21,810</b> | <b>21,686</b> | <b>19,638</b> | <b>18,086</b> | <b>17,913</b> | <b>17,763</b> | <b>21,736</b> | <b>19,718</b> |
| <b>Pasivo Circulante</b>                                       | <b>1,883</b>  | <b>1,955</b>  | <b>3,583</b>  | <b>4,979</b>  | <b>3,307</b>  | <b>3,466</b>  | <b>3,035</b>  | <b>3,919</b>  | <b>4,630</b>  |
| 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           |
| <b>Pasivos no Circulantes</b>                                  | <b>19,516</b> | <b>19,856</b> | <b>18,103</b> | <b>14,659</b> | <b>14,780</b> | <b>14,447</b> | <b>14,727</b> | <b>17,818</b> | <b>15,088</b> |
| 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            |
| <b>CAPITAL CONTABLE</b>                                        | <b>47,689</b> | <b>52,253</b> | <b>54,762</b> | <b>58,599</b> | <b>60,254</b> | <b>62,037</b> | <b>63,958</b> | <b>53,365</b> | <b>58,146</b> |
| <b>Minoritario</b>                                             | <b>4,256</b>  | <b>5,027</b>  | <b>5,318</b>  | <b>4,715</b>  | <b>4,842</b>  | <b>4,979</b>  | <b>5,127</b>  | <b>5,268</b>  | <b>4,680</b>  |
| 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             |
| <b>Mayoritario</b>                                             | <b>43,433</b> | <b>47,226</b> | <b>49,444</b> | <b>53,884</b> | <b>55,412</b> | <b>57,058</b> | <b>58,832</b> | <b>48,097</b> | <b>53,466</b> |
| 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         |
| <b>Deuda Total</b>                                             | <b>11,153</b> | <b>11,067</b> | <b>10,483</b> | <b>7,986</b>  | <b>5,986</b>  | <b>5,367</b>  | <b>4,775</b>  | <b>10,996</b> | <b>8,163</b>  |
| <b>Deuda Neta</b>                                              | <b>7,239</b>  | <b>10,279</b> | <b>9,950</b>  | <b>7,129</b>  | <b>5,477</b>  | <b>4,607</b>  | <b>4,106</b>  | <b>10,158</b> | <b>7,220</b>  |
| 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.



| <b>INCARSO (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|--------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                                                                          | 2017*   | 2018*   | 2019*   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 9M19    | 9M20    |
| <b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>                                          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 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   |
| <b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>                                          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 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   |
| <b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>                                     |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 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)   | (600)   | (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     |
| <b>Cifras UDM</b>                                                        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 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

A NRSRO Rating\*

# Inmuebles Carso

## Certificados Bursátiles

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

# HR AA+

Corporativos  
10 de diciembre de 2020

## 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 Ballínez +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

## Certificados Bursátiles

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

**HR AA+**

A NRSRO Rating\*

Corporativos  
10 de diciembre de 2020

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 15: HR AA+, Perspectiva Estable<br>INCARSO 17: HR AA+, Perspectiva Estable                 |
| Fecha de última acción de calificación                                                                                                                                                                                               | INCARSO 15: 23 de octubre de 2019<br>INCARSO 17: 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 of 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](http://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](http://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).