

# GCARSO 24 y GCARSO 24-2

Grupo Carso, S.A.B. de C.V.



Credit  
Rating  
Agency

Corporativos  
14 de mayo de 2024  
A NRSRO Rating\*\*

GCARSO 24  
HR AAA  
Perspectiva  
Estable

GCARSO 24-2  
HR AAA  
Perspectiva  
Estable

Abril 2024  
HR AAA  
Perspectiva Estable

Mayo 2024  
HR AAA  
Perspectiva Estable

Mayo 2024  
HR AAA  
Perspectiva Estable



Jesús Pineda

Subdirector de Corporativos  
Analista Responsable

[jesus.pineda@hrratings.com](mailto:jesus.pineda@hrratings.com)



Ismael Rojas

Analista Senior

[ismael.rojas@hrratings.com](mailto:ismael.rojas@hrratings.com)



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos / ABS

[heinz.cederborg@hrratings.com](mailto:heinz.cederborg@hrratings.com)

## HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA con Perspectiva Estable para las Emisiones GCARSO 24 y GCARSO 24-2

La ratificación de la calificación para las emisiones GCARSO 24 y GCARSO 24-2 (las Emisiones) de Grupo Carso responde a la calificación corporativa de largo plazo de la Empresa, publicada el 5 de octubre de 2023, la cual se ratificó en HR AAA con Perspectiva Estable. Asimismo, la ratificación considera la actualización de la información histórica al 1T24, donde llevamos a cabo un análisis comparativo de los Últimos Doce Meses (UDM) al 1T24 vs. UDM al 1T23, y se observó un decremento de 2.1% en el saldo de la deuda total y de 14.0% en la deuda neta. Lo anterior fue apoyado por los refinanciamientos realizados, el pago de amortizaciones programadas, así como mayores niveles de efectivo y menores niveles de tipo de cambio que beneficiaron los saldos de la deuda en dólares y resultaron en una mejora de la métrica de años de pago, la cual alcanzó 2.5 años (vs. 3.1 años al 1T23). Mencionamos que en los UDM al 1T24 se mantienen las afectaciones en las ventas en el extranjero como resultado de la apreciación del tipo de cambio, así como menores volúmenes de venta en comparación con nuestras estimaciones. Sin embargo, mantenemos que la Empresa alcanzaría un FLE de P\$13,478m en 2026 (vs. P\$5,761m en 2023) apoyado por mayores niveles de EBITDA, lo cual resultaría en una métrica DSCR promedio de 1.8x de 2024 a 2026. Finalmente, mencionamos que la calificación mantiene un ajuste de dos notches positivos debido al respaldo empresarial con el que cuenta la Empresa con empresas relacionadas, así como por la fuerte posición de mercado que mantiene en México y Latinoamérica.

Las Emisiones GCARSO 24 y GCARSO 24-2 se realizarán por P\$5,000m en su conjunto, que podrían alcanzar hasta P\$10,000m al amparo del programa revolvente de certificados bursátiles de corto y largo plazo por hasta P\$25,000m o su equivalente en UDIS, con una vigencia de cinco años contados a partir de su fecha de autorización por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). A continuación, se muestran las características de las Emisiones:



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Características de las Emisiones de Certificados Bursátiles GCARSO 24 y GCARSO 24-2

GCARSO 24		GCARSO 24-2
<b>Emisor</b>	Grupo Carso, S.A.B. de C.V.	
<b>Monto del Programa</b>	Hasta P\$25,000m, o su equivalente en UDIs.	
<b>Monto de las Emisiones</b>	Hasta P\$5,000m en su conjunto, con opción a una sobreasignación de hasta el 100.0%	
<b>Clave de Pizarra</b>	GCARSO 24	GCARSO 24-2
<b>Denominación</b>	Moneda Nacional	
<b>Vigencia de las Emisión</b>	1,092 días, equivalente aproximadamente a tres años.	2,548 días, equivalente aproximadamente a siete años.
<b>Garantía</b>	Los Certificados Bursátiles objeto de esta Emisión serán quirografarios y, por lo tanto, no contarán con garantía específica.	
<b>Destino de los recursos</b>	Los recursos netos obtenidos por la Emisora como resultado de esta Emisión de Certificados Bursátiles serán destinados preponderantemente para el financiamiento de la adquisición de PetroBal, así como la sustitución de pasivos de corto plazo, entre otros usos corporativos generales.	
<b>Tasa de la Emisión</b>	TIE 28 más una sobretasa por designar el día de la colocación	Tasa fija por designar el día de la colocación
<b>Periodicidad de Pago de Intereses</b>	Los intereses ordinarios que devenguen los CEBURS se liquidarán cada 28 días en las fechas señaladas en el calendario de pago de intereses.	Los intereses ordinarios que devenguen los CEBURS se liquidarán cada 182 días en las fechas señaladas en el calendario de pago de intereses.
<b>Amortización</b>	En un solo pago en la Fecha de Vencimiento de la Emisión contra la entrega del Título correspondiente o de la constancia emitida por INDEVAL.	
<b>Amortización Anticipada</b>	<p>La Emisora tendrá el derecho de amortizar anticipadamente de manera parcial o total de los Certificados Bursátiles, antes de la Fecha de Vencimiento en cualquier Fecha de Pago de los intereses de la Emisión, a un precio por Certificado Bursátil igual a lo que sea mayor entre: (a) el 100% (cien por ciento) del monto de principal que se esté amortizando de manera anticipada, de los Certificados Bursátiles, o (b) el "precio limpio" calculado mediante el promedio aritmético de los últimos 30 (TREINTA) días previos a la fecha de notificación de la amortización anticipada proporcionado por el Proveedor Integral de Precios, S.A. de C.V. (PIP) y Valuación Operativa y Referencias de Mercado, S.A. de C.V. (VALMER) multiplicado por el importe de principal objeto a amortizar dividido entre el valor nominal o Valor Nominal Ajustado de cada Certificado Bursátil Para tales fines el Emisor deberá entregar dicha información al Representante Común con al menos 6 (seis) días hábiles a la fecha de la amortización anticipada, a efecto de que el Representante Común realice su cálculo y lo haga del conocimiento de la CNBV, la BM V y el Indeval, junto con la información utilizada para calcularlo, por escrito a través de los medios que estos determinen 2 (dos) días hábiles antes de la fecha de la amortización anticipada. La fuente pública en la que los inversionistas podrán verificar los precios proporcionados por Proveedor Integral de Precios, S.A. de C.V. y Valuación Operativa y Referencias de Mercado, S.A. de C.V., son <a href="http://www.piplatam.com">www.piplatam.com</a> y <a href="http://www.valmer.com.mx">www.valmer.com.mx</a> respectivamente.</p>	<p>La Emisora tendrá derecho a amortizar de manera anticipada, total o parcial los Certificados Bursátiles, en cualquier fecha, antes de la Fecha de Vencimiento, a un precio igual al Precio de Amortización Anticipada, más los intereses devengados y no pagados sobre el principal de los Certificados Bursátiles objeto de la amortización total o parcial, según sea el caso, a la fecha de la amortización anticipada. El Precio de Amortización Anticipada en ningún caso será menor al 100.0% del Valor Nominal o Valor Nominal Ajustado de los Certificados Bursátiles objeto de la amortización a la fecha de amortización anticipada</p>
<b>Representante Común</b>	CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple	

Fuente: HR Ratings con información de los suplementos de colocación proporcionados por la Empresa.

## Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Evolución de los Ingresos.** La Empresa reportó ingresos por P\$195,511m en los UDM al 1T24, comparado con P\$196,016m en los UDM al 1T23 y P\$207,909m en nuestro escenario base. Los niveles de ventas se han visto afectados por menores niveles de tipo de cambio, así como menores volúmenes de venta observados en las divisiones industrial, de infraestructura y construcción y de energía.
- **Recuperación del Flujo Libre de Efectivo.** Durante los UDM al 1T24, la Empresa mostró una recuperación en la generación de FLE, alcanzando P\$ 11,659m en los UDM al 1T24, (+5.9% respecto al periodo anterior) como resultado de un crecimiento en el EBITDA y menores requerimientos de capital de trabajo respecto al periodo anterior y a nuestro escenario base para el periodo.
- **Endeudamiento Total.** Al cierre del 1T24, la Empresa mantuvo una deuda total de P\$44,102m (vs. P\$45,058m al 1T22 y P\$35,586m en nuestros estimados). El decremento en deuda obedece a los refinanciamientos realizados por la Empresa en el último año, el pago de amortizaciones programadas, así como menores niveles de tipo de cambio que han beneficiado los saldos de deuda mantenida en dólares.



## 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.
- **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.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

# Reporte de Calificación

## Descripción del Emisor

Grupo Carso S.A.B. de C.V. (Grupo Carso o la Empresa) se constituyó en 1980, durante sus primeros 10 años, el Grupo realizó la adquisición de múltiples compañías entre ellas: Fábricas de Papel Loreto, Sanborns Hnos., Empresas Frisco y Porcelanite Holding. En 1990, la Empresa realizó su primera colocación de acciones en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y en los años siguientes la Empresa continuó realizando adquisiciones, las cuales le han permitido formar un portafolio de diferentes formatos, productos y servicios. Actualmente, Grupo Carso es un conglomerado empresarial de diversos giros que mantiene operaciones a través de cuatro sectores estratégicos los cuales son: i) Comercial, ii) Industrial, iii) Infraestructura y Construcción, y iv) Energía. A partir del 2T22, las cifras de Grupo Carso incluyen una nueva unidad de negocio denominada Elementia/Fortaleza, cuyas líneas de negocio son la venta de construsistemas y metales por parte de Elementia, así como la producción y venta de cementos por parte de Fortaleza.

## Resultados Observados vs. Proyectados

A partir de los resultados observados en los UDM al 1T24, se llevó a cabo una comparación con las proyecciones realizadas por HR Ratings, en la revisión anterior realizada el 5 de octubre de 2023. En la Figura 1 se muestran las comparaciones de resultados y métricas UDM 1T24 vs UDM 1T23, así como nuestras expectativas de nuestros escenarios base y de estrés para el periodo.

**Figura 1. Resultados Observados y Proyectados (Cifras en millones de pesos)**

	Observado UDM al			Escenario Base	
	1T23	1T24	Cambio	1T24	Cambio
Ingresos	196,016	195,511	-0.3%	207,909	-6.0%
EBITDA	30,369	31,373	3.3%	34,722	-9.6%
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	11,008	11,659	5.9%	16,166	-27.9%
Margen EBITDA	15.5%	16.0%	55pbs	16.7%	-65pbs
Deuda Total	45,058	44,102	-2.1%	35,586	23.9%
Deuda Neta (DN)	33,674	28,954	-14.0%	23,435	23.6%
Servicio de la Deuda	12,746	26,236	105.8%	26,412	-0.7%
DSCR	0.9x	0.4x	NA	0.6x	NA
DSCR con caja inicial	1.6x	0.9x	NA	1.0x	NA
Años de Pago (DN/FLE)	3.1	2.5	NA	1.4	NA

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



## Ingresos y EBITDA

Durante los UDM al 1T24, Grupo Carso reportó ingresos totales por P\$195,511m, lo cual fue 0.3% inferior respecto a P\$196,016m de ingresos reportados en los UDM al 1T23 y 6.0% por debajo de nuestros estimados. Los ingresos se observaron prácticamente en los mismos niveles en ambos periodos, creciendo en las divisiones Comercial y de infraestructura construcción, por un sólido desempeño en tiendas departamentales, así como mayores proyectos privados de construcción realizados durante el periodo.

Sin embargo, los ingresos de Conдумex, así como de Elementia y Carso Energy han visto decrementos debido a menores volúmenes de venta en la división industrial, así como menores niveles de tipo de cambio que mantienen las afectaciones en ventas realizadas en el extranjero, por lo cual no se cumplieron nuestras estimaciones de ventas para el periodo al estimar mayores niveles de venta y de tipo de cambio.

**Figura 2. Resultados Operativos por Línea de Negocio (Cifras en millones de pesos)**

	Observado UDM al			Proyectado UDM al	
	1T23	1T24	Cambio	1T24	Cambio
Comercial (Grupo Sanborns)	67,760	73,459	8.4%	71,601	2.6%
Industrial (Grupo Conдумex)	49,806	42,898	-13.9%	50,474	-15.0%
Infraestructura y Construcción (CICSA)	42,094	44,183	5.0%	46,488	-5.0%
Construcción (Elementia)	32,377	31,841	-1.7%	34,095	-6.6%
Energía (CARSO Energy)	3,989	3,343	-16.2%	4,050	-17.5%
Otros Ingresos y Eliminaciones	(10)	(212)	NA	1,200	NA
<b>Ingresos Totales</b>	<b>196,016</b>	<b>195,511</b>	<b>-0.3%</b>	<b>207,909</b>	<b>-6.0%</b>

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa

En cuanto al EBITDA, la Empresa reportó P\$31,373m en los UDM al 1T24, creciendo 3.3% respecto a los UDM al 1T2 cuando se observó un nivel de P\$30,369m. Las afectaciones en volúmenes de venta y tipo de cambio previamente mencionadas impidieron que la Empresa alcanzara nuestras estimaciones, donde estimábamos que en los UDM al 1T24 se alcanzaría un EBITDA de P\$34,722m. A pesar de que se observó una mejora en márgenes respecto a los UDM al 1T23, la Empresa no alcanzó los niveles estimados por mayores gastos observados como resultado del incremento de operaciones, y un menor uso del apalancamiento operativo. Sin embargo, una reducción en costos benefició el margen bruto, lo cual apoyó el ligero incremento en EBITDA observado, alcanzando 28.8%, en comparación con 27.1% proyectado para el periodo.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

**Figura 3. Ingresos y EBITDA (Cifras en millones de pesos)**

	Observado UDM al			Proyectado UDM al	
	1T23	1T24	Cambio	1T24	Cambio
Ingresos Totales	196,016	195,511	-0.3%	207,909	-6.0%
Costo de Ventas	144,841	139,122	-3.9%	151,532	-8.2%
Utilidad Bruta	51,176	56,389	10.2%	56,377	0.0%
Gastos Generales	20,807	25,017	20.2%	21,654	15.5%
<b>EBITDA</b>	<b>30,369</b>	<b>31,373</b>	<b>3.3%</b>	<b>34,722</b>	<b>-9.6%</b>
Margen Bruto*	26.1%	28.8%	273	27.1%	173
Margen EBITDA*	15.5%	16.0%	55	16.7%	(65)

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa

\*El cambio en el margen se expresa en puntos base.

## Flujo Libre de Efectivo (FLE)

Observamos una generación de FLE de P\$11,659m en los UDM al 1T24, comparado con P\$11,008m en los UDM al 1T23 y P\$16,166m esperados en nuestro escenario base. La expansión en flujo se dio como resultado de un incremento en el EBITDA, así como menores requerimientos de capital de trabajo respecto al periodo anterior y nuestras proyecciones, donde estimábamos requerimientos por P\$2,427m, observándose P\$1,706m en los UDM al 1T24. La Empresa fue capaz de aumentar su generación de flujo a pesar de que se observó un mayor pago de impuestos, además de un incremento en las operaciones que repercutió en los costos de arrendamiento, así como mayores niveles de Capex de mantenimiento. Asimismo, las fluctuaciones en el tipo de cambio incrementaron, afectando la generación de flujo al darse menores niveles de tipo de cambio respecto al periodo anterior y respecto a nuestras proyecciones. Finalmente, se observó un ciclo de conversión de efectivo de 116 días al cierre del 1T24, en comparación con 114 días en 1T23, creciendo como resultado de mayores días de cuentas por cobrar observados como resultado de un mayor nivel de operaciones.

**Figura 4. Evolución del Flujo Libre de Efectivo (Cifras en millones de pesos)**

	Observado UDM al			Proyectado UDM al	
	1T23	1T24	Cambio	1T24	Cambio
<b>EBITDA</b>	<b>30,369</b>	<b>31,373</b>	<b>1,004</b>	<b>34,722</b>	<b>(3,350)</b>
Otro Flujo de Resultados	(3,658)	(3,449)	209	(3,791)	342
Cuentas por Cobrar	(5,761)	(6,739)	(978)	(3,022)	(3,718)
Inventarios	231	536	305	(1,479)	2,016
Otros Activos	6,536	1,618	(4,918)	953	664
Proveedores	133	(446)	(579)	1,021	(1,467)
Otros Pasivos	(6,754)	3,326	10,080	100	3,226
<b>Capital de Trabajo</b>	<b>(5,614)</b>	<b>(1,706)</b>	<b>3,909</b>	<b>(2,427)</b>	<b>721</b>
Impuestos	(3,728)	(4,653)	(924)	(7,204)	2,551
Dividendos Cobrados	1,900	1,823	(76)	1,946	(122)
Costos Financieros por Arrendamiento	(2,194)	(2,535)	(341)	(1,897)	(638)
Amortización de Arrendamiento	(1,705)	(2,046)	(341)	(1,429)	(616)
Intereses por Arrendamiento	(489)	(489)	0	(467)	(22)
CAPEX de Mantenimiento	(3,925)	(4,123)	(198)	(4,064)	(60)
Efecto cambiario en el efectivo	(2,141)	(5,071)	(2,930)	(1,120)	(3,951)
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>11,008</b>	<b>11,659</b>	<b>651</b>	<b>16,166</b>	<b>(4,507)</b>

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Endeudamiento

Grupo Carso reportó una deuda total de P\$44,102m al cierre del 1T24, comparado con P\$45,058m al cierre del 1T23 y P\$35,586m estimados en nuestras proyecciones. La deuda neta alcanzó P\$28,954m en el periodo actual, en comparación con P\$33,674m observados al cierre del periodo anterior. El decremento en deuda observado es resultado de refinanciamientos realizados por la Empresa, así como el pago de amortizaciones obligatorias y menores niveles de tipo de cambio que han reducido el saldo en pesos de la deuda en moneda extranjera.

A pesar de que en el periodo actual se observaron menores niveles de deuda bancaria, la Empresa ha realizado emisiones bursátiles tanto de corto como de largo plazo que han mantenido los niveles de deuda similares en ambos periodos. Aunado a esto, el incremento en el servicio de la deuda al 1T24 por mayores amortizaciones y un mayor pago de intereses afectó negativamente el DSCR, que alcanzó 0.4x, en comparación con 0.9x en el periodo anterior. Sin embargo, la métrica de años de pago mejoró respecto al periodo de los UDM al 1T23, que junto con nuestro cambio metodológico realizado en febrero de 2024, en el cual esta métrica incrementa su participación en la calificación de 30% a 40%, benefició a la Empresa al observarse un nivel de 2.5 años, comparado con 3.1 años en el periodo anterior.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

**NOTA:** Proyecciones realizadas durante la última revisión de Grupo Carso el 5 de octubre de 2023, habiendo actualizado la información histórica al 1T24.

## Escenario Base: Balance General (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023	2024P	2025P	2026P	3M23	3M24
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>239,382</b>	<b>250,707</b>	<b>252,767</b>	<b>264,102</b>	<b>276,908</b>	<b>239,953</b>	<b>247,065</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>94,449</b>	<b>107,303</b>	<b>110,414</b>	<b>121,181</b>	<b>132,900</b>	<b>96,147</b>	<b>105,431</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	12,295	16,347	6,456	10,432	14,416	11,384	15,148
Cuentas por Cobrar a Clientes	45,465	54,367	64,645	69,808	75,687	47,334	53,785
Otras Cuentas por Cobrar Neto	7,230	5,285	1,254	1,310	1,369	1,548	5,291
Inventarios	27,144	27,840	30,106	31,677	33,475	27,877	27,345
Otros Activos Circulantes	2,316	3,464	7,954	7,954	7,954	8,005	3,863
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>144,933</b>	<b>143,404</b>	<b>142,353</b>	<b>142,921</b>	<b>144,008</b>	<b>143,806</b>	<b>141,634</b>
Cuentas por Cobrar No Circulantes	16,588	14,975	12,690	10,786	9,168	15,523	13,960
Inversiones en Asociadas	36,755	38,683	39,286	40,746	42,259	38,499	37,942
Propiedades de Inversión	4,766	4,959	4,785	4,785	4,785	4,766	4,959
Planta, Propiedad y Equipo	61,529	59,325	60,474	61,346	62,393	59,740	58,980
Crédito Mercantil	4,519	4,461	4,465	4,465	4,465	4,489	4,453
Otros Intangibles	4,864	4,495	4,653	4,653	4,653	4,744	4,546
Impuestos Diferidos	5,816	7,001	6,557	6,557	6,557	6,270	7,042
Otros	3,894	3,550	3,422	3,561	3,706	3,678	3,623
Activos por Derecho de Uso	6,203	5,954	6,020	6,020	6,020	6,096	6,129
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>104,528</b>	<b>106,296</b>	<b>90,874</b>	<b>83,216</b>	<b>74,831</b>	<b>101,702</b>	<b>101,839</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>61,373</b>	<b>63,151</b>	<b>47,787</b>	<b>46,468</b>	<b>40,231</b>	<b>64,505</b>	<b>58,170</b>
Pasivo con Costo	15,464	19,006	5,179	5,815	2,191	23,186	18,047
Proveedores	18,104	20,337	17,295	16,835	16,300	17,485	17,927
Impuestos por Pagar	3,312	5,564	4,326	4,360	4,395	4,202	4,803
Otros	22,540	16,687	19,221	17,692	15,579	17,791	15,732
Pasivo por Arrendamiento	1,953	1,556	1,766	1,766	1,766	1,842	1,661
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>43,155</b>	<b>43,145</b>	<b>43,087</b>	<b>36,749</b>	<b>34,600</b>	<b>37,197</b>	<b>43,668</b>
Pasivo con Costo	27,206	26,654	28,010	22,625	20,811	21,872	26,055
Impuestos Diferidos	9,684	10,841	9,293	8,959	8,589	9,527	11,815
Pasivo por Arrendamiento	4,573	4,173	4,302	4,302	4,302	4,384	4,265
Otros	1,693	1,477	1,481	862	897	1,414	1,533
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>134,854</b>	<b>144,411</b>	<b>161,893</b>	<b>180,885</b>	<b>202,077</b>	<b>138,251</b>	<b>145,226</b>
<b>Minoritario</b>	<b>13,966</b>	<b>15,796</b>	<b>15,396</b>	<b>16,979</b>	<b>18,732</b>	<b>13,480</b>	<b>15,393</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	12,594	15,294	14,024	15,396	16,979	13,280	15,014
Utilidad del Ejercicio	1,372	502	1,372	1,583	1,753	200	380
<b>Mayoritario</b>	<b>120,888</b>	<b>128,615</b>	<b>146,497</b>	<b>163,906</b>	<b>183,345</b>	<b>124,772</b>	<b>129,832</b>
Capital Contribuido	4,926	6,301	2,530	2,530	2,530	4,926	6,299
Utilidades Acumuladas y Otros	96,901	108,678	127,006	141,813	159,143	115,976	120,516
Utilidad del Ejercicio	19,062	13,636	16,961	19,563	21,671	3,870	3,017
<b>Deuda Total</b>	<b>42,670</b>	<b>45,660</b>	<b>33,189</b>	<b>28,441</b>	<b>23,002</b>	<b>45,058</b>	<b>44,102</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>30,375</b>	<b>29,313</b>	<b>26,734</b>	<b>18,008</b>	<b>8,587</b>	<b>33,674</b>	<b>28,954</b>
<b>Días Cuentas por Cobrar</b>	<b>85</b>	<b>91</b>	<b>88</b>	<b>90</b>	<b>91</b>	<b>84</b>	<b>80</b>
<b>Días Inventario</b>	<b>71</b>	<b>70</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>70</b>	<b>67</b>
<b>Días Proveedores</b>	<b>42</b>	<b>45</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>39</b>

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

\*Estados Financieros auditados por Deloitte.



## Escenario Base: Estado de Resultados (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023	2024P	2025P	2026P	3M23	3M24
<b>Ventas Totales</b>	<b>181,539</b>	<b>198,461</b>	<b>217,736</b>	<b>229,051</b>	<b>240,420</b>	<b>49,021</b>	<b>46,071</b>
Costo de Ventas	134,218	142,360	161,406	169,194	177,237	36,246	33,008
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>47,320</b>	<b>56,101</b>	<b>56,330</b>	<b>59,857</b>	<b>63,184</b>	<b>12,775</b>	<b>13,063</b>
Gastos de Operación	19,741	24,320	22,564	23,177	24,041	5,209	5,906
<b>EBITDA</b>	<b>27,579</b>	<b>31,781</b>	<b>33,766</b>	<b>36,680</b>	<b>39,143</b>	<b>7,566</b>	<b>7,157</b>
Depreciación y Amortización	5,032	5,863	5,818	5,896	5,953	1,438	1,481
Depreciación	3,498	4,108	4,061	4,139	4,197	1,002	1,018
Amortización de Intangibles	223	284	292	292	292	76	82
Amortización de Arrendamientos	1,312	1,471	1,464	1,464	1,464	360	381
<b>Utilidad Operativa antes de Otros</b>	<b>22,547</b>	<b>25,918</b>	<b>27,948</b>	<b>30,785</b>	<b>33,189</b>	<b>6,128</b>	<b>5,677</b>
Otros Ingresos y Gastos Netos	3,418	(1,503)	0	0	0	(3)	(154)
<b>Utilidad Operativa después de Otros</b>	<b>25,965</b>	<b>24,415</b>	<b>27,948</b>	<b>30,785</b>	<b>33,189</b>	<b>6,125</b>	<b>5,523</b>
Ingresos por Intereses	1,339	1,744	880	1,019	1,162	359	398
Otros Productos Financieros	449	378	536	426	364	27	168
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	3,303	5,341	3,419	2,588	1,925	1,245	1,313
Intereses Pagados por Arrendamiento	489	489	462	462	462	121	121
Otros Gastos Financieros	97	300	0	0	0	8	151
Ingreso Financiero Neto	(1,611)	(3,518)	(2,002)	(1,143)	(400)	(987)	(1,019)
Resultado Cambiario	(1,049)	(2,048)	(698)	(431)	(377)	(1,120)	(403)
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>(2,660)</b>	<b>(5,567)</b>	<b>(2,701)</b>	<b>(1,574)</b>	<b>(777)</b>	<b>(2,108)</b>	<b>(1,422)</b>
<b>Utilidad Después del RIF</b>	<b>23,305</b>	<b>18,848</b>	<b>25,248</b>	<b>29,211</b>	<b>32,413</b>	<b>4,017</b>	<b>4,101</b>
Participación en Asociadas	1,303	1,268	1,405	1,460	1,513	368	319
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>24,120</b>	<b>19,627</b>	<b>26,191</b>	<b>30,208</b>	<b>33,464</b>	<b>4,385</b>	<b>4,420</b>
<b>Impuestos sobre la Utilidad</b>	<b>3,686</b>	<b>5,489</b>	<b>7,857</b>	<b>9,063</b>	<b>10,039</b>	<b>316</b>	<b>1,024</b>
Impuestos Causados	4,072	5,442	8,147	9,396	10,409	906	720
Impuestos Diferidos	(386)	47	(289)	(334)	(370)	(590)	304
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>20,434</b>	<b>14,138</b>	<b>18,334</b>	<b>21,146</b>	<b>23,425</b>	<b>4,069</b>	<b>3,397</b>
Participación minoritaria en la utilidad	1,372	502	1,372	1,583	1,753	200	380
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	<b>19,062</b>	<b>13,636</b>	<b>16,961</b>	<b>19,563</b>	<b>21,671</b>	<b>3,870</b>	<b>3,017</b>
<i>Cifras UDM</i>							
Cambio en Ventas	45.7%	9.3%	9.7%	5.2%	5.0%	48.3%	-0.3%
Margen Bruto	26.1%	28.3%	25.9%	26.1%	26.3%	26.1%	28.8%
Margen EBITDA	15.2%	16.0%	15.5%	16.0%	16.3%	15.5%	16.0%
Tasa de Impuestos	15.3%	28.0%	30.0%	30.0%	30.0%	14.4%	31.5%
Ventas Netas a PP&E	3.0	3.3	3.6	3.7	3.9	3.3	3.3
ROCE	22.4%	21.8%	22.1%	23.8%	23.8%	22.6%	21.2%
Tasa Pasiva	9.2%	12.1%	9.9%	8.5%	7.6%	10.4%	12.2%
Tasa Activa	2.5%	2.8%	1.4%	1.4%	1.4%	2.7%	2.8%

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

\*Estados Financieros auditados por Deloitte.



## Escenario Base: Flujo de Efectivo (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023	2024P	2025P	2026P	3M23	3M24
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	24,120	19,627	26,191	30,208	33,464	4,385	4,420
Depreciación y Amortización	5,034	5,863	5,526	5,604	5,661	1,443	1,481
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	(193)	0	0	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	420	613	0	0	0	(4)	(8)
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(1,303)	(1,268)	(1,405)	(1,460)	(1,513)	(368)	(319)
Dividendos Cobrados	(1,309)	(1,332)	(2,007)	(2,085)	(2,161)	(333)	(333)
Intereses a Favor	(5,175)	(3,472)	(880)	(1,019)	(1,162)	(1,610)	(1,287)
Fluctuación Cambiaria	0	0	698	431	377	0	0
Otras Partidas de Inversión	0	0	(536)	(426)	(364)	0	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>	<b>(2,527)</b>	<b>405</b>	<b>1,395</b>	<b>1,045</b>	<b>839</b>	<b>(871)</b>	<b>(467)</b>
Intereses Devengados	3,303	6,895	3,419	2,588	1,925	1,245	1,313
Otras Partidas	489	489	462	462	462	121	121
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>3,792</b>	<b>7,385</b>	<b>3,881</b>	<b>3,050</b>	<b>2,387</b>	<b>1,366</b>	<b>1,434</b>
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>25,384</b>	<b>27,416</b>	<b>31,467</b>	<b>34,303</b>	<b>36,690</b>	<b>4,880</b>	<b>5,387</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	(6,576)	(9,533)	(8,078)	(5,163)	(5,879)	(2,227)	567
Decremento (Incremento) en Inventarios	(1,018)	(696)	(1,446)	(1,571)	(1,798)	(734)	498
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	4,235	1,782	2,260	1,708	1,415	1,675	1,510
Incremento (Decremento) en Proveedores	(318)	1,349	(1,351)	(460)	(535)	(683)	(2,478)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(2,302)	(24)	470	(2,115)	(2,042)	(177)	3,173
<b>Capital de trabajo</b>	<b>(5,979)</b>	<b>(7,122)</b>	<b>(8,144)</b>	<b>(7,601)</b>	<b>(8,840)</b>	<b>(2,146)</b>	<b>3,270</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(2,872)	(6,895)	(8,147)	(9,396)	(10,409)	(3,429)	(1,186)
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>(8,852)</b>	<b>(14,017)</b>	<b>(16,291)</b>	<b>(16,997)</b>	<b>(19,249)</b>	<b>(5,574)</b>	<b>2,085</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>16,533</b>	<b>13,399</b>	<b>15,176</b>	<b>17,306</b>	<b>17,441</b>	<b>(694)</b>	<b>7,472</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>							
Inver. de acciones con carácter perm.	(8,438)	2	0	0	0	0	0
Inversiones disponibles para la venta	301	0	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(5,236)	(5,077)	(5,108)	(5,011)	(5,244)	(704)	(1,070)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	74	113	0	0	0	21	20
Inversión en Activos Intangibles	(388)	0	0	0	0	(35)	(104)
Disposición de Activos Intangibles	0	14	(1,464)	(1,464)	(1,464)	0	0
Adquisición de Negocios	0	(1,399)	0	0	0	(0)	(213)
Dividendos Cobrados	1,757	2,018	2,007	2,085	2,161	549	354
Intereses Cobrados	1,345	1,741	880	1,019	1,162	359	396
Otros Activos	2,054	2,704	0	0	0	1,195	(420)
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>(8,530)</b>	<b>117</b>	<b>(3,685)</b>	<b>(3,372)</b>	<b>(3,386)</b>	<b>1,386</b>	<b>(1,037)</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>8,003</b>	<b>13,516</b>	<b>11,491</b>	<b>13,934</b>	<b>14,055</b>	<b>692</b>	<b>6,434</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>							
Financiamientos Bancarios	43,023	89,263	2,195	0	0	19,093	14,967
Aumento de Arrendamientos	0	0	1,464	1,464	1,464	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(41,600)	(86,304)	(7,077)	(5,179)	(5,815)	(16,708)	(16,522)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Arrendamientos	(1,446)	(2,065)	(1,464)	(1,464)	(1,464)	(449)	(430)
Intereses Pagados	(3,262)	(4,750)	(3,419)	(2,588)	(1,925)	(1,233)	(1,311)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(489)	(489)	(462)	(462)	(462)	(121)	(121)
Otros	(9)	(1)	536	426	364	0	0
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>(3,782)</b>	<b>(4,345)</b>	<b>(8,227)</b>	<b>(7,804)</b>	<b>(7,839)</b>	<b>582</b>	<b>(3,418)</b>
Recompra de Acciones	(444)	(319)	0	0	0	(75)	(31)
Dividendos Pagados	(2,512)	(1,806)	(2,074)	(2,154)	(2,233)	(345)	(343)
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>(2,956)</b>	<b>(2,124)</b>	<b>(2,074)</b>	<b>(2,154)</b>	<b>(2,233)</b>	<b>(420)</b>	<b>(374)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>(6,738)</b>	<b>(6,470)</b>	<b>(10,302)</b>	<b>(9,958)</b>	<b>(10,072)</b>	<b>162</b>	<b>(3,792)</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>1,265</b>	<b>7,046</b>	<b>1,189</b>	<b>3,976</b>	<b>3,983</b>	<b>853</b>	<b>2,642</b>
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(168)	(2,994)	0	0	0	(1,764)	(3,841)
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	11,198	12,295	5,267	6,456	10,432	12,295	16,347
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>12,295</b>	<b>16,347</b>	<b>6,456</b>	<b>10,432</b>	<b>14,416</b>	<b>11,384</b>	<b>15,148</b>
<i>Cifras UDM</i>							
CAPEX de Mantenimiento	(3,498)	(4,108)	(4,061)	(4,139)	(4,197)	(3,925)	(4,123)
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>12,689</b>	<b>5,761</b>	<b>11,195</b>	<b>13,326</b>	<b>13,478</b>	<b>11,008</b>	<b>11,659</b>
Amortización de Deuda	41,600	86,304	7,077	5,179	5,815	52,224	86,118
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	(36,163)	(77,409)	(2,195)	0	0	(29,038)	(68,071)
Amortización Neta	5,437	8,895	4,882	5,179	5,815	23,186	18,047
Intereses Netos Pagados	1,916	3,009	2,539	1,569	763	2,559	3,050
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>7,353</b>	<b>11,903</b>	<b>7,421</b>	<b>6,748</b>	<b>6,578</b>	<b>25,745</b>	<b>21,097</b>
<b>DSCR</b>	<b>1.7</b>	<b>0.5</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>
Caja Inicial Disponible	11,198	12,295	5,267	6,456	10,432	0	15,148
<b>DSCR con Caja</b>	<b>3.2</b>	<b>1.5</b>	<b>2.2</b>	<b>2.9</b>	<b>3.6</b>	<b>0.4</b>	<b>1.3</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>2.4</b>	<b>5.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>

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

\*Estados Financieros auditados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Escenario de Estrés: Balance General (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023	2024P	2025P	2026P	3M23	3M24
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>239,382</b>	<b>250,707</b>	<b>244,330</b>	<b>248,407</b>	<b>250,686</b>	<b>239,953</b>	<b>247,065</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>94,449</b>	<b>107,303</b>	<b>101,977</b>	<b>105,486</b>	<b>106,678</b>	<b>96,147</b>	<b>105,431</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	12,295	16,347	4,322	4,311	1,757	11,384	15,148
Cuentas por Cobrar a Clientes	45,465	54,367	60,304	65,522	67,030	47,334	53,785
Otras Cuentas por Cobrar Neto	7,230	5,285	1,254	1,310	1,369	1,548	5,291
Inventarios	27,144	27,840	28,143	26,389	28,568	27,877	27,345
Otros Activos Circulantes	2,316	3,464	7,954	7,954	7,954	8,005	3,863
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>144,933</b>	<b>143,404</b>	<b>142,353</b>	<b>142,921</b>	<b>144,008</b>	<b>143,806</b>	<b>141,634</b>
Cuentas por Cobrar No Circulantes	16,588	14,975	12,690	10,786	9,168	15,523	13,960
Inversiones en Asociadas	36,755	38,683	39,286	40,746	42,259	38,499	37,942
Propiedades de Inversión	4,766	4,959	4,785	4,785	4,785	4,766	4,959
Planta, Propiedad y Equipo	61,529	59,325	60,474	61,346	62,393	59,740	58,980
Crédito Mercantil	4,519	4,461	4,465	4,465	4,465	4,489	4,453
Otros Intangibles	4,864	4,495	4,653	4,653	4,653	4,744	4,546
Impuestos Diferidos	5,816	7,001	6,557	6,557	6,557	6,270	7,042
Otros	3,894	3,550	3,422	3,561	3,706	3,678	3,623
Activos por Derecho de Uso	6,203	5,954	6,020	6,020	6,020	6,096	6,129
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>104,528</b>	<b>106,296</b>	<b>89,864</b>	<b>81,516</b>	<b>72,039</b>	<b>101,702</b>	<b>101,839</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>61,373</b>	<b>63,151</b>	<b>46,660</b>	<b>44,546</b>	<b>37,070</b>	<b>64,505</b>	<b>58,170</b>
Pasivo con Costo	15,464	19,006	5,179	5,815	2,191	23,186	18,047
Proveedores	18,104	20,337	16,167	14,914	13,138	17,485	17,927
Impuestos por Pagar	3,312	5,564	4,326	4,360	4,395	4,202	4,803
Otros	22,540	16,687	19,221	17,692	15,579	17,791	15,732
Pasivo por Arrendamiento	1,953	1,556	1,766	1,766	1,766	1,842	1,661
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>43,155</b>	<b>43,145</b>	<b>43,204</b>	<b>36,970</b>	<b>34,970</b>	<b>37,197</b>	<b>43,668</b>
Pasivo con Costo	27,206	26,654	28,010	22,625	20,811	21,872	26,055
Impuestos Diferidos	9,684	10,841	9,410	9,180	8,959	9,527	11,815
Pasivo por Arrendamiento	4,573	4,173	4,302	4,302	4,302	4,384	4,265
Otros	1,693	1,477	1,481	862	897	1,414	1,533
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>134,854</b>	<b>144,411</b>	<b>154,467</b>	<b>166,891</b>	<b>178,646</b>	<b>138,251</b>	<b>145,226</b>
<b>Minoritario</b>	<b>13,966</b>	<b>15,796</b>	<b>14,840</b>	<b>15,932</b>	<b>16,979</b>	<b>13,480</b>	<b>15,393</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	12,594	15,294	13,872	14,840	15,932	13,280	15,014
Utilidad del Ejercicio	1,372	502	969	1,091	1,047	200	380
<b>Mayoritario</b>	<b>120,888</b>	<b>128,615</b>	<b>139,626</b>	<b>150,959</b>	<b>161,668</b>	<b>124,772</b>	<b>129,832</b>
Capital Contribuido	4,926	6,301	2,530	2,530	2,530	4,926	6,299
Utilidades Acumuladas y Otros	96,901	108,678	125,121	134,942	146,196	115,976	120,516
Utilidad del Ejercicio	19,062	13,636	11,975	13,487	12,941	3,870	3,017
<b>Deuda Total</b>	<b>42,670</b>	<b>45,660</b>	<b>33,189</b>	<b>28,441</b>	<b>23,002</b>	<b>45,058</b>	<b>44,102</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>30,375</b>	<b>29,313</b>	<b>28,867</b>	<b>24,129</b>	<b>21,245</b>	<b>33,674</b>	<b>28,954</b>
<b>Días Cuentas por Cobrar</b>	<b>85</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>96</b>	<b>102</b>	<b>84</b>	<b>80</b>
<b>Días Inventario</b>	<b>71</b>	<b>70</b>	<b>74</b>	<b>73</b>	<b>74</b>	<b>70</b>	<b>67</b>
<b>Días Proveedores</b>	<b>42</b>	<b>45</b>	<b>43</b>	<b>42</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>39</b>

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

\*Estados Financieros auditados por Deloitte.



## Escenario de Estrés: Estado de Resultados (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023	2024P	2025P	2026P	3M23	3M24
<b>Ventas Totales</b>	<b>181,539</b>	<b>198,461</b>	<b>200,120</b>	<b>200,117</b>	<b>200,287</b>	<b>49,021</b>	<b>46,071</b>
Costo de Ventas	134,218	142,360	151,878	150,296	151,500	36,246	33,008
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>47,320</b>	<b>56,101</b>	<b>48,242</b>	<b>49,821</b>	<b>48,787</b>	<b>12,775</b>	<b>13,063</b>
Gastos de Operación	19,741	24,320	22,137	22,411	22,921	5,209	5,906
<b>EBITDA</b>	<b>27,579</b>	<b>31,781</b>	<b>26,105</b>	<b>27,410</b>	<b>25,866</b>	<b>7,566</b>	<b>7,157</b>
Depreciación y Amortización	5,032	5,863	5,818	5,896	5,953	1,438	1,481
Depreciación	3,498	4,108	4,061	4,139	4,197	1,002	1,018
Amortización de Intangibles	223	284	292	292	292	76	82
Amortización de Arrendamientos	1,312	1,471	1,464	1,464	1,464	360	381
<b>Utilidad Operativa antes de Otros</b>	<b>22,547</b>	<b>25,918</b>	<b>20,288</b>	<b>21,515</b>	<b>19,913</b>	<b>6,128</b>	<b>5,677</b>
Otros Ingresos y Gastos Netos	3,418	(1,503)	0	0	0	(3)	(154)
<b>Utilidad Operativa después de Otros</b>	<b>25,965</b>	<b>24,415</b>	<b>20,288</b>	<b>21,515</b>	<b>19,913</b>	<b>6,125</b>	<b>5,523</b>
Ingresos por Intereses	1,339	1,744	842	907	958	359	398
Otros Productos Financieros	449	378	536	426	364	27	168
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	3,303	5,341	3,419	2,588	1,925	1,245	1,313
Intereses Pagados por Arrendamiento	489	489	462	462	462	121	121
Otros Gastos Financieros	97	300	0	0	0	8	151
Ingreso Financiero Neto	(1,611)	(3,518)	(2,041)	(1,255)	(603)	(987)	(1,019)
Resultado Cambiario	(1,049)	(2,048)	(698)	(431)	(377)	(1,120)	(403)
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>(2,660)</b>	<b>(5,567)</b>	<b>(2,739)</b>	<b>(1,686)</b>	<b>(980)</b>	<b>(2,108)</b>	<b>(1,422)</b>
<b>Utilidad Después del RIF</b>	<b>23,305</b>	<b>18,848</b>	<b>17,548</b>	<b>19,829</b>	<b>18,933</b>	<b>4,017</b>	<b>4,101</b>
Participación en Asociadas	1,303	1,268	1,405	1,460	1,513	368	319
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>24,120</b>	<b>19,627</b>	<b>18,491</b>	<b>20,826</b>	<b>19,984</b>	<b>4,385</b>	<b>4,420</b>
<b>Impuestos sobre la Utilidad</b>	<b>3,686</b>	<b>5,489</b>	<b>5,547</b>	<b>6,248</b>	<b>5,995</b>	<b>316</b>	<b>1,024</b>
Impuestos Causados	4,072	5,442	5,752	6,478	6,216	906	720
Impuestos Diferidos	(386)	47	(204)	(230)	(221)	(590)	304
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>20,434</b>	<b>14,138</b>	<b>12,944</b>	<b>14,578</b>	<b>13,988</b>	<b>4,069</b>	<b>3,397</b>
Participación minoritaria en la utilidad	1,372	502	969	1,091	1,047	200	380
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	<b>19,062</b>	<b>13,636</b>	<b>11,975</b>	<b>13,487</b>	<b>12,941</b>	<b>3,870</b>	<b>3,017</b>
<i>Cifras UDM</i>							
Cambio en Ventas	45.7%	9.3%	0.3%	0.0%	0.1%	48.3%	-0.3%
Margen Bruto	26.1%	28.3%	24.1%	24.9%	24.4%	26.1%	28.8%
Margen EBITDA	15.2%	16.0%	13.0%	13.7%	12.9%	15.5%	16.0%
Tasa de Impuestos	15.3%	28.0%	30.0%	30.0%	30.0%	14.4%	31.5%
Ventas Netas a PP&E	3.0	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.3
ROCE	22.4%	21.8%	16.5%	14.9%	14.9%	22.6%	21.2%
Tasa Pasiva	9.2%	12.1%	9.9%	8.5%	7.6%	10.4%	12.2%
Tasa Activa	2.5%	2.8%	1.4%	1.4%	1.4%	2.7%	2.8%

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

\*Estados Financieros auditados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

## Escenario de Estrés: Flujo de Efectivo (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023	2024P	2025P	2026P	3M23	3M24
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	24,120	19,627	18,491	20,826	19,984	4,385	4,420
Depreciación y Amortización	5,034	5,863	5,526	5,604	5,661	1,443	1,481
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	(193)	0	0	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	420	613	0	0	0	(4)	(8)
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(1,303)	(1,268)	(1,405)	(1,460)	(1,513)	(368)	(319)
Dividendos Cobrados	(1,309)	(1,332)	(2,007)	(2,085)	(2,161)	(333)	(333)
Intereses a Favor	(5,175)	(3,472)	(842)	(907)	(958)	(1,610)	(1,287)
Fluctuación Cambiaria	0	0	698	431	377	0	0
Otras Partidas de Inversión	0	0	(536)	(426)	(364)	0	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>(2,527)</b>	<b>405</b>	<b>1,433</b>	<b>1,157</b>	<b>1,043</b>	<b>(871)</b>	<b>(467)</b>
Intereses Devengados	3,303	6,895	3,419	2,588	1,925	1,245	1,313
Otras Partidas	489	489	462	462	462	121	121
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>3,792</b>	<b>7,385</b>	<b>3,881</b>	<b>3,050</b>	<b>2,387</b>	<b>1,366</b>	<b>1,434</b>
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>25,384</b>	<b>27,416</b>	<b>23,806</b>	<b>25,033</b>	<b>23,413</b>	<b>4,880</b>	<b>5,387</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	(6,576)	(9,533)	(4,839)	(5,218)	(1,509)	(2,227)	567
Decremento (Incremento) en Inventarios	(1,018)	(696)	(369)	1,754	(2,179)	(734)	498
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	4,235	1,782	2,260	1,708	1,415	1,675	1,510
Incremento (Decremento) en Proveedores	(318)	1,349	(1,902)	(1,254)	(1,775)	(683)	(2,478)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(2,302)	(24)	470	(2,115)	(2,042)	(177)	3,173
<b>Capital de trabajo</b>	<b>(5,979)</b>	<b>(7,122)</b>	<b>(4,380)</b>	<b>(5,124)</b>	<b>(6,090)</b>	<b>(2,146)</b>	<b>3,270</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(2,872)	(6,895)	(5,752)	(6,478)	(6,216)	(3,429)	(1,186)
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>(8,852)</b>	<b>(14,017)</b>	<b>(10,132)</b>	<b>(11,602)</b>	<b>(12,306)</b>	<b>(5,574)</b>	<b>2,085</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>16,533</b>	<b>13,399</b>	<b>13,674</b>	<b>13,431</b>	<b>11,107</b>	<b>(694)</b>	<b>7,472</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>							
Inver. de acciones con carácter perm.	(8,438)	2	0	0	0	0	0
Inversiones disponibles para la venta	301	0	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(5,236)	(5,077)	(5,108)	(5,011)	(5,244)	(704)	(1,070)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	74	113	0	0	0	21	20
Inversión en Activos Intangibles	(388)	0	0	0	0	(35)	(104)
Disposición de Activos Intangibles	0	14	0	0	0	0	0
Adquisición de Negocios	0	(1,399)	0	0	0	(0)	(213)
Dividendos Cobrados	1,757	2,018	842	907	958	549	354
Intereses Cobrados	1,345	1,741	0	0	0	359	396
Otros Activos	2,054	2,704	0	0	0	1,195	(420)
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>(8,530)</b>	<b>117</b>	<b>(3,724)</b>	<b>(3,484)</b>	<b>(3,590)</b>	<b>1,386</b>	<b>(1,037)</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>8,003</b>	<b>13,516</b>	<b>9,950</b>	<b>9,947</b>	<b>7,518</b>	<b>692</b>	<b>6,434</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>							
Financiamientos Bancarios	43,023	89,263	2,195	0	0	19,093	14,967
Aumento de Arrendamientos	0	0	1,464	1,464	1,464	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(41,600)	(86,304)	(7,077)	(5,179)	(5,815)	(16,708)	(16,522)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Arrendamientos	(1,446)	(2,065)	(1,464)	(1,464)	(1,464)	(449)	(430)
Intereses Pagados	(3,262)	(4,750)	(3,419)	(2,588)	(1,925)	(1,233)	(1,311)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(489)	(489)	(462)	(462)	(462)	(121)	(121)
Otros	(9)	(1)	536	426	364	0	0
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>(3,782)</b>	<b>(4,345)</b>	<b>(8,227)</b>	<b>(7,804)</b>	<b>(7,839)</b>	<b>582</b>	<b>(3,418)</b>
Recompra de Acciones	(444)	(319)	0	0	0	(75)	(31)
Dividendos Pagados	(2,512)	(1,806)	(2,074)	(2,154)	(2,233)	(345)	(343)
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>(2,956)</b>	<b>(2,124)</b>	<b>(2,074)</b>	<b>(2,154)</b>	<b>(2,233)</b>	<b>(420)</b>	<b>(374)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>(6,738)</b>	<b>(6,470)</b>	<b>(10,302)</b>	<b>(9,958)</b>	<b>(10,072)</b>	<b>162</b>	<b>(3,792)</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>1,265</b>	<b>7,046</b>	<b>(351)</b>	<b>(11)</b>	<b>(2,554)</b>	<b>853</b>	<b>2,642</b>
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(168)	(2,994)	0	0	0	(1,764)	(3,841)
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	11,198	12,295	4,673	4,322	4,311	12,295	16,347
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>12,295</b>	<b>16,347</b>	<b>4,322</b>	<b>4,311</b>	<b>1,757</b>	<b>11,384</b>	<b>15,148</b>
<i>Cifras UDM</i>							
CAPEX de Mantenimiento	(3,498)	(4,108)	(4,061)	(4,139)	(4,197)	(3,925)	(4,123)
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>12,689</b>	<b>5,761</b>	<b>9,694</b>	<b>9,450</b>	<b>7,145</b>	<b>11,008</b>	<b>11,659</b>
Amortización de Deuda	41,600	86,304	7,077	5,179	5,815	52,224	86,118
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	(36,163)	(77,409)	(2,195)	0	0	(29,038)	(68,071)
Amortización Neta	5,437	8,895	4,882	5,179	5,815	23,186	18,047
Intereses Netos Pagados	1,916	3,009	2,578	1,681	967	2,559	3,050
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>7,353</b>	<b>11,903</b>	<b>7,460</b>	<b>6,860</b>	<b>6,782</b>	<b>25,745</b>	<b>21,097</b>
<b>DSCR</b>	<b>1.7</b>	<b>0.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>
Caja Inicial Disponible	11,198	12,295	4,673	4,322	4,311	0	15,148
<b>DSCR con Caja</b>	<b>3.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>0.4</b>	<b>1.3</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>2.4</b>	<b>5.1</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>	<b>4.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>

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

\*Estados Financieros auditados por Deloitte.



**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	GCARSO 24: HR AAA con Perspectiva Estable GCARSO 24-2: HR AAA con Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	2 de mayo de 2024
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T21-1T24
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/](http://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](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, 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](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, 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](mailto:comunicaciones@hrratings.com)



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS