

2022

HR+1

2023

HR+1

2024

HR+1



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos / ABS
Analista Responsable
heinz.cederborg@hrratings.com



Ismael Rojas

Analista Senior
ismael.rojas@hrratings.com



Jesús Pineda

Subdirector de Corporativos
jesus.pineda@hrratings.com

HR Ratings ratificó la calificación de HR+1 para el Programa Dual de Corto Plazo de Grupo Carso

La ratificación de la calificación del Programa Dual de Corto Plazo (CP) de Grupo Carso obedece al proceso de ampliación en el monto autorizado del programa, pasando de P\$25,000 millones (m) a P\$50,000m. A su vez la calificación refleja la calificación corporativa de corto plazo de la Empresa publicada el 5 de octubre de 2023, la cual se ratificó en HR+1. Asimismo, la calificación se fundamenta en la mejora esperada de las métricas de nuestro modelo de proyección a partir del segundo trimestre de 2024 (2T24), en donde se alcanzarían niveles de DSCR por arriba de 1.0 veces (x) y DSCR con caja por arriba de 2.0x. Lo anterior como resultado del aumento del Flujo Libre de Efectivo (FLE) a partir de la expansión del EBITDA y menores requerimientos de capital de trabajo. Destacamos que, a pesar de que se observaron menores niveles de FLE durante 2023 en comparación con 2022, la Empresa fue capaz de superar nuestras estimaciones de flujo para el periodo en un 73.9%. Considerando lo anterior, en 2023 se observaron niveles de DSCR de 0.5x comparado con 1.7x en 2022 y 0.3x en nuestro escenario base de la revisión anterior. Nuestras proyecciones incorporan un crecimiento con base en la inflación y PIB estimados por HR Ratings para todas las divisiones, así como la consolidación de un año completo de Elementia dentro de los resultados de la Empresa. Estimamos que la Empresa continuará mostrando una mejor absorción de costos y gastos generando una mayor expansión en el EBITDA que a su vez resultaría en una tendencia de crecimiento del FLE. Finalmente, mencionamos que la calificación incorpora dos ajustes positivos por respaldo empresarial por parte de empresas relacionadas y por posición de mercado.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

A continuación, se describen las principales características del Programa Dual de Corto Plazo:

Características Principales del Programa Dual de Certificados Bursátiles

	Condiciones Actuales	Condiciones Nuevas
Emisor	Grupo Carso, S.A.B. de C.V.	
Tipo de instrumento	Programa revolvente de certificados bursátiles de corto y largo plazo, conforme a la modalidad de emisor recurrente.	
Monto del Programa	Hasta P\$25,000m, o su equivalente en UDIs.	Hasta P\$50,000m, o su equivalente en UDIs.
Vigencia del Programa	5 años a partir de su autorización por parte de la CNBV.	
Denominación	Los certificados bursátiles podrán estar denominados en Pesos o en UDIs.	
Plazo	Será determinado para cada Emisión, en el entendido que si la Emisión es de corto plazo no podrá ser menor a 1 (un) día ni mayor a 365 (trescientos sesenta y cinco) días y si es de largo plazo no podrá ser menor a 1 (un) año ni mayor a 40 (cuarenta) años ("Largo Plazo"), contados a partir de la fecha de la Emisión correspondiente.	
Destino de los recursos	Satisfacer necesidades operativas de la Empresa, incluyendo el financiamiento de sus operaciones activas, el refinanciamiento de su deuda, sustitución de pasivos, así como otros propósitos corporativos en general.	

Fuente: HR Ratings con base en información del prospecto de colocación proporcionado por la Empresa.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Evolución de los Ingresos.** Los ingresos de la Empresa alcanzaron P\$198,461m, un resultado 9.3% superior 2022 y -3.0% por debajo de nuestro escenario base. Esto fue producto del aumento de operaciones en tiendas departamentales y así como en infraestructura y construcción. Mencionamos que nuestra estimación de los ingresos contemplaba un mayor desempeño principalmente en Elementia, la cual no fue cumplida, por lo que nuestras estimaciones estuvieron por debajo de los resultados observados, así como por afectaciones por el tipo de cambio.
- **Generación de FLE.** Durante 2023, la Empresa generó un FLE de P\$5,761m (vs. P\$12,689m en 2022 y P\$3,313m en nuestro escenario base). El mejor desempeño respecto a nuestros estimados obedece a menores requerimientos de capital de trabajo, principalmente debido a un crecimiento inferior en las cuentas por cobrar a clientes, respecto a lo esperado, así como la recuperación de cuentas por cobrar con partes relacionadas.
- **Endeudamiento.** Al cierre de 2023, la Empresa mantuvo una deuda total de P\$45,660m (vs. P\$42,670m en 2022 y P\$37,373m en nuestro escenario base). El crecimiento de la deuda durante el segundo semestre de 2023 obedece a la colocación de CEBURES de corto plazo por P\$4,000m, así como la colocación de la emisión ELEMENT 23 por P\$2,200m. Este efecto fue contrarrestado por la amortización del crédito sindicado con Scotiabank y Actinver por P\$2,009m, así como la amortización de P\$1,359m de créditos con Banco Inbursa.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Crecimiento en los Ingresos.** Estimamos que la Empresa será capaz de generar ingresos por P\$240,420m en 2026, lo cual representa una $TMAC_{2023-2026}$ de 5.5%. Lo anterior será apoyado por el crecimiento del consumo dentro de tiendas departamentales, la demanda de servicios industriales y telecomunicaciones, así como la demanda de servicios energéticos.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

- **Generación de FLE.** Dentro de nuestro escenario base, proyectamos que la Empresa generaría un FLE por P\$13,478m en 2026, lo anterior será apoyado por el crecimiento del EBITDA, que será suficiente para compensar el aumento de los requerimientos de capital de trabajo, los impuestos pagados y el CAPEX de mantenimiento.
- **Endeudamiento.** Estimamos que la Empresa realizará la renovación de sus vencimientos bancarios para apoyar los requerimientos de capital de trabajo esperados y preservar los niveles de liquidez. Adicionalmente, se incorpora la amortización de la emisión GCARSO 23 en el 2T26.

Factores Adicionales Considerados

- **Respaldo Empresarial.** Se consideró el respaldo con el que cuenta Grupo Carso a través de empresas relacionadas que se desempeñan en distintas industrias (financiera, telecomunicaciones, y construcción). En este sentido, HR Ratings considera que lo anterior fortalece a la Empresa ante escenarios económicos adversos.
- **Posición de Mercado.** La calificación además incorpora un notch positivo por posición de mercado, al considerar que la Empresa mantiene un posicionamiento sólido tanto en México como en Latinoamérica, y los demás países donde la Empresa opera.

Factores que podrían bajar la Calificación

- **Decremento en DSCR con caja.** En el supuesto de que la Empresa disminuya sus niveles de caja en el periodo proyectado y esto resulte en una métrica de DSCR con caja inferior a 1.1x, la calificación podría ser revisada a la baja.
- **Incremento en Años de Pago.** En caso de que la Empresa mostrara un decremento en su generación de FLE, y esto resulte en una métrica de Años de pago por arriba de 3.0 años, la calificación podría revisarse a la baja.



NOTA: Proyecciones realizadas durante la última revisión de Grupo Carso el 5 de octubre de 2023, habiendo actualizado la información histórica al 4T23.

Escenario Base: Balance General

(Cifras en millones de pesos)

	2021*	2022*	2023	2024P	2025P	2026P
ACTIVOS TOTALES	185,773	239,382	250,707	252,767	264,102	276,908
Activo Circulante	73,126	94,449	107,303	110,414	121,181	132,900
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	11,198	12,295	16,347	6,456	10,432	14,416
Cuentas por Cobrar a Clientes	33,011	45,465	54,367	64,645	69,808	75,687
Otras Cuentas por Cobrar Neto	1,499	7,230	5,285	1,254	1,310	1,369
Inventarios	20,141	27,144	27,840	30,106	31,677	33,475
Otros Activos Circulantes	7,277	2,316	3,464	7,954	7,954	7,954
Activos no Circulantes	112,648	144,933	143,404	142,353	142,921	144,008
Cuentas y Doctos. por Cobrar	17,196	16,588	14,975	12,690	10,786	9,168
Inversiones en Subsid. N.C.	42,795	36,755	38,683	39,286	40,746	42,259
Otras Inversiones	4,601	4,766	4,959	4,785	4,785	4,785
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	32,506	61,529	59,325	60,474	61,346	62,393
Crédito Mercantil	0	4,519	4,461	4,465	4,465	4,465
Otros Intangibles	2,375	4,864	4,495	4,653	4,653	4,653
Impuestos Diferidos	5,217	5,816	7,001	6,557	6,557	6,557
Pagos Anticipados	2,327	3,894	3,550	3,422	3,561	3,706
Derechos de Uso por Arrendamiento	5,632	6,203	5,954	6,020	6,020	6,020
PASIVOS TOTALES	71,699	104,528	106,296	90,874	83,216	74,831
Pasivo Circulante	39,543	61,373	63,151	47,787	46,468	40,231
Pasivo con Costo	5,437	15,464	19,006	5,179	5,815	2,191
Proveedores	12,861	18,104	20,337	17,295	16,835	16,300
Impuestos por Pagar	2,902	3,312	5,564	4,326	4,360	4,395
Provisiones	1	181	80	64	67	70
Pasivos por Arrendamiento de CP	1,672	1,953	1,556	1,766	1,766	1,766
Otros	16,671	22,359	16,607	19,157	17,624	15,510
Pasivos no Circulantes	32,156	43,155	43,145	43,087	36,749	34,600
Pasivo con Costo	18,631	27,206	26,654	28,010	22,625	20,811
Impuestos Diferidos	6,552	9,684	10,841	9,293	8,959	8,589
Pasivos por Arrendamiento de LP	4,871	4,573	4,173	4,302	4,302	4,302
Otros	2,102	1,693	1,477	1,481	862	897
CAPITAL CONTABLE	114,075	134,854	144,411	161,893	180,885	202,077
Minoritario	9,061	13,966	15,796	15,396	16,979	18,732
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	8,015	12,594	15,294	14,024	15,396	16,979
Utilidad del Ejercicio	1,046	1,372	502	1,372	1,583	1,753
Mayoritario	105,014	120,888	128,615	146,497	163,906	183,345
Capital Contribuido	2,530	2,530	2,530	2,530	2,530	2,530
Utilidades Acumuladas	91,202	99,296	112,449	127,006	141,813	159,143
Utilidad del Ejercicio	11,282	19,062	13,636	16,961	19,563	21,671
Deuda Total	24,067	42,670	45,660	33,189	28,441	23,002
Deuda Neta	12,870	30,375	29,313	26,734	18,008	8,587
Días Cuenta por Cobrar Clientes	90	85	91	88	90	91
Días Inventario	71	71	70	75	75	75
Días por Pagar Proveedores	41	42	45	44	43	42

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

* Estados Financieros Auditados por Deloitte conforme a NIIF.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Escenario Base: Estado de Resultados

(Cifras en millones de pesos)

	2021*	2022*	2023	2024P	2025P	2026P
Ventas Netas	124,573	181,539	198,461	217,736	229,051	240,420
Costos de Operación	92,346	134,218	142,360	161,406	169,194	177,237
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	32,227	47,320	56,101	56,330	59,857	63,184
Gastos de Generales	15,801	19,741	24,320	22,564	23,177	24,041
UOPADA (EBITDA)	16,426	27,579	31,781	33,766	36,680	39,143
Depreciación y Amortización	3,476	5,032	5,863	5,818	5,896	5,953
Depreciación PP&E	2,306	3,498	4,108	4,061	4,139	4,197
Amortización Derecho de Uso	995	1,312	1,471	1,464	1,464	1,464
Amortización de intangibles	175	223	284	292	292	292
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos	12,950	22,547	25,918	27,948	30,785	33,189
Otros Ingresos y (gastos) netos	(93)	3,418	(1,503)	0	0	0
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	12,857	25,965	24,415	27,948	30,785	33,189
Ingresos por Intereses	572	1,339	1,744	880	1,019	1,162
Otros Productos Financieros	558	449	378	536	426	364
Intereses Pagados (Deuda)	1,202	3,303	5,341	3,419	2,588	1,925
Intereses Pagados (Arrendamientos)	483	489	489	462	462	462
Otros Gastos Financieros	239	97	300	0	0	0
Ingreso Financiero Neto	(311)	(1,611)	(3,518)	(2,002)	(1,143)	(400)
Resultado Cambiario	43	(1,049)	(2,048)	(698)	(431)	(377)
Resultado Integral de Financiamiento	(268)	(2,660)	(5,567)	(2,701)	(1,574)	(777)
Utilidad después del RIF	12,589	23,305	18,848	25,248	29,211	32,413
Participación en Subsid. no Consolidadas	2,826	1,303	1,268	1,405	1,460	1,513
Utilidad antes de Impuestos	14,932	24,120	19,627	26,191	30,208	33,464
Impuestos sobre la Utilidad	2,604	3,686	5,489	7,857	9,063	10,039
Impuestos Causados	2,524	4,072	5,442	8,147	9,396	10,409
Impuestos Diferidos	81	(386)	47	(289)	(334)	(370)
Utilidad Neta Consolidada	12,328	20,434	14,138	18,334	21,146	23,425
Participación minoritaria en la utilidad	1,046	1,372	502	1,372	1,583	1,753
Participación mayoritaria en la utilidad	11,282	19,062	13,636	16,961	19,563	21,671
<i>Cifras UDM</i>						
Cambio en Ventas (%)	31.6%	45.7%	9.3%	6.4%	5.2%	5.0%
Margen Bruto	25.9%	26.1%	28.3%	25.9%	26.1%	26.3%
Margen EBITDA	13.2%	15.2%	16.0%	15.5%	16.0%	16.3%
Tasa de Impuestos (%)	17.4%	15.3%	28.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	3.8	3.0	3.3	3.6	3.7	3.9
Retorno sobre Capital Empleado (%)	17.6%	22.4%	21.9%	22.1%	23.8%	23.8%
Tasa Pasiva	5.1%	9.2%	8.6%	9.9%	8.5%	7.6%
Tasa Activa	1.4%	2.5%	1.9%	1.4%	1.4%	1.4%

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

* Estados Financieros Auditados por Deloitte conforme a NIIF.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Escenario Base: Flujo de Efectivo

(Cifras en millones de pesos)

	2021*	2022*	2023	2024P	2025P	2026P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN						
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	14,932	24,120	19,627	26,191	30,208	33,464
Depreciación y Amortización	3,476	5,034	5,863	5,526	5,604	5,661
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	(14)	(193)	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	90	420	613	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(3,693)	(1,303)	(1,268)	(1,405)	(1,460)	(1,513)
Dividendos Cobrados	(945)	(1,309)	(1,332)	(2,007)	(2,085)	(2,161)
Intereses a Favor	(3,662)	(5,175)	(3,472)	(880)	(1,019)	(1,162)
Otras Partidas de Inversión	(132)	0	0	(536)	(426)	(364)
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	(4,881)	(2,527)	405	1,395	1,045	839
Intereses Devengados	1,202	3,303	6,895	3,419	2,588	1,925
Otras Partidas de Financiamiento e intereses por arrendan	483	489	489	462	462	462
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	1,685	3,792	7,385	3,881	3,050	2,387
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	11,736	25,384	27,416	31,467	34,303	36,690
Decremento (Incremento) en Clientes	(4,180)	(6,576)	(9,533)	(8,078)	(5,163)	(5,879)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(4,121)	(1,018)	(696)	(1,446)	(1,571)	(1,798)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	2,376	4,235	1,782	2,260	1,708	1,415
Incremento (Decremento) en Proveedores	1,237	(318)	1,349	(1,351)	(460)	(535)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	656	(2,302)	(24)	470	(2,115)	(2,042)
Capital de trabajo	(4,031)	(5,979)	(7,122)	(8,144)	(7,601)	(8,840)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(4,589)	(2,872)	(6,895)	(8,147)	(9,396)	(10,409)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(8,619)	(8,852)	(14,017)	(16,291)	(16,997)	(19,249)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	3,117	16,533	13,399	15,176	17,306	17,441
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN						
Inver. de acciones con carácter perm.	(410)	(8,438)	2	0	0	0
Inversiones disponibles para la venta	0	301	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(1,432)	(5,236)	(5,077)	(5,108)	(5,011)	(5,244)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	87	74	113	0	0	0
Inversiones Temporales	2,642	0	0	0	0	0
Inversión en Activos Intangibles	(1,011)	(388)	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	1,954	1,757	2,018	2,007	2,085	2,161
Intereses Cobrados	570	1,345	1,741	880	1,019	1,162
Otros Activos	126	2,054	2,704	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	2,526	(8,530)	117	(3,685)	(3,372)	(3,386)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	5,643	8,003	13,516	11,491	13,934	14,055
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO						
Financiamientos Bancarios	17,411	43,023	89,263	2,195	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(17,371)	(41,600)	(86,304)	(7,077)	(5,179)	(5,815)
Amortización de Arrendamientos	(638)	(1,446)	(2,065)	(1,464)	(1,464)	(1,464)
Intereses Pagados (Deuda)	(1,259)	(3,262)	(4,750)	(3,419)	(2,588)	(1,925)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(483)	(489)	(489)	(462)	(462)	(462)
Financiamiento "Ajeno"	(2,340)	(3,773)	(4,344)	(8,227)	(7,804)	(7,839)
Recompra de Acciones	(999)	(444)	(319)	0	0	0
Otras Partidas	0	(9)	(1)	0	0	0
Dividendos Pagados	(2,371)	(2,512)	(1,806)	(2,074)	(2,154)	(2,233)
Financiamiento "Propio"	(3,371)	(2,965)	(2,125)	(2,074)	(2,154)	(2,233)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(5,710)	(6,738)	(6,470)	(10,302)	(9,958)	(10,072)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(67)	1,265	7,046	1,189	3,976	3,983
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(499)	(168)	(2,994)	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	11,764	11,198	12,295	5,267	6,456	10,432
Efectivo y equiv. al final del Periodo	11,198	12,295	16,347	6,456	10,432	14,416
<i>Cifras UDM</i>						
Capex de Mantenimiento	(2,306)	(3,498)	(4,108)	(4,061)	(4,139)	(4,197)
Flujo Libre de Efectivo	1,144	12,689	5,761	11,195	13,326	13,478
Amortización de Deuda	17,371	41,600	86,304	7,077	5,179	5,815
Revolencia automática	(14,174)	(36,163)	(77,409)	(2,195)	0	0
Amortización de Deuda Final	3,197	5,437	8,895	4,882	5,179	5,815
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	689	1,916	3,009	2,539	1,569	763
Servicio de la Deuda	3,886	7,353	11,903	7,421	6,748	6,578
DSCR	0.3	1.7	0.5	1.5	2.0	2.0
Caja Inicial Disponible	11,764	11,198	12,295	5,267	6,456	10,432
DSCR con Caja Inicial	3.3	3.2	1.5	2.2	2.9	3.6
Deuda Neta a FLE	11.2	2.4	5.1	2.4	2.2	2.3
Deuda Neta a EBITDA	0.8	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8

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

* Estados Financieros Auditados por Deloitte conforme a NIIF.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Escenario de Estrés: Balance General

(Cifras en millones de pesos)

	2021*	2022*	2023	2024P	2025P	2026P
ACTIVOS TOTALES	185,773	239,382	250,707	244,330	248,407	250,686
Activo Circulante	73,126	94,449	107,303	101,977	105,486	106,678
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	11,198	12,295	16,347	4,322	4,311	1,757
Cuentas por Cobrar a Clientes	33,011	45,465	54,367	60,304	65,522	67,030
Otras Cuentas por Cobrar Neto	1,499	7,230	5,285	1,254	1,310	1,369
Inventarios	20,141	27,144	27,840	28,143	26,389	28,568
Otros Activos Circulantes	7,277	2,316	3,464	7,954	7,954	7,954
Activos no Circulantes	112,648	144,933	143,404	142,353	142,921	144,008
Cuentas y Doctos. por Cobrar	17,196	16,588	14,975	12,690	10,786	9,168
Inversiones en Subsid. N.C.	42,795	36,755	38,683	39,286	40,746	42,259
Otras Inversiones	4,601	4,766	4,959	4,785	4,785	4,785
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	32,506	61,529	59,325	60,474	61,346	62,393
Crédito Mercantil	0	4,519	4,461	4,465	4,465	4,465
Otros Intangibles	2,375	4,864	4,495	4,653	4,653	4,653
Impuestos Diferidos	5,217	5,816	7,001	6,557	6,557	6,557
Pagos Anticipados	2,327	3,894	3,550	3,422	3,561	3,706
Derechos de Uso por Arrendamiento	5,632	6,203	5,954	6,020	6,020	6,020
PASIVOS TOTALES	71,699	104,528	106,296	89,864	81,516	72,039
Pasivo Circulante	39,543	61,373	63,151	46,660	44,546	37,070
Pasivo con Costo	5,437	15,464	19,006	5,179	5,815	2,191
Proveedores	12,861	18,104	20,337	16,167	14,914	13,138
Impuestos por Pagar	2,902	3,312	5,564	4,326	4,360	4,395
Provisiones	1	181	80	64	67	70
Pasivos por Arrendamiento de CP	1,672	1,953	1,556	1,766	1,766	1,766
Otros	16,671	22,359	16,607	19,157	17,624	15,510
Pasivos no Circulantes	32,156	43,155	43,145	43,204	36,970	34,970
Pasivo con Costo	18,631	27,206	26,654	28,010	22,625	20,811
Impuestos Diferidos	6,552	9,684	10,841	9,410	9,180	8,959
Pasivos por Arrendamiento de LP	4,871	4,573	4,173	4,302	4,302	4,302
Otros	2,102	1,693	1,477	1,481	862	897
CAPITAL CONTABLE	114,075	134,854	144,411	154,467	166,891	178,646
Minoritario	9,061	13,966	15,796	14,840	15,932	16,979
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	8,015	12,594	15,294	13,872	14,840	15,932
Utilidad del Ejercicio	1,046	1,372	502	969	1,091	1,047
Mayoritario	105,014	120,888	128,615	139,626	150,959	161,668
Capital Contribuido	2,530	2,530	2,530	2,530	2,530	2,530
Utilidades Acumuladas	91,202	99,296	112,449	125,121	134,942	146,196
Utilidad del Ejercicio	11,282	19,062	13,636	11,975	13,487	12,941
Deuda Total	24,067	42,670	45,660	33,189	28,441	23,002
Deuda Neta	12,870	30,375	29,313	28,867	24,129	21,245
Días Cuenta por Cobrar Clientes	90	85	91	91	96	102
Días Inventario	71	71	70	74	73	74
Días por Pagar Proveedores	41	42	45	43	42	41

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

* Estados Financieros Auditados por Deloitte conforme a NIIF.



Escenario de Estrés: Estado de Resultados

(Cifras en millones de pesos)

	2021*	2022*	2023	2024P	2025P	2026P
Ventas Netas	124,573	181,539	198,461	200,120	200,117	200,287
Costos de Operación	92,346	134,218	142,360	151,878	150,296	151,500
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	32,227	47,320	56,101	48,242	49,821	48,787
Gastos de Generales	15,801	19,741	24,320	22,137	22,411	22,921
UOPADA (EBITDA)	16,426	27,579	31,781	26,105	27,410	25,866
Depreciación y Amortización	3,476	5,032	5,863	5,818	5,896	5,953
Depreciación PP&E	2,306	3,498	4,108	4,061	4,139	4,197
Amortización Derecho de Uso	995	1,312	1,471	1,464	1,464	1,464
Amortización de intangibles	175	223	284	292	292	292
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos	12,950	22,547	25,918	20,288	21,515	19,913
Otros Ingresos y (gastos) netos	(93)	3,418	(1,503)	0	0	0
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	12,857	25,965	24,415	20,288	21,515	19,913
Ingresos por Intereses	572	1,339	1,744	842	907	958
Otros Productos Financieros	558	449	378	536	426	364
Intereses Pagados (Deuda)	1,202	3,303	5,341	3,419	2,588	1,925
Intereses Pagados (Arrendamientos)	483	489	489	462	462	462
Otros Gastos Financieros	239	97	300	0	0	0
Ingreso Financiero Neto	(311)	(1,611)	(3,518)	(2,041)	(1,255)	(603)
Resultado Cambiario	43	(1,049)	(2,048)	(698)	(431)	(377)
Resultado Integral de Financiamiento	(268)	(2,660)	(5,567)	(2,739)	(1,686)	(980)
Utilidad después del RIF	12,589	23,305	18,848	17,548	19,829	18,933
Participación en Subsid. no Consolidadas	2,826	1,303	1,268	1,405	1,460	1,513
Utilidad antes de Impuestos	14,932	24,120	19,627	18,491	20,826	19,984
Impuestos sobre la Utilidad	2,604	3,686	5,489	5,547	6,248	5,995
Impuestos Causados	2,524	4,072	5,442	5,752	6,478	6,216
Impuestos Diferidos	81	(386)	47	(204)	(230)	(221)
Utilidad Neta Consolidada	12,328	20,434	14,138	12,944	14,578	13,988
Participación minoritaria en la utilidad	1,046	1,372	502	969	1,091	1,047
Participación mayoritaria en la utilidad	11,282	19,062	13,636	11,975	13,487	12,941
<i>Cifras UDM</i>						
Cambio en Ventas (%)	31.6%	45.7%	9.3%	0.3%	0.0%	0.1%
Margen Bruto	25.9%	26.1%	28.3%	24.1%	24.9%	24.4%
Margen EBITDA	13.2%	15.2%	16.0%	13.0%	13.7%	12.9%
Tasa de Impuestos (%)	17.4%	15.3%	28.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	3.8	3.0	3.3	3.3	3.3	3.2
Retorno sobre Capital Empleado (%)	17.6%	22.4%	21.9%	16.5%	14.9%	14.9%
Tasa Pasiva	5.1%	9.2%	11.1%	9.9%	8.5%	7.6%
Tasa Activa	1.4%	2.5%	1.9%	1.4%	1.4%	1.4%

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

* Estados Financieros Auditados por Deloitte conforme a NIIF.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

Escenario de Estrés: Flujo de Efectivo

(Cifras en millones de pesos)

	2021*	2022*	2023	2024P	2025P	2026P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN						
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	14,932	24,120	19,627	18,491	20,826	19,984
Depreciación y Amortización	3,476	5,034	5,863	5,526	5,604	5,661
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	(14)	(193)	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	90	420	613	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(3,693)	(1,303)	(1,268)	(1,405)	(1,460)	(1,513)
Dividendos Cobrados	(945)	(1,309)	(1,332)	(2,007)	(2,085)	(2,161)
Intereses a Favor	(3,662)	(5,175)	(1,852)	(842)	(907)	(958)
Otras Partidas de Inversión	(132)	0	2,511	(536)	(426)	(364)
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	(4,881)	(2,527)	4,535	1,433	1,157	1,043
Intereses Devengados	1,202	3,303	5,341	3,419	2,588	1,925
Otras Partidas de Financiamiento e intereses por arrendan	483	489	489	462	462	462
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	1,685	3,792	5,830	3,881	3,050	2,387
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	11,736	25,384	29,992	23,806	25,033	23,413
Decremento (Incremento) en Clientes	(4,180)	(6,576)	(9,533)	(4,839)	(5,218)	(1,509)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(4,121)	(1,018)	(696)	(369)	1,754	(2,179)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	2,376	4,235	1,782	2,260	1,708	1,415
Incremento (Decremento) en Proveedores	1,237	(318)	1,349	(1,902)	(1,254)	(1,775)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	656	(2,302)	(2,599)	470	(2,115)	(2,042)
Capital de trabajo	(4,031)	(5,979)	(9,697)	(4,380)	(5,124)	(6,090)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(4,589)	(2,872)	(6,895)	(5,752)	(6,478)	(6,216)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(8,619)	(8,852)	(16,592)	(10,132)	(11,602)	(12,306)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	3,117	16,533	13,399	13,674	13,431	11,107
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN						
Inver. de acciones con carácter perm.	(410)	(8,438)	2	0	0	0
Inversiones disponibles para la venta	0	301	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(1,432)	(5,236)	(5,077)	(5,108)	(5,011)	(5,244)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	87	74	113	0	0	0
Inversiones Temporales	2,642	0	0	0	0	0
Inversión en Activos Intangibles	(1,011)	(388)	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	1,954	1,757	2,018	2,007	2,085	2,161
Intereses Cobrados	570	1,345	1,741	842	907	958
Otros Activos	126	2,054	2,704	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	2,526	(8,530)	117	(3,724)	(3,484)	(3,590)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	5,643	8,003	13,516	9,950	9,947	7,518
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO						
Financiamientos Bancarios	17,411	43,023	89,263	2,195	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(17,371)	(41,600)	(86,304)	(7,077)	(5,179)	(5,815)
Amortización de Arrendamientos	(638)	(1,446)	(2,065)	(1,464)	(1,464)	(1,464)
Intereses Pagados (Deuda)	(1,259)	(3,262)	(4,750)	(3,419)	(2,588)	(1,925)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(483)	(489)	(489)	(462)	(462)	(462)
Otras Partidas	0	0	0	536	426	364
Financiamiento "Ajeno"	(2,340)	(3,773)	(4,344)	(8,227)	(7,804)	(7,839)
Recompra de Acciones	(999)	(444)	(319)	0	0	0
Otras Partidas	0	(9)	(1)	0	0	0
Dividendos Pagados	(2,371)	(2,512)	(1,806)	(2,074)	(2,154)	(2,233)
Financiamiento "Propio"	(3,371)	(2,965)	(2,125)	(2,074)	(2,154)	(2,233)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(5,710)	(6,738)	(6,470)	(10,302)	(9,958)	(10,072)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(67)	1,265	7,046	(351)	(11)	(2,554)
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(499)	(168)	(2,994)	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	11,764	11,198	12,295	4,673	4,322	4,311
Efectivo y equiv. al final del Periodo	11,198	12,295	16,347	4,322	4,311	1,757
<i>Cifras UDM</i>						
Capex de Mantenimiento	(2,306)	(3,498)	(4,108)	(4,061)	(4,139)	(4,197)
Flujo Libre de Efectivo	1,144	12,689	5,761	9,694	9,450	7,145
Amortización de Deuda	17,371	41,600	86,304	7,077	5,179	5,815
Revolencia automática	(14,174)	(36,163)	(77,409)	(2,195)	0	0
Amortización de Deuda Final	3,197	5,437	8,895	4,882	5,179	5,815
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	689	1,916	3,009	2,578	1,681	967
Servicio de la Deuda	3,886	7,353	11,903	7,460	6,860	6,782
DSCR	0.3	1.7	0.5	1.3	1.4	1.1
Caja Inicial Disponible	11,764	11,198	12,295	4,673	4,322	4,311
DSCR con Caja Inicial	3.3	3.2	1.5	1.9	2.0	1.7
Deuda Neta a FLE	11.2	2.4	5.1	3.0	3.1	4.3
Deuda Neta a EBITDA	0.8	1.1	0.9	1.1	1.1	1.2

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

* Estados Financieros Auditados por Deloitte conforme a NIIF.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

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

Metodologías utilizadas para el análisis*	Evaluación de Riesgo Corporativo, febrero 2024
Calificación anterior	HR+1
Fecha de última acción de calificación	5 de octubre de 2023
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T20-4T23
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información trimestral reportada a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y estados financieros anuales auditados por Deloitte.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores (en su caso)	n.a.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

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

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

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

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

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings de México, o un tercero, han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia 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, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com

