

Calificación

INCARSO 15

HR AA+

Perspectiva

Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

HR Ratings ratificó la calificación de HR AA+ con Perspectiva Estable para la Emisión INCARSO 15.

La ratificación de la calificación 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 11 de marzo y 30 de noviembre de 2021, 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 3T21, el cual estuvo 21.1% por debajo de lo observado durante el mismo periodo del año anterior y 10.6% de lo esperado en el escenario base, debido a la liquidación del crédito por P\$1,500m con Banco Santander.

La emisión de Inmuebles Carso, INCARSO 15, se colocó el 20 de agosto de 2015, por un monto de P\$4,000m, al amparo del Programa de Certificados Bursátiles Con Carácter Revolvente (el Programa) con vigencia de diez 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.

Contactos

Heinz Cederborg
Director Asociado de Deuda
Corporativa / ABS
Analista Responsable
heinz.cederborg@hrratings.com

Ricardo Espinosa
Analista de Corporativos
ricardo.espinosa@hrratings.com

Emisión de Certificados Bursátiles

Clave de Pizarra	Fecha de Colocación	Fecha de Vencimiento	Tasa de Interés	Días por Vencer	Saldo Insoluto*	Tipo de Deuda
INCARSO 15	20/08/2015	25/08/2025	Tasa Fija / 7.90%	1,349	\$ 3,991	Bursátil

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

*Cifras en millones de pesos

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Crecimiento en nivel de Ingresos y EBITDA.** Durante los UDM al 3T21, la Empresa reportó ingresos totales por P\$5,457m (+8.7% a/a vs. P\$5,023 UDM al 3T20 y -2.5% vs. 5,598m en el escenario base), principalmente impulsado por un crecimiento de 77% en la venta de inventario inmobiliario y mitigado parcialmente por una disminución de -4.1% en arrendamientos. Asimismo, la Empresa reportó un EBITDA 6.9% mayor a lo reportado UDM al 3T20, que sin embargo fue 6.7% menor al escenario base. Ya que el crecimiento reportado en ingresos por venta de inventario inmobiliario se vio afectado por altos costos.
- **Disminución en Nivel de Endeudamiento.** Al 3T21, se observa una deuda total de P\$6,441m, que representa una disminución de -21.1% a/a vs. P\$8,163m reportado al 3T20 y -10.6% vs. 7,205m estimado en el escenario base. Esto es resultado de la amortización de la línea por P\$1,500m con Santander, así como el saldo de P\$677m con Control Empresarial de Capitales y la contratación de una nueva línea con Inbursa por P\$450m.

- **Nivel de FLE.** El Flujo Libre de Efectivo al 3T21 fue de P\$2,514m, que representa una contracción de -23.0% a/a vs. P\$3,263m UDM al 3T20 y de 28.5% vs. P\$3,516m estimado en el escenario base. Esto deriva principalmente de los ajustes por valuación en las propiedades de inversión, el cual fue parcialmente compensado por los resultados de la participación en subsidiarias, mostrando un efecto neto de -P\$1,048m.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Crecimiento en Ingresos.** En línea con la recuperación posterior a la pandemia de COVID-19, principalmente en los sectores de hotelería y centros comerciales, se estima una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) en ingresos de 8.9%, alcanzando una cifra de ingresos totales de P\$6,523m en 2023.
- **Incremento en EBITDA y Margen EBITDA.** En línea con el crecimiento esperado en ingresos, así como una evolución en la composición de ingresos que permita una absorción más eficiente de los costos, estimamos una TMAC promedio de EBITDA de 13.4%, alcanzando un EBITDA de P\$4,016 al cierre 2024, así como un margen EBITDA promedio de 59.9%.
- **Incremento en FLE.** Se espera que la Empresa logre un incremento sostenido en el FLE, a través de requerimientos estables de capital de trabajo, y proyectamos una TMAC de 5.7% en este rubro, alcanzando una cifra de P\$3,396m al cierre de 2024.

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.

Factores que podrían subir la calificación

- **Generación de Flujo mayor a la esperada.** En caso de que la empresa logre optimizar los requerimientos de capital de trabajo y desplazar de forma más eficiente el inventario inmobiliario, podría alcanzar niveles de Flujo Libre de efectivo que se traduzcan en mejoras de las métricas, específicamente un DSCR por encima de 1.46x, así como un DSCR con caja superior a 2.4x, la calificación podría verse beneficiada.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Mayor nivel de endeudamiento al esperado.** En caso de que la empresa recurra a financiamiento adicional, que se traduzca en una métrica de años de pago sobre 2.4x, la calificación podría verse afectada de forma negativa.

Anexo - Escenario Base

Incarso (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)								
	Años Calendario							
	2019*	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	3T20	3T21
ACTIVOS TOTALES	76,448	81,761	83,239	85,883	88,720	91,986	77,864	82,560
Activo Circulante	3,581	5,628	4,479	5,288	6,344	7,940	5,117	4,543
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	533	973	493	660	1,391	2,905	943	707
Cuentas por Cobrar a Clientes	405	575	631	659	683	710	613	417
Otras Cuentas por Cobrar Neto	966	1,108	1,164	1,222	1,283	1,347	1,026	1,127
Inventarios	1,209	2,732	1,939	2,483	2,709	2,686	2,143	2,102
Pagos Anticipados	246	90	94	99	104	109	211	138
Derivados	92	0	0	0	0	0	0	0
Otros Deudores Diversos	128	150	158	166	174	182	181	52
Activos no Circulantes	72,868	76,133	78,760	80,594	82,376	84,047	72,746	78,017
Inversiones en Subsid. N.C.	2,980	3,430	4,122	4,921	5,729	6,545	2,916	3,631
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	2,099	2,468	2,493	2,517	2,543	2,568	2,088	2,457
Propiedades de Inversión	66,802	69,087	71,030	72,016	72,941	73,744	66,838	70,819
Impuestos Diferidos	405	537	550	550	550	550	320	550
Otros Activos LP	581	611	565	589	614	640	584	561
PASIVOS TOTALES	21,686	20,426	18,234	18,383	18,492	18,716	19,718	18,568
Pasivo Circulante	3,583	6,278	1,725	1,822	1,817	5,835	4,630	4,166
Pasivo con Costo	1,500	4,094	613	613	613	4,603	2,177	2,450
Proveedores	211	112	103	181	157	165	271	147
Impuestos por Pagar	269	237	162	163	165	166	166	162
Otros sin Costo	1,603	1,835	848	865	883	901	2,016	1,407
Pasivos no Circulantes	18,103	14,147	16,509	16,561	16,675	12,881	15,088	14,402
Pasivo con Costo	8,983	3,988	5,828	5,216	4,603	0	5,986	3,991
Impuestos Diferidos	8,983	10,030	10,555	11,215	11,936	12,740	8,955	10,288
Reserva Beneficio a Empleados y Otros Pasivos	137	130	125	130	135	141	146	124
CAPITAL CONTABLE	54,762	61,336	65,005	67,500	70,229	73,270	58,146	63,992
Minoritario	5,318	4,792	4,934	5,116	5,315	5,537	4,680	4,861
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	4,624	3,779	3,620	3,620	3,620	3,620	3,821	3,620
Utilidad del Ejercicio	694	1,013	1,314	1,496	1,695	1,917	859	1,241
Mayoritario	49,444	56,544	60,071	62,384	64,914	67,733	53,466	59,131
Capital Contribuido	1,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639
Utilidades Acumuladas	45,577	47,890	51,905	55,432	57,744	60,274	47,824	51,905
Utilidad del Ejercicio	2,227	4,014	3,527	2,313	2,530	2,820	1,003	2,587
Deuda Total	10,483	8,082	6,441	5,828	5,216	4,603	8,163	6,441
Deuda Neta	9,950	7,109	5,948	5,168	3,825	1,698	7,220	5,733
Días Cuenta por Cobrar Clientes	26	45	33	35	35	35	39	33
Días Inventario	100	438	475	445	442	445	370	471
Días por Pagar Proveedores	59	47	26	42	39	36	56	24

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T21.

Incarso (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)								
	Años Calendario						Acumulado al:	
	2019*	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	3T20	3T21
Ventas Netas	4,930	4,636	5,621	6,033	6,284	6,523	3,177	3,998
Ingresos por Hotelería	479	213	338	434	472	496	154	231
Venta de inmobiliario y propiedades de inversión	276	1,066	1,347	1,424	1,479	1,534	582	862
Renta y Otros	4,176	3,357	3,936	4,174	4,333	4,494	2,441	2,904
Costos de Operación	1,242	1,571	1,672	1,699	1,748	1,708	1,066	1,330
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	3,689	3,065	3,949	4,334	4,537	4,816	2,110	2,667
Gastos de Generales	723	639	559	815	803	800	480	425
UOPADA (EBITDA)	2,966	2,426	3,390	3,519	3,734	4,016	1,630	2,242
Depreciación y Amortización	64	63	73	76	77	78	49	54
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	2,902	2,363	3,316	3,443	3,657	3,938	1,581	2,188
Otros Ingresos y (gastos) netos	(40)	(19)	8	8	9	9	(17)	11
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	2,862	2,343	3,325	3,451	3,665	3,947	1,564	2,198
Ingresos por Intereses	167	149	65	115	161	228	129	49
Otros Productos Financieros	175	861	28	0	0	0	123	28
Intereses Pagados	826	1,299	568	802	736	646	557	382
Otros Gastos Financieros	1,171	970	5	0	0	0	585	5
Ingreso Financiero Neto	(1,655)	(1,260)	(481)	(687)	(575)	(417)	(890)	(311)
Resultado Cambiario	31	5	1	0	0	0	13	1
Revaluación en Propiedades de Inversión	1,743	3,895	1,214	0	0	0	739	1,214
Resultado Integral de Financiamiento	118	2,641	735	(687)	(575)	(417)	(139)	905
Utilidad después del RIF	2,980	4,984	4,060	2,764	3,091	3,530	1,426	3,103
Participación en Subsid. no Consolidadas	269	590	792	800	808	816	103	300
Utilidad antes de Impuestos	3,249	5,573	4,852	3,564	3,898	4,345	1,529	3,404
Impuestos sobre la Utilidad	719	1,241	1,023	1,069	1,169	1,304	362	588
Impuestos Causados	586	340	479	410	448	500	300	312
Impuestos Diferidos	133	901	544	659	721	804	61	276
Resultado antes de operaciones discontinuadas	2,530	4,333	3,829	2,495	2,729	3,042	1,167	2,815
Utilidad Neta Consolidada	2,530	4,333	3,829	2,495	2,729	3,042	1,167	2,815
Participación minoritaria en la utilidad	303	318	302	182	199	222	164	228
Participación mayoritaria en la utilidad	2,227	4,014	3,527	2,313	2,530	2,820	1,003	2,587
Cifras UDM								
Cambio en Ventas (%)	-5.5%	-6.0%	21.2%	7.3%	4.2%	3.8%	13.1%	8.7%
Margen Bruto	74.8%	66.1%	70.3%	71.8%	72.2%	73.8%	70.4%	66.4%
Margen EBITDA	60.2%	52.3%	60.3%	58.3%	59.4%	61.6%	56.6%	55.7%
Tasa de Impuestos (%)	22.1%	22.3%	21.1%	30.0%	30.0%	30.0%	23.1%	19.7%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Retorno sobre Capital Empleado (%)	4.4%	3.4%	4.6%	4.7%	4.9%	0.0%	4.1%	4.1%
Tasa Pasiva	7.6%	14.3%	8.0%	13.1%	13.3%	13.2%	6.7%	15.0%
Tasa Activa	15.2%	11.5%	5.1%	7.7%	7.5%	6.7%	2.6%	5.1%

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T21.

Incarso (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)								
	Años Calendario						Acumulado al:	
	2019*	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	3T20	3T21
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	3,249	5,573	4,852	3,564	3,898	4,345	1,529	3,404
Depreciación y Amortización	64	63	73	76	77	78	49	54
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb. y Negocios Conjuntos	4	0	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(269)	590	(191)	(800)	(808)	(816)	102	300
Intereses a Favor	(167)	63	25	(115)	(161)	(228)	(49)	41
Fluctuación Cambiaria	0	0	0	0	0	0	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	(1,140)	(2,758)	(1,143)	(839)	(892)	(966)	208	(654)
Intereses Devengados	826	(1,213)	(189)	802	736	646	477	(375)
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	826	(1,213)	(189)	802	736	646	477	(375)
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	2,936	1,602	3,520	3,527	3,742	4,024	2,213	2,374
Decremento (Incremento) en Clientes	(84)	(163)	(214)	(27)	(25)	(26)	0	0
Decremento (Incremento) en Inventarios	221	894	773	(545)	(225)	23	477	610
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	42	(169)	(617)	(95)	(99)	(104)	(252)	(514)
Incremento (Decremento) en Proveedores	69	(93)	(79)	79	(24)	8	(47)	(34)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	159	198	(1,312)	24	24	25	(462)	(754)
Capital de trabajo	407	666	(1,450)	(564)	(349)	(74)	(284)	(692)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(551)	339	109	(410)	(448)	(500)	300	275
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(144)	1,006	(1,341)	(974)	(797)	(574)	16	(417)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	2,792	2,608	2,178	2,553	2,945	3,450	2,229	1,957
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inver. de acciones con carácter perm.	(41)	(918)	0	0	0	0	(82)	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(1,982)	(624)	(615)	(1,087)	(1,027)	(906)	(624)	(349)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	624	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	167	63	57	115	161	228	49	41
Otros Activos	12	0	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(1,610)	(703)	(375)	(972)	(866)	(678)	(547)	(124)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	1,182	1,905	1,804	1,581	2,079	2,772	1,682	1,832
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	1,500	577	3,900	0	0	0	1	1,450
Otros Financiamientos	0	3,000	0	0	0	0	3,000	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(2,084)	(3,000)	(5,527)	(613)	(613)	(613)	(3,000)	(3,077)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Otros Financiamientos (see note)	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	(826)	(1,213)	(561)	(802)	(736)	(646)	(477)	(375)
Intereses Pagados por arrendamientos	0	0	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Ajeno"	(1,410)	(636)	(2,188)	(1,414)	(1,348)	(1,258)	(476)	(2,002)
Dividendos Pagados	(91)	(830)	(95)	0	0	0	(796)	(95)
Financiamiento "Propio"	(12)	(830)	(95)	0	0	0	(796)	(95)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(1,422)	(1,466)	(2,284)	(1,414)	(1,348)	(1,258)	(1,272)	(2,098)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(240)	439	(480)	167	731	1,514	410	(265)
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(15)	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	788	533	973	493	660	1,391	533	973
Efectivo y equiv. al final del Periodo	533	973	493	660	1,391	2,905	943	707
Cifras UDM								
Capex de Mantenimiento	(45)	(44)	(51)	(53)	(54)	(54)	(46)	(48)
Ajustes especiales	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	2,967	2,716	2,311	2,500	2,891	3,396	3,263	2,514
Amortización de Deuda	2,084	3,000	5,527	613	613	613	5,159	3,077
Revolencia automática	(1,990)	(1,500)	(1,433)	0	0	0	(3,142)	(900)
Amortización de Deuda Final	94	1,500	4,094	613	613	613	2,018	2,177
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	659	1,150	504	687	575	417	620	1,056
Servicio de la Deuda	753	2,650	4,598	1,299	1,187	1,030	2,638	3,233
DSCR	3.9	1.0	0.5	1.9	2.4	3.3	1.2	0.8
Caja Inicial Disponible	788	533	973	493	660	1,391	838	943
DSCR con Caja Inicial	5.0	1.2	0.7	2.3	3.0	4.6	1.6	1.1
Deuda Neta a FLE	3.4	2.6	2.6	2.1	1.3	0.5	2.2	2.3
Deuda Neta a EBITDA	3.4	2.9	1.8	1.5	1.0	0.4	2.5	1.9

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T21.

Anexo - Escenario de Estrés

Incarso (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)								
	Años Calendario							
	2019*	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	3T20	3T21
ACTIVOS TOTALES	76,448	81,761	82,878	85,147	87,445	89,608	77,864	82,560
Activo Circulante	3,581	5,628	4,118	4,553	5,069	5,562	5,117	4,543
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	533	973	302	172	354	733	943	707
Cuentas por Cobrar a Clientes	405	575	553	572	590	609	613	417
Otras Cuentas por Cobrar Neto	966	1,108	1,186	1,269	1,358	1,453	1,026	1,127
Inventarios	1,209	2,732	1,825	2,275	2,489	2,476	2,143	2,102
Pagos Anticipados	246	90	94	99	104	109	211	138
Derivados	92	0	0	0	0	0	0	0
Otros Deudores Diversos	128	150	158	166	174	182	181	52
Activos no Circulantes	72,868	76,133	78,760	80,594	82,376	84,047	72,746	78,017
Inversiones en Subsid. N.C.	2,980	3,430	4,122	4,921	5,729	6,545	2,916	3,631
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	2,099	2,468	2,493	2,517	2,543	2,568	2,088	2,457
Propiedades de Inversión	66,802	69,087	71,030	72,016	72,941	73,744	66,838	70,819
Impuestos Diferidos	405	537	550	550	550	550	320	550
Otros Activos LP	581	611	565	589	614	640	584	561
PASIVOS TOTALES	21,686	20,426	18,145	18,430	18,627	18,492	19,718	18,568
Pasivo Circulante	3,583	6,278	1,708	1,851	1,950	5,956	4,630	4,166
Pasivo con Costo	1,500	4,094	613	688	763	4,753	2,177	2,450
Proveedores	211	112	86	135	140	136	271	147
Impuestos por Pagar	269	237	162	163	165	166	166	162
Otros sin Costo	1,603	1,835	848	865	883	901	2,016	1,407
Pasivos no Circulantes	18,103	14,147	16,437	16,579	16,677	12,536	15,088	14,402
Pasivo con Costo	8,983	3,988	5,828	5,441	4,978	225	5,986	3,991
Impuestos Diferidos	8,983	10,030	10,483	11,008	11,563	12,170	8,955	10,288
Reserva Beneficio a Empleados y Otros Pasivos	137	130	125	130	135	141	146	124
CAPITAL CONTABLE	54,762	61,336	64,733	66,718	68,818	71,116	58,146	63,992
Minoritario	5,318	4,792	4,915	5,059	5,212	5,380	4,680	4,861
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	4,624	3,779	3,620	3,620	3,620	3,620	3,821	3,620
Utilidad del Ejercicio	694	1,013	1,295	1,439	1,592	1,760	859	1,241
Mayoritario	49,444	56,544	59,818	61,658	63,606	65,737	53,466	59,131
Capital Contribuido	1,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639
Utilidades Acumuladas	45,577	47,890	51,905	55,179	57,019	58,967	47,824	51,905
Utilidad del Ejercicio	2,227	4,014	3,274	1,840	1,948	2,131	1,003	2,587
Deuda Total	10,483	8,082	6,441	6,128	5,741	4,978	8,163	6,441
Deuda Neta	9,950	7,109	6,139	5,956	5,386	4,246	7,220	5,733
Días Cuenta por Cobrar Clientes	26	45	34	40	40	40	39	33
Días Inventario	100	438	475	459	459	474	370	471
Días por Pagar Proveedores	59	47	25	26	26	26	56	24

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T21.

Incarso (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)								
	Años Calendario						Acumulado al:	
	2019*	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	3T20	3T21
Ventas Netas	4,930	4,636	5,242	5,289	5,467	5,640	3,177	3,998
Ingresos por Hotelaría	479	213	306	341	357	368	154	231
Venta de inmobiliario y propiedades de inversión	276	1,066	1,200	1,205	1,244	1,284	582	862
Renta y Otros	4,176	3,357	3,736	3,743	3,865	3,988	2,441	2,904
Costos de Operación	1,242	1,571	1,649	1,501	1,536	1,484	1,066	1,330
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	3,689	3,065	3,593	3,788	3,931	4,156	2,110	2,667
Gastos de Generales	723	639	593	960	990	1,038	480	425
UOPADA (EBITDA)	2,966	2,426	3,000	2,828	2,941	3,118	1,630	2,242
Depreciación y Amortización	64	63	73	76	77	78	49	54
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	2,902	2,363	2,927	2,752	2,864	3,041	1,581	2,188
Otros Ingresos y (gastos) netos	(40)	(19)	8	8	9	9	(17)	11
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	2,862	2,343	2,936	2,760	2,872	3,049	1,564	2,198
Ingresos por Intereses	167	149	65	82	97	123	129	49
Otros Productos Financieros	175	861	28	0	0	0	123	28
Intereses Pagados	826	1,299	568	807	775	705	557	382
Otros Gastos Financieros	1,171	970	5	0	0	0	585	5
Ingreso Financiero Neto	(1,655)	(1,260)	(481)	(724)	(679)	(582)	(890)	(311)
Resultado Cambiario	31	5	1	0	0	0	13	1
Revaluación en Propiedades de Inversión	1,743	3,895	1,214	0	0	0	739	1,214
Resultado Integral de Financiamiento	118	2,641	735	(724)	(679)	(582)	(139)	905
Utilidad después del RIF	2,980	4,984	3,671	2,036	2,194	2,467	1,426	3,103
Participación en Subsid. no Consolidadas	269	590	792	800	808	816	103	300
Utilidad antes de Impuestos	3,249	5,573	4,462	2,836	3,001	3,283	1,529	3,404
Impuestos sobre la Utilidad	719	1,241	906	851	900	985	362	588
Impuestos Causados	586	340	434	326	345	378	300	312
Impuestos Diferidos	133	901	472	525	555	607	61	276
Resultado antes de operaciones discontinuadas	2,530	4,333	3,556	1,985	2,101	2,298	1,167	2,815
Utilidad Neta Consolidada	2,530	4,333	3,556	1,985	2,101	2,298	1,167	2,815
Participación minoritaria en la utilidad	303	318	282	145	153	167	164	228
Participación mayoritaria en la utilidad	2,227	4,014	3,274	1,840	1,948	2,131	1,003	2,587
Cifras UDM								
Cambio en Ventas (%)	-5.5%	-6.0%	13.1%	0.9%	3.4%	3.2%	13.1%	8.7%
Margen Bruto	74.8%	66.1%	68.5%	71.6%	71.9%	73.7%	70.4%	66.4%
Margen EBITDA	60.2%	52.3%	57.2%	53.5%	53.8%	55.3%	56.6%	55.7%
Tasa de Impuestos (%)	22.1%	22.3%	20.3%	30.0%	30.0%	30.0%	23.1%	19.7%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Retorno sobre Capital Empleado (%)	4.4%	3.4%	4.0%	3.7%	3.8%	0.0%	4.1%	4.1%
Tasa Pasiva	7.6%	14.3%	8.0%	13.0%	13.3%	13.2%	6.7%	15.0%
Tasa Activa	15.2%	11.5%	5.3%	8.0%	7.9%	7.2%	2.6%	5.1%

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T21.

Incarso (Estres): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)								
	Años Calendario						Acumulado al:	
	2019*	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	3T20	3T21
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	3,249	5,573	4,462	2,836	3,001	3,283	1,529	3,404
Depreciación y Amortización	64	63	73	76	77	78	49	54
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	4	0	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(269)	590	(191)	(800)	(808)	(816)	102	300
Intereses a Favor	(167)	63	25	(82)	(97)	(123)	(49)	41
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	(1,140)	(2,758)	(1,143)	(806)	(827)	(861)	208	(654)
Intereses Devengados	826	(1,213)	(189)	807	775	705	477	(375)
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	826	(1,213)	(189)	807	775	705	477	(375)
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	2,936	1,602	3,130	2,836	2,949	3,127	2,213	2,374
Decremento (Incremento) en Clientes	(84)	(163)	(136)	(19)	(18)	(18)	0	0
Decremento (Incremento) en Inventarios	221	894	887	(450)	(213)	13	477	610
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	42	(169)	(640)	(119)	(127)	(135)	(252)	(514)
Incremento (Decremento) en Proveedores	69	(93)	(95)	49	5	(4)	(47)	(34)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	159	198	(1,312)	24	24	25	(462)	(754)
Capital de trabajo	407	666	(1,296)	(516)	(329)	(120)	(284)	(692)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(551)	339	153	(326)	(345)	(378)	300	275
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(144)	1,006	(1,143)	(842)	(674)	(498)	16	(417)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	2,792	2,608	1,988	1,994	2,275	2,629	2,229	1,957
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inver. de acciones con carácter perm.	(41)	(918)	0	0	0	0	(82)	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(1,982)	(624)	(615)	(1,087)	(1,027)	(906)	(624)	(349)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	624	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	167	63	57	82	97	123	49	41
Otros Activos	12	0	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(1,610)	(703)	(375)	(1,005)	(930)	(783)	(547)	(124)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	1,182	1,905	1,613	990	1,345	1,846	1,682	1,832
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	1,500	577	3,900	300	300	0	1	1,450
Otros Financiamientos	0	3,000	0	0	0	0	3,000	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(2,084)	(3,000)	(5,527)	(613)	(688)	(763)	(3,000)	(3,077)
Intereses Pagados y otras partidas	(826)	(1,213)	(561)	(807)	(775)	(705)	(477)	(375)
Intereses Pagados por arrendamientos	0	0	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Ajeno"	(1,410)	(636)	(2,188)	(1,119)	(1,163)	(1,467)	(476)	(2,002)
Dividendos Pagados	(91)	(830)	(95)	0	0	0	(796)	(95)
Financiamiento "Propio"	(12)	(830)	(95)	0	0	0	(796)	(95)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(1,422)	(1,466)	(2,284)	(1,119)	(1,163)	(1,467)	(1,272)	(2,098)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(240)	439	(671)	(130)	182	378	410	(265)
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(15)	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	788	533	973	302	172	354	533	973
Efectivo y equiv. al final del Periodo	533	973	302	172	354	733	943	707
Cifras UDM								
Capex de Mantenimiento	(45)	(44)	(51)	(53)	(54)	(54)	(46)	(48)
Flujo Libre de Efectivo	2,967	2,716	2,120	1,941	2,221	2,575	3,263	2,514
Amortización de Deuda	2,084	3,000	5,527	613	688	763	5,159	3,077
Revolencia automática	(1,990)	(1,500)	(1,433)	0	0	0	(3,142)	(900)
Amortización de Deuda Final	94	1,500	4,094	613	688	763	2,018	2,177
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	659	1,150	504	724	679	582	620	1,056
Servicio de la Deuda	753	2,650	4,598	1,337	1,366	1,344	2,638	3,233
DSCR	3.9	1.0	0.5	1.5	1.6	1.9	1.2	0.8
Caja Inicial Disponible	788	533	973	302	172	354	838	943
DSCR con Caja Inicial	5.0	1.2	0.7	1.7	1.8	2.2	1.6	1.1
Deuda Neta a FLE	3.4	2.6	2.9	3.1	2.4	1.6	2.2	2.3
Deuda Neta a EBITDA	3.4	2.9	2.0	2.1	1.8	1.4	2.5	1.9

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T21.



Credit
Rating
Agency

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

HR AA+
HR+1

Corporativos
21 de diciembre de 2021

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

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Análisis

Dirección General de Análisis / Análisis Económico

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

FP Estructuradas / Infraestructura

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

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

Instituciones Financieras / ABS

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

Akira Hirata +52 55 8647 3837
akira.hirata@hrratings.com

FP Quirografarias / Deuda Soberana / Análisis Económico

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

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

Deuda Corporativa / ABS

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

Heinz Cederborg +52 55 8647 3834
heinz.cederborg@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

Operaciones

Dirección de Operaciones

Daniela Dosal +52 55 1253 6541
daniela.dosal@hrratings.com

Hoja 9 de 11

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadoradora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

Twitter: @HRRATINGS



**Credit
Rating
Agency**

Inmuebles Carso

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

HR AA+
HR+1

Corporativos
21 de diciembre de 2021

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:

Metodología de Deuda Quirografaria y de Flujos Futuros Dependientes de Corporativos, agosto de 2021

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 Programa Dual LP 2015: HR AA+, Perspectiva Estable Programa Dual CP 2015: HR+1 Programa Dual CP 2018: HR+1 INCARSO 15: HR AA+, Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	INCARSO LP: 10 de diciembre de 2020 INCARSO CP: 10 de diciembre de 2020 Programa Dual LP 2015: 10 de diciembre de 2020 Programa Dual CP 2015: 10 de diciembre de 2020 Programa Dual CP 2018: 10 de diciembre de 2020 INCARSO 15: 10 de diciembre de 2020
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T16 – 3T21
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

Hoja 10 de 11

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

Twitter: @HRRATINGS



**Credit
Rating
Agency**

Inmuebles Carso

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

HR AA+
HR+1

Corporativos
21 de diciembre de 2021

*A NRSRO Rating**

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).