

Calificación

INCARSO 15

HR AAA

Perspectiva

Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Contactos

Heinz Cederborg
Director de Corporativos / ABS
Analista Responsable
heinz.cederborg@hrratings.com

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

Alfredo Márquez
Analista de Corporativos
alfredo.marquez@hrratings.com

HR Ratings revisó al alza la calificación de HR AA+ a AAA y mantuvo la Perspectiva Estable para la emisión INCARSO 15.

La revisión al alza de la calificación de Inmuebles Carso S.A.B. de C.V. (Incarso y/o la Empresa) se basa principalmente en la generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) de P\$4,767m, la cual fue 90% mayor a lo estimado en el escenario base. Adicionalmente, esta revisión al alza también toma en cuenta la reducción en los saldos de deuda total y deuda neta de la Empresa, como consecuencia de las amortizaciones de la misma. Asimismo, el análisis de escenarios considera un crecimiento en ingresos en línea con los ajustes inflacionarios estimados, así como una distribución de ventas en línea con lo observado en los últimos doce meses (UDM) al tercer trimestre de 2022 (3T22). Asimismo, esperamos que la eficiencia operativa de la Empresa compense el efecto de las presiones inflacionarias en costos y gastos de operación, lo que permitiría a la Empresa registrar un margen EBITDA promedio de 58.9% durante el periodo proyectado y, derivado de lo anterior, estimamos requerimientos estables en capital de trabajo, que se traducirían en una generación de FLE de P\$4,507m hacia el cierre de 2025.

Resultados y Supuestos: Métricas de Calificación

	UDM al		Escenario Base UDM al			Escenario Estrés UDM al			TMAC 21-25*		Estrés vs. Base*
	3T21	3T22	3T23P	3T24P	3T25P	3T23P	3T24P	3T25P	Base	Estrés	
Ingresos	5,457	5,852	6,333	6,628	6,935	6,056	6,259	6,465	5.8%	3.4%	-5.6%
EBITDA	3,037	3,255	3,771	4,069	4,347	3,210	3,361	3,562	10.1%	3.0%	-16.9%
Margen EBITDA	55.7%	55.6%	59.6%	61.4%	62.7%	53.0%	53.7%	55.1%	7.05pp	-0.53pp	-11.9%
Flujo Libre de Efectivo ¹	2,514	4,767	3,954	3,619	3,898	3,004	2,816	2,979	-6.5%	-15%	-23.3%
Servicio de la Deuda	4,133	3,911	284	300	263	195	235	227	-59.3%	-61.3%	-22.4%
Deuda Total	6,441	3,993	3,993	3,993	3,993	3,993	3,993	3,993	n.a.	n.a.	n.a.
Deuda Neta	5,733	2,667	1,771	1,320	704	1,864	1,391	853	-35.9%	-31.6%	8.2%
Años de Pago (DN/FLE)	2.3	0.6	0.4	0.4	0.2	0.6	0.5	0.3	n.a.	n.a.	n.a.
DSCR ²	0.6x	1.2x	2.1x	2.1x	2.1x	2.1x	2.1x	2.1x	n.a.	n.a.	0.0%
DSCR con caja ²	4.0x	3.8x	3.8x	3.8x	3.8x	3.8x	3.8x	3.8x	n.a.	n.a.	0.0%
ACP ³	2.7x	3.1x	3.2x	3.2x	3.2x	3.2x	3.3x	3.3x	10pbs	17pbs	1.9%

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa. Cifras monetarias en millones de dólares

1. Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Actividades de Operación - Capex de Mantenimiento + Diferencia en Cambios + Dividendos Cobrados - Intereses y Amortizaciones de contratos de arrendamiento.

2. Cobertura del Servicio de la Deuda = FLE / Servicio de la Deuda (Intereses Netos Pagados + Amortizaciones de Principal). En la métrica de DSCR con caja inicial se agrega al FLE el efectivo disponible al cierre del ejercicio anterior.

3. Activos comercializables a pasivos totales.

*Los movimientos en el margen EBITDA se expresan en puntos porcentuales, los de las métricas de calificación en puntos base. Estrés vs. Base compara el acumula de los dos escenarios.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Nivel de Ingresos Totales y Margen EBITDA.** En los UDM al 3T22, Inmuebles Carso presentó ingresos de P\$5,852 (+7.2% vs UDM 3T22 y -1.8% vs escenario base). Este resultado se debió principalmente a la recuperación de los niveles de afluencia previos a la pandemia del COVID-19, lo que incrementó los ingresos en arrendamiento en 13.3% y, los ingresos en servicios y operación de hotelería en 62.5%; ambos incrementos lograron compensar la disminución en los ingresos de venta de inmobiliario en 10.6%. Asimismo, la Empresa registró un margen EBITDA en línea con los UDM al 3T21, pero -174 pbs respecto al escenario base, como consecuencia de incrementos en los costos de ventas y gastos operativos ante aumentos en mantenimiento de edificios y seguridad.

- **Disminución en niveles de Endeudamiento.** Inmuebles Carso presentó una deuda de P\$3,993m, que representa una disminución de -38.0% a/a vs. P\$6,441m al 3T22 y -33.2% vs. P\$5,981 en el escenario base. Esto como resultado de la amortización correspondiente de los CEBURS con clave INCARSO 17 por \$P2,000m y, el pago de la contratación de crédito bancario con Inbursa por P\$450m.
- **Generación de FLE.** Se presentó una generación de Flujo Libre de Efectivo al 3T22 de P\$4,767m vs. P\$2,514m el año anterior y P\$2,412m esperado en el escenario base. Este incremento se debió por menores presiones en el capital de trabajo, mejores resultados operativos a través de mayores ingresos.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Crecimiento en Ingresos.** Durante el periodo proyectado, nuestros escenarios consideran un crecimiento de ingresos en línea con los ajustes inflacionarios estimados para cada periodo. Adicionalmente, estimamos que los ingresos se mantengan en una distribución similar a la observada actualmente. Con lo anterior, estimamos ingresos totales por P\$7,011m hacia 2025, lo cual se traduce en una TMAC de 7.2%
- **Expansión de margen EBITDA.** A pesar de que el escenario base considera que se mantengan las presiones inflacionarias en el costo tanto de insumos como de gastos de operación, se espera que la Empresa pueda presentar eficiencias operativas que compensen por ello. Con lo anterior, se espera una expansión en el margen EBITDA, el cual registraría 62.9% al cierre de 2025, así como un promedio de 59.9% a lo largo del periodo proyectado.
- **Estabilidad en requerimientos de capital de trabajo.** En línea con las estimaciones relacionadas con los resultados operativos, nuestros escenarios esperan que el capital de trabajo muestre requerimientos estables durante el periodo proyectado. Lo anterior deriva en una expectativa de TMAC de 3.5% para el periodo 2022-2025, la cual se traduce en una generación total de FLE de P\$4,507m al cierre de dicho periodo.

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).

Factores que podrían bajar la calificación

- **Adquisición de deuda adicional.** En caso de que la Empresa recurra a financiamiento adicional y este genere una métrica de años de pago sobre 2.4x, la calificación podría verse afectada de forma negativa.

Anexo - Escenario Base

Inmuebles Carso S.A.B. de C.V.(Base): Balance en Pesos Nominales (millones)									
	Años Calendario							Al cierre:	
	2019*	2020*	2021*	2022P	2023P	2024P	2025P	3T21	3T22
ACTIVOS TOTALES	76,448	81,761	84,393	87,341	90,987	94,875	95,262	82,560	86,276
Activo Circulante	3,581	5,628	5,528	5,808	6,409	7,041	4,070	4,543	6,009
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	533	973	810	1,723	2,611	3,383	555	707	1,326
Cuentas por Cobrar a Clientes	405	575	436	468	455	442	425	417	534
Otras Cuentas por Cobrar Neto	966	1,108	1,061	850	791	712	641	1,127	850
Inventarios	1,209	2,732	3,127	2,676	2,469	2,410	2,343	2,102	3,037
Pagos Anticipados	246	90	38	50	41	50	61	138	222
Otros Deudores Diversos	128	150	56	41	41	43	44	52	39
Activos no Circulantes	72,868	76,133	78,865	81,533	84,578	87,835	91,192	78,017	80,267
Inversiones en Subsid. N.C.	2,980	3,430	3,705	3,891	4,447	5,015	5,593	3,631	3,716
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	2,099	2,468	2,445	2,528	2,612	2,701	2,794	2,457	2,408
Propiedades de Inversión	66,802	69,087	71,763	74,184	76,659	79,258	81,988	70,819	73,203
Impuestos Diferidos	405	537	357	380	380	380	380	550	380
Otros Activos LP	581	611	595	550	480	481	437	561	559
PASIVOS TOTALES	21,686	20,426	18,298	17,222	17,821	18,424	15,222	18,568	16,840
Pasivo Circulante	3,583	6,278	3,553	2,087	2,179	6,255	2,477	4,166	1,819
Pasivo con Costo	1,500	4,094	1,500	0	0	3,993	0	2,450	0
Proveedores	211	112	189	207	225	233	251	147	183
Impuestos por Pagar	269	237	254	318	333	348	364	162	228
Otros sin Costo	1,603	1,835	1,610	1,562	1,621	1,681	1,862	1,407	1,408
Pasivos no Circulantes	18,103	14,147	14,745	15,135	15,642	12,169	12,745	14,402	15,021
Pasivo con Costo	8,983	3,988	3,992	3,993	3,993	0	0	3,991	3,993
Impuestos Diferidos	8,983	10,030	10,653	11,036	11,510	12,020	12,578	10,288	10,923
Reserva Beneficio a Empleados y Otros Pasivos	137	130	100	105	139	149	167	124	105
CAPITAL CONTABLE	54,762	61,336	66,096	70,118	73,166	76,451	80,041	63,992	69,435
Minoritario	5,318	4,792	4,998	5,179	5,409	5,657	5,928	4,861	5,124
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	4,624	3,779	3,556	3,393	3,393	3,393	3,393	3,620	3,393
Utilidad del Ejercicio	694	1,013	1,442	1,786	2,016	2,264	2,535	1,241	1,731
Mayoritario	49,444	56,544	61,097	64,939	67,757	70,794	74,113	59,131	64,312
Capital Contribuido	1,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639
Utilidades Acumuladas	45,577	47,890	51,915	56,361	60,098	62,899	65,916	51,905	56,459
Utilidad del Ejercicio	2,227	4,014	4,543	3,939	3,020	3,256	3,557	2,587	3,214
Deuda Total	10,483	8,082	5,492	3,993	3,993	3,993	0	6,441	3,993
Deuda Neta	9,950	7,109	4,681	2,270	1,383	610	(555)	5,733	2,667
Días Cuenta por Cobrar Clientes	26	45	31	29	29	29	29	33	29
Días Inventario	100	438	509	531	531	530	531	471	557
Días por Pagar Proveedores	59	47	29	33	33	33	33	24	33

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 4T22.

Inmuebles Carso S.A.B. de C.V. (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)									
	Años Calendario							Acumulado al:	
	2019*	2020*	2021*	2022P	2023P	2024P	2025P	3T21	3T22
Ventas Netas	4,930	4,636	5,366	5,967	6,403	6,701	7,011	3,998	4,484
Ingresos por Hotelería	479	213	339	477	495	513	532	231	365
Venta de inmobiliario y propiedades de inversión	276	1,066	1,107	1,213	1,259	1,306	1,354	862	959
Renta y Otros	4,176	3,357	3,919	4,277	4,649	4,881	5,125	2,904	3,160
Costos de Operación	1,242	1,571	1,770	1,988	1,781	1,797	1,853	1,330	1,527
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	3,689	3,065	3,596	3,979	4,622	4,903	5,159	2,667	2,957
Gastos de Generales	723	639	596	709	781	782	742	425	460
UOPADA (EBITDA)	2,966	2,426	3,000	3,270	3,842	4,121	4,417	2,242	2,497
Depreciación y Amortización	64	63	72	69	69	71	74	54	52
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	2,902	2,363	2,928	3,201	3,773	4,049	4,343	2,188	2,445
Otros Ingresos y (gastos) netos	(40)	(19)	97	43	44	44	55	11	(44)
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	2,862	2,343	3,025	3,244	3,816	4,094	4,398	2,198	2,401
Ingresos por Intereses	167	149	64	100	(14)	11	53	49	70
Otros Productos Financieros	175	861	31	8	0	0	0	28	8
Intereses Pagados	826	1,299	496	364	305	303	265	382	288
Otros Gastos Financieros	1,171	970	8	0	0	0	0	5	0
Ingreso Financiero Neto	(1,655)	(1,260)	(409)	(255)	(320)	(292)	(213)	(311)	(210)
Resultado Cambiario	31	5	4	(1)	0	0	0	1	(1)
Revaluación en Propiedades de Inversión	1,743	3,895	3,170	1,604	0	0	0	1,214	1,604
Resultado Integral de Financiamiento	118	2,641	2,765	1,347	(320)	(292)	(213)	905	1,392
Utilidad después del RIF	2,980	4,984	5,790	4,591	3,497	3,802	4,185	3,103	3,793
Participación en Subsid. no Consolidadas	269	590	470	546	556	567	579	300	370
Utilidad antes de Impuestos	3,249	5,573	6,260	5,137	4,053	4,369	4,774	3,404	4,163
Impuestos sobre la Utilidad	719	1,241	1,287	854	803	866	946	588	661
Impuestos Causados	586	340	452	498	330	355	388	312	418
Impuestos Diferidos	133	901	836	356	473	510	558	276	243
Resultado antes de operaciones discontinuadas	2,530	4,333	4,973	4,283	3,250	3,504	3,828	2,815	3,502
Utilidad Neta Consolidada	2,530	4,333	4,973	4,283	3,250	3,504	3,828	2,815	3,502
Participación minoritaria en la utilidad	303	318	430	344	230	248	271	228	289
Participación mayoritaria en la utilidad	2,227	4,014	4,543	3,939	3,020	3,256	3,557	2,587	3,214
Cifras UDM									
Cambio en Ventas (%)	-5.5%	-6.0%	15.7%	11.2%	7.3%	4.7%	4.6%	8.7%	30.2%
Margen Bruto	74.8%	66.1%	67.0%	66.7%	72.2%	73.2%	73.6%	66.4%	66.4%
Margen EBITDA	60.2%	52.3%	55.9%	54.8%	60.0%	61.5%	63.0%	55.7%	55.6%
Tasa de Impuestos (%)	22.1%	22.3%	20.6%	16.6%	19.8%	19.8%	19.8%	19.7%	19.5%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Retorno sobre Capital Empleado (%)	4.4%	3.4%	4.0%	4.2%	4.8%	0.0%	0.0%	4.1%	4.2%
Tasa Pasiva	7.6%	14.3%	7.1%	8.0%	7.6%	7.6%	8.3%	15.0%	7.9%
Tasa Activa	15.2%	11.5%	4.9%	6.5%	-0.5%	0.3%	1.6%	5.1%	6.3%

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 4T22.

Inmuebles Carso S.A.B. de C.V. (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	Años Calendario							Acumulado al:	
	2019*	2020*	2021*	2022P	2023P	2024P	2025P	3T21	3T22
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	3,249	5,573	6,260	5,137	4,053	4,369	4,774	3,404	4,163
Depreciación y Amortización	64	63	72	69	69	71	74	54	52
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(269)	590	470	195	(556)	(567)	(579)	300	370
Intereses a Favor	(167)	63	0	59	14	(11)	(53)	41	90
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	(1,140)	(2,758)	(3,071)	(909)	(473)	(507)	(557)	(654)	(720)
Intereses Devengados	826	(1,213)	(434)	(226)	305	303	265	(375)	(301)
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	826	(1,213)	(434)	(226)	305	303	265	(375)	(301)
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	2,936	1,602	2,755	4,002	3,885	4,165	4,482	2,374	3,142
Decremento (Incremento) en Clientes	(84)	(163)	190	66	13	13	17	0	0
Decremento (Incremento) en Inventarios	221	894	396	381	207	59	67	610	20
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	42	(169)	230	(491)	137	67	103	(514)	(670)
Incremento (Decremento) en Proveedores	69	(93)	72	(27)	18	8	18	(34)	(52)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	159	198	177	(297)	108	85	215	(754)	(540)
Capital de trabajo	407	666	1,064	(367)	482	232	420	(692)	(1,242)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(551)	339	451	201	(330)	(355)	(388)	275	280
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(144)	1,006	1,516	(166)	153	(123)	32	(417)	(962)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	2,792	2,608	4,271	3,836	4,038	4,042	4,514	1,957	2,180
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inver. de acciones con carácter perm.	(41)	(918)	0	0	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(1,982)	(624)	(479)	(1,117)	(2,628)	(2,759)	(2,897)	(349)	0
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	624	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	167	63	481	121	(14)	11	53	41	90
Otros Activos	12	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(1,610)	(703)	269	(622)	(2,642)	(2,748)	(2,845)	(124)	465
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	1,182	1,905	4,540	3,214	1,396	1,294	1,669	1,832	2,644
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios	1,500	577	1,500	0	0	0	0	1,450	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(2,084)	(3,000)	(5,577)	(1,500)	0	0	(3,993)	(3,077)	(1,500)
Intereses Pagados y otras partidas	(826)	(1,213)	(515)	(377)	(305)	(303)	(265)	(375)	(301)
Financiamiento "Ajeno"	(1,410)	(636)	(4,592)	(1,877)	(305)	(303)	(4,259)	(2,002)	(1,801)
Dividendos Pagados	(91)	(830)	(110)	(135)	(203)	(218)	(239)	(95)	(38)
Financiamiento "Propio"	(12)	(830)	(110)	(424)	(203)	(218)	(239)	(95)	(327)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(1,422)	(1,466)	(4,703)	(2,301)	(508)	(522)	(4,497)	(2,098)	(2,128)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(240)	439	(163)	913	888	773	(2,828)	(265)	516
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(15)	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	788	533	973	810	1,723	2,611	3,383	973	810
Efectivo y equiv. al final del Periodo	533	973	810	1,723	2,611	3,383	555	707	1,326
Cifras UDM									
Capex de Mantenimiento	(45)	(44)	(51)	(48)	(48)	(50)	(52)	(48)	(49)
Flujo Libre de Efectivo	2,967	2,716	4,486	4,027	3,990	3,992	4,462	2,514	4,767
Amortización de Deuda	2,084	3,000	5,577	1,500	0	0	3,993	3,077	4,000
Revolencia automática	(1,990)	(1,500)	(1,483)	0	0	0	0	(627)	(4,000)
Amortización de Deuda Final	94	1,500	4,094	1,500	0	0	3,993	2,450	0
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	659	1,150	34	256	320	292	213	1,056	(89)
Servicio de la Deuda	753	2,650	4,128	1,756	320	292	4,206	3,506	(89)
DSCR	3.9	1.0	1.1	2.3	12.5	13.7	1.1	0.7	(53.5)
Caja Inicial Disponible	788	533	973	810	1,723	2,611	3,383	707	1,326
DSCR con Caja Inicial	5.0	1.2	1.3	2.8	17.9	22.6	1.9	0.9	(68.4)
Deuda Neta a FLE	3.4	2.6	1.0	0.6	0.3	0.2	(0.1)	2.3	0.6
Deuda Neta a EBITDA	3.4	2.9	1.6	0.7	0.4	0.1	(0.1)	1.9	0.8

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 4T22.

Anexo - Escenario de Estrés

Inmuebles Carso S.A.B. de C.V. (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)

	Años Calendario							3T21	3T22
	2019*	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P		
ACTIVOS TOTALES	76,448	81,761	84,393	87,293	90,627	94,098	93,847	82,560	86,276
Activo Circulante	3,581	5,628	5,528	6,190	6,919	7,671	4,583	4,543	6,009
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	533	973	810	1,759	2,755	3,558	529	707	1,326
Cuentas por Cobrar a Clientes	405	575	436	479	463	447	427	417	534
Otras Cuentas por Cobrar Neto	966	1,108	1,061	1,061	1,109	1,149	1,188	1,127	850
Inventarios	1,209	2,732	3,127	2,799	2,509	2,423	2,334	2,102	3,037
Pagos Anticipados	246	90	38	50	41	50	61	138	222
Otros Deudores Diversos	128	150	56	41	41	43	44	52	39
Activos no Circulantes	72,868	76,133	78,865	81,103	83,709	86,427	89,264	78,017	80,267
Inversiones en Subsidi. N.C.	2,980	3,430	3,705	3,890	4,447	5,015	5,592	3,631	3,716
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	2,099	2,468	2,445	2,511	2,577	2,647	2,721	2,457	2,408
Propiedades de Inversión	66,802	69,087	71,763	73,685	75,637	77,687	79,842	70,819	73,203
Impuestos Diferidos	405	537	357	380	380	380	380	550	380
Otros Activos LP	581	611	595	636	667	698	730	561	559
PASIVOS TOTALES	21,686	20,426	18,298	17,161	17,673	18,173	14,714	18,568	16,840
Pasivo Circulante	3,583	6,278	3,553	2,067	2,104	6,154	2,210	4,166	1,819
Pasivo con Costo	1,500	4,094	1,500	0	0	3,993	0	2,450	0
Proveedores	211	112	189	190	184	204	217	147	183
Impuestos por Pagar	269	237	254	180	186	193	199	162	228
Otros sin Costo	1,603	1,835	1,610	1,697	1,734	1,764	1,793	1,407	1,408
Pasivos no Circulantes	18,103	14,147	14,745	15,094	15,568	12,019	12,504	14,402	15,021
Pasivo con Costo	8,983	3,988	3,992	3,993	3,993	0	0	3,991	3,993
Impuestos Diferidos	8,983	10,030	10,653	11,024	11,435	11,868	12,335	10,288	10,923
Reserva Beneficio a Empleados y Otros Pasivos	137	130	100	76	140	151	169	124	105
CAPITAL CONTABLE	54,762	61,336	66,096	70,132	72,955	75,925	79,134	63,992	69,435
Minoritario	5,318	4,792	4,998	5,173	5,373	5,583	5,810	4,861	5,124
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	4,624	3,779	3,556	3,393	3,393	3,393	3,393	3,620	3,393
Utilidad del Ejercicio	694	1,013	1,442	1,780	1,980	2,190	2,417	1,241	1,731
Mayoritario	49,444	56,544	61,097	64,959	67,582	70,342	73,324	59,131	64,312
Capital Contribuido	1,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639	4,639
Utilidades Acumuladas	45,577	47,890	51,915	56,459	60,319	62,943	65,703	51,905	56,459
Utilidad del Ejercicio	2,227	4,014	4,543	3,861	2,623	2,760	2,982	2,587	3,214
Deuda Total	10,483	8,082	5,492	3,993	3,993	3,993	0	6,441	3,993
Deuda Neta	9,950	7,109	4,681	2,235	1,238	435	(529)	5,733	2,667
Días Cuenta por Cobrar Clientes	26	45	31	29	29	30	29	33	29
Días Inventario	100	438	509	538	540	540	540	471	557
Días por Pagar Proveedores	59	47	29	33	33	33	33	24	33

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 4T22.

Inmuebles Carso S.A.B. de C.V. (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)									
	Años Calendario							Acumulado al:	
	2019*	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	3T21	3T22
Ventas Netas	4,930	4,636	5,366	5,903	6,105	6,309	6,516	3,998	4,484
Ingresos por Hotelería	479	213	339	476	485	493	500	231	365
Venta de inmobiliario y propiedades de inversión	276	1,066	1,107	1,212	1,235	1,255	1,273	862	959
Renta y Otros	4,176	3,357	3,919	4,216	4,385	4,560	4,742	2,904	3,160
Costos de Operación	1,242	1,571	1,770	1,983	1,698	1,692	1,722	1,330	1,527
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	3,689	3,065	3,596	3,920	4,407	4,616	4,794	2,667	2,957
Gastos de Generales	723	639	596	784	1,178	1,216	1,178	425	460
UOPADA (EBITDA)	2,966	2,426	3,000	3,137	3,230	3,400	3,616	2,242	2,497
Depreciación y Amortización	64	63	72	69	69	70	72	54	52
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	2,902	2,363	2,928	3,068	3,161	3,330	3,544	2,188	2,445
Otros Ingresos y (gastos) netos	(40)	(19)	97	43	44	44	55	11	(44)
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	2,862	2,343	3,025	3,111	3,205	3,374	3,598	2,198	2,401
Ingresos por Intereses	167	149	64	117	71	81	90	49	70
Otros Productos Financieros	175	861	31	8	0	0	0	28	8
Intereses Pagados	826	1,299	496	352	312	318	274	382	288
Otros Gastos Financieros	1,171	970	8	0	0	0	0	5	0
Ingreso Financiero Neto	(1,655)	(1,260)	(409)	(226)	(241)	(237)	(184)	(311)	(210)
Resultado Cambiario	31	5	4	(1)	0	0	0	1	(1)
Revaluación en Propiedades de Inversión	1,743	3,895	3,170	1,604	0	0	0	1,214	1,604
Resultado Integral de Financiamiento	118	2,641	2,765	1,376	(241)	(237)	(184)	905	1,392
Utilidad después del RIF	2,980	4,984	5,790	4,487	2,963	3,137	3,414	3,103	3,793
Participación en Subsid. no Consolidadas	269	590	470	545	557	567	577	300	370
Utilidad antes de Impuestos	3,249	5,573	6,260	5,032	3,520	3,704	4,002	3,404	4,163
Impuestos sobre la Utilidad	719	1,241	1,287	833	697	734	793	588	661
Impuestos Causados	586	340	452	489	286	301	325	312	418
Impuestos Diferidos	133	901	836	344	411	433	467	276	243
Resultado antes de operaciones discontinuadas	2,530	4,333	4,973	4,199	2,823	2,970	3,209	2,815	3,502
Utilidad Neta Consolidada	2,530	4,333	4,973	4,199	2,823	2,970	3,209	2,815	3,502
Participación minoritaria en la utilidad	303	318	430	338	200	210	227	228	289
Participación mayoritaria en la utilidad	2,227	4,014	4,543	3,861	2,623	2,760	2,982	2,587	3,214
Cifras UDM									
Cambio en Ventas (%)	-5.5%	-6.0%	15.7%	10.0%	3.4%	3.3%	3.3%	8.7%	30.2%
Margen Bruto	74.8%	66.1%	67.0%	66.4%	72.2%	73.2%	73.6%	66.4%	66.4%
Margen EBITDA	60.2%	52.3%	55.9%	53.1%	52.9%	53.9%	55.5%	55.7%	55.6%
Tasa de Impuestos (%)	22.1%	22.3%	20.6%	16.6%	19.8%	19.8%	19.8%	19.7%	19.5%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Retorno sobre Capital Empleado (%)	4.4%	3.4%	4.0%	4.0%	4.1%	0.0%	0.0%	4.1%	4.2%
Tasa Pasiva	7.6%	14.3%	7.1%	7.7%	7.8%	8.0%	8.6%	15.0%	7.9%
Tasa Activa	15.2%	11.5%	4.9%	7.5%	2.6%	2.3%	2.6%	5.1%	6.3%

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 4T22.

Inmuebles Carso S.A.B. de C.V. (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	Años Calendario							Acumulado al:	
	2019*	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	3T21	3T22
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	3,249	5,573	6,260	5,032	3,520	3,704	4,002	3,404	4,163
Depreciación y Amortización	64	63	72	69	69	70	72	54	52
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(269)	590	470	196	(557)	(567)	(577)	300	370
Intereses a Favor	(167)	63	0	42	(71)	(81)	(90)	41	90
Fluctuación Cambiaria	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	(1,140)	(2,758)	(3,071)	(925)	(559)	(578)	(595)	(654)	(720)
Intereses Devengados	826	(1,213)	(434)	(238)	312	318	274	(375)	(301)
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	826	(1,213)	(434)	(238)	312	318	274	(375)	(301)
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	2,936	1,602	2,755	3,868	3,273	3,444	3,681	2,374	3,142
Decremento (Incremento) en Clientes	(84)	(163)	190	55	16	16	20	0	0
Decremento (Incremento) en Inventarios	221	894	396	258	290	86	89	610	20
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	42	(169)	230	(789)	(70)	(82)	(83)	(514)	(670)
Incremento (Decremento) en Proveedores	69	(93)	72	(45)	(6)	20	14	(34)	(52)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	159	198	177	(328)	107	47	53	(754)	(540)
Capital de trabajo	407	666	1,064	(849)	337	88	93	(692)	(1,242)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(551)	339	451	210	(286)	(301)	(325)	275	280
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(144)	1,006	1,516	(639)	51	(213)	(233)	(417)	(962)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	2,792	2,608	4,271	3,229	3,324	3,231	3,448	1,957	2,180
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inver. de acciones con carácter perm.	(41)	(918)	0	0	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(1,982)	(624)	(479)	(601)	(2,086)	(2,191)	(2,300)	(349)	0
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	624	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	167	63	481	138	71	81	90	41	90
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(1,610)	(703)	269	(89)	(2,016)	(2,110)	(2,210)	(124)	465
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid. de Financ.	1,182	1,905	4,540	3,140	1,309	1,121	1,238	1,832	2,644
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios	1,500	577	1,500	0	0	0	0	1,450	0
Otros Financiamientos	0	3,000	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(2,084)	(3,000)	(5,577)	(1,500)	0	0	(3,993)	(3,077)	(1,500)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Otros Financiamientos (see note)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	(826)	(1,213)	(515)	(365)	(312)	(318)	(274)	(375)	(301)
Intereses Pagados por arrendamientos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Ajeno"	(1,410)	(636)	(4,592)	(1,865)	(312)	(318)	(4,267)	(2,002)	(1,801)
Dividendos Pagados	(91)	(830)	(110)	(38)	0	0	0	(95)	(38)
Financiamiento "Propio"	(12)	(830)	(110)	(327)	0	0	0	(95)	(327)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(1,422)	(1,466)	(4,703)	(2,192)	(312)	(318)	(4,267)	(2,098)	(2,128)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(240)	439	(163)	949	997	803	(3,030)	(265)	516
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(15)	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	788	533	973	810	1,759	2,755	3,558	973	810
Efectivo y equiv. al final del Periodo	533	973	810	1,759	2,755	3,558	529	707	1,326
Cifras UDM									
Capex de Mantenimiento	(45)	(44)	(51)	(50)	(53)	(54)	(56)	(48)	(49)
Ajustes especiales	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	2,967	2,716	4,486	3,420	3,272	3,177	3,392	2,514	4,767
Amortización de Deuda	2,084	3,000	5,577	1,500	0	0	3,993	3,077	4,000
Revolencia automática	(1,990)	(1,500)	(1,483)	0	0	0	0	(627)	(4,000)
Amortización de Deuda Final	94	1,500	4,094	1,500	0	0	3,993	2,450	0
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	659	1,150	34	227	241	237	184	1,056	(89)
Servicio de la Deuda	753	2,650	4,128	1,727	241	237	4,177	3,506	(89)
DSCR	3.9	1.0	1.1	2.0	13.6	13.4	0.8	0.7	(53.5)
Caja Inicial Disponible	788	533	973	810	1,759	2,755	3,558	707	1,326
DSCR con Caja Inicial	5.0	1.2	1.3	2.4	20.8	25.0	1.7	0.9	(68.4)
Deuda Neta a FLE	3.4	2.6	1.0	0.7	0.4	0.1	(0.2)	2.3	0.6
Deuda Neta a EBITDA	3.4	2.9	1.6	0.7	0.4	0.1	(0.1)	1.9	0.8

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 4T22.



Credit
Rating
Agency

Inmuebles Carso

Certificados Bursátiles
Inmuebles Carso S.A.B. de C.V.

HR AAA

A NRSRO Rating*

Corporativos
9 de diciembre de 2022

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

Sustainable Impact / ESG

Luisa Adame +52 55 1253 6545
luisa.adame@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 de Desarrollo de Negocios

Verónica Cordero +52 55 1500 0765
veronica.cordero@hrratings.com

Carmen Oyoque +52 55 5105 6746
carmen.oyoque@hrratings.com

Operaciones

Dirección de Operaciones

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

Hoja 9 de 10

*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

Certificados Bursátiles

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

HR AAA

A NRSRO Rating*

Corporativos
9 de diciembre de 2022

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 Calificación para de deuda corporativa, 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	HR AA+ Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	21 de diciembre de 2021
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	2016-3T22
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera 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 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 calificadoradora 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).