

INCARSO LP
HR AAA
Perspectiva
Estable

INCARSO CP
HR +1

INCARSO 15
HR AAA
Perspectiva
Estable

Corporativos
18 de diciembre de 2024
A NRSRO Rating**

2022
HR AAA
Perspectiva Estable

2023
HR AAA
Perspectiva Estable

2024
HR AAA
Perspectiva Estable



Elizabeth Martínez

Analista Responsable
Subdirectora de Corporativos
elizabeth.martinez@hrratings.com



Alfredo Márquez

Analista
alfredo.marquez@hrratings.com



Heinz Cederborg

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

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA con Perspectiva Estable para Inmuebles Carso y la emisión INCARSO 15. Asimismo, ratificó la calificación de HR+1 para Inmuebles Carso

La ratificación de las calificaciones para Inmuebles Carso S.A. de C.V. (Incarso y/o la Empresa) y su Emisión se basan en el máximo nivel de fortaleza de las métricas DSCR, DSCR con Caja y Deuda Neta a FLE (Años de Pago) para los años proyectados (2024-2027), las cuales se encuentran en 2.3 veces (x), 4.2x y 0 años respectivamente. Lo anterior, debido a bajo endeudamiento neto, así como a un servicio de deuda negativo en los años proyectados que compensarían nuestras expectativas de menores resultados operativos relacionados con la ciclicidad del negocio. Cabe destacar que nuestros escenarios consideran la amortización total de los Certificados Bursátiles con clave INCARSO 15 por un monto total de P\$3,998m en el 3T25, el cual se incluye en el servicio de la deuda, por lo que el DSCR y DSCR con Caja se ven negativamente impactados en 2025. Sin embargo, al considerar el promedio ponderado de los periodos históricos y proyectados, las métricas se encuentran en los máximos niveles de acuerdo con nuestra metodología.

En cuestión operativa, a pesar de que los ingresos presentaron una caída de 13.7% durante los Últimos Doce Meses (UDM) al 3T24 y -3.1% respecto a nuestro escenario base, el EBITDA se mantuvo en línea respecto al periodo anterior y +2.0% respecto a nuestras estimaciones. Lo anterior principalmente por la disminución de 57.3% en la venta de inmobiliario y propiedades de inversión en los UDM al 3T24 debido a la ciclicidad del segmento. Por lo tanto, nuestras proyecciones consideran una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de 2023-2027 de -3.0% en los ingresos totales, por la caída en la venta de inmobiliario que será parcialmente contrarrestado por el crecimiento en rentas y hotelería en línea con las expectativas de inflación. Asimismo, estimamos que la Empresa continúe mostrando eficiencias operativas en términos de costos y gastos, y mayores requerimientos en el capital de trabajo que se reflejen en un Flujo Libre de Efectivo de P\$2,874m en 2027.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Finalmente, la calificación la fuerte vinculación con Grupo Carso y Banco Inbursa, así como la diversificación de ingresos. Los principales supuestos y resultados son:

Resultados Reportados, Proyecciones y Métricas de Calificación (en millones de P\$)

Ejercicio Fiscal	Reportado			Escenario Base			Escenario de Estrés				Prom. Ponderado		Grado de
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	Base	Estrés	Estrés
Ventas Totales	6,507	6,841	6,182	6,249	6,363	6,064	6,126	5,712	5,375	5,035	6,230	5,599	-10.1%
EBITDA	3,482	3,725	3,722	3,787	3,872	3,708	3,657	3,084	2,870	2,694	3,780	3,080	-18.5%
Margen EBITDA	53.5%	54.5%	60.2%	60.6%	60.9%	61.1%	59.7%	54.0%	53.4%	53.5%	60.7%	54.9%	-579pb
Flujo Libre de Efectivo	3,747	4,295	3,883	2,637	2,984	2,874	3,787	1,756	1,966	1,788	3,001	2,207	-26.5%
Servicio de la Deuda	1,764	-111	146	3,726	-173	-99	172	3,794	-110	-40	1,471	1,528	3.9%
Deuda Total	3,994	3,996	3,998	1,000	1,000	1,000	3,998	1,000	1,000	1,250	1,586	1,629	2.7%
Deuda Neta	1,799	-753	-2,134	-1,502	-749	253	-2,016	-1,106	-303	795	-1,150	-771	-32.9%
DSCR*	2.1x	-38.6x	26.6x	0.7x	-17.3x	-28.9x	22.1x	0.5x	-17.9x	-44.6x	-3.5x	-7.3x	110.3%
DSCR con Caja*	2.6x	-38.6x	59.2x	2.4x	-31.8x	-46.6x	49.7x	2.0x	-37.0x	-77.1x	-2.8x	-11.3x	300.8%
Deuda Neta a FLE*	0.5	-0.2	-0.5	-0.6	-0.3	0.1	-0.5	-0.6	-0.2	0.4	-0.4	-0.3	-16.6%
ACP	1.9	2.1	2.1	2.4	2.3	2.3	2.1	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	0.3%

Fuente: HR Ratings con base en sus proyecciones e información histórica de la Empresa.

*Con base en nuestra metodología, los valores de máxima fortaleza en nuestras métricas DSCR, DSCR con Caja, Años de Pago y ACP son 2.3x, 4.2x, 0, 1.7 respectivamente.

**El servicio de la deuda es la suma de pagos de principal y gasto neto por intereses. Por lo que si es negativo las métricas DSCR y DSCR se encuentran los máximo nivel de fortaleza.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Ingresos Totales.** Durante los UDM al 3T24, la Empresa registró ingresos totales por P\$6,216m, lo cual refleja una disminución de 13.7% respecto a los P\$7,200m registrados en el periodo anterior y -3.1% respecto a nuestro escenario base. Lo anterior fue resultado de una disminución de 57.3% en la venta de inmobiliario y propiedades de inversión debido a la ciclicidad del segmento, el cual construye y vende propiedades residenciales bajo contratos de largo plazo. No obstante, lo anterior fue parcialmente contrarrestado por un incremento anual en los ingresos por rentas de 5.3%, con lo que representaron el 78.5% de los ingresos totales en los UDM al 3T24.
- **Márgenes Operativos.** Durante los UDM al 3T24, la Empresa alcanzó un EBITDA de P\$3,719m, lo que representó una disminución de 1.2% respecto al periodo anterior y 2.0% superior a nuestras estimaciones. Lo anterior se debió a una disminución en los costos de 34.8% derivado por la baja en venta de inmobiliario.
- **Estructura de deuda.** La Empresa no presentó cambios en su estructura de deuda, la cual está conformada por los Certificados Bursátiles con clave de pizarra INCARSO 15 por un monto P\$3,998m con una tasa fija de 7.9%. Al considerar los niveles de FLE, servicio de la deuda y estructura de deuda el DSCR, DSCR con Caja y Años de pagos se encuentran en el máximo nivel de fortaleza con 2.3x, 4.2x y 0 años respectivamente de acuerdo con nuestra metodología.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Ingresos totales.** Bajo un escenario base estimamos una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC) de -3.4% de 2023-2027 debido a la disminución en los ingresos de la línea de venta de inmobiliario, como consecuencia de la ciclicidad de la industria. No obstante, esperamos un crecimiento en los ingresos por rentas en línea con las expectativas de inflación, así como un crecimiento en los ingresos por hotelería sostenido en la recuperación del turismo y viajes corporativos, así como la capacidad de ajustar tarifas en respuesta a la inflación.
- **Flujo Libre de Efectivo.** Estimamos que la Empresa alcanzará un FLE de P\$2,874m en 2027, debido a mayores requerimientos en el capital de trabajo, así como por el decremento en los niveles de EBITDA relacionados con los menores ingresos.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- **Estructura de deuda.** Estimamos que la Empresa llevará a cabo la amortización total de los CEBURS INCARSO 15 en el 3T25 con un monto de P\$3,998m. Asimismo, bajo el escenario base se considera la disposición adicional de deuda de P\$1,000m principalmente por las erogaciones en las propiedades de inversión. Dado los niveles de FLE y mínimas presiones en el servicio de deuda, estimamos que las métricas de deuda de DSCR, DSCR con Caja y Años de Pago se encuentren en los niveles máximos de fortaleza.

Factores Adicionales Considerados

- **Fuerte Vinculación con Grupo Carso, Banco Inbursa.** 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+1¹.
- **Diversificación de Ingresos.** Inmuebles Carso mantiene una robusta cartera de proyectos en el desarrollo de viviendas, oficinas, centros comerciales, hospitales, etc.; por lo que cuenta con tres líneas de negocio: renta de inmuebles, venta de inmuebles y hotelería, lo que le permite reducir el riesgo.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Niveles de FLE.** En caso de que la Empresa presente menores niveles de FLE, debido a resultados operativos inferiores a los esperados, al igual que mayores requerimientos de capital de trabajo, la calificación podría verse negativamente impactada.
- **Cambios en la estructura de deuda esperada.** En un escenario donde cambie los términos y condiciones de la deuda adicional incurrida, de manera que el servicio de la deuda incremente y, con ello, su DSCR y DSCR con caja se vean negativamente impactados, la calificación podría revisarse a la baja.

¹ Las calificaciones de Grupo Carso se ratificaron el 25 de septiembre de 2024, mientras que las de Banco Inbursa el 10 de diciembre de 2024.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Balance Financiero (en millones de pesos)

	2022*	2023*	Al Cierre				Al Cierre	
			2024P	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
ACTIVOS TOTALES	87,788	92,397	97,392	97,372	100,645	103,732	91,461	96,726
Activo Circulante	5,969	7,923	9,333	5,755	5,094	4,175	7,465	9,560
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,195	4,750	6,132	2,502	1,749	747	4,126	6,134
Cuentas por Cobrar a Clientes	348	408	598	615	623	629	467	554
Otras Cuentas por Cobrar Neto	716	797	700	749	751	752	795	1,053
Inventarios	2,449	1,490	1,118	1,073	1,124	1,169	1,747	1,043
Otros Activos Circulantes	261	479	785	816	847	879	330	776
Activos No Circulantes	81,819	84,474	88,059	91,617	95,551	99,557	83,996	87,167
Inversiones en Asociadas	3,894	3,946	3,997	4,101	4,210	4,315	3,891	3,968
Propiedades de Inversión	73,923	75,655	79,212	82,550	86,247	90,017	75,329	78,381
Planta, Propiedad y Equipo	2,553	2,657	2,643	2,690	2,747	2,806	2,538	2,631
Impuestos Diferidos	341	326	420	420	420	420	370	420
Otros Activos No Circulantes	1,107	1,889	1,787	1,856	1,927	1,999	1,869	1,765
Pagos Anticipados	363	360	309	321	333	345	450	305
Otros Activos de LP	744	1,530	1,478	1,535	1,594	1,654	1,419	1,461
PASIVOS TOTALES	16,986	17,351	18,285	15,310	15,628	15,941	17,494	18,170
Pasivo Circulante	1,837	1,712	5,840	1,477	1,408	1,357	1,799	5,822
Pasivo con Costo	0	0	3,998	0	0	0	0	3,998
Proveedores	144	187	197	210	225	241	246	207
Impuestos por Pagar	289	208	160	167	174	182	188	158
Otros sin Costo	1,404	1,318	1,484	1,100	1,009	934	1,365	1,459
Otros pasivos de CP	1,404	1,318	1,484	1,100	1,009	934	1,365	1,459
Pasivos no Circulantes	15,149	15,639	12,446	13,833	14,220	14,584	15,695	12,348
Pasivo con Costo	3,994	3,996	0	1,000	1,000	1,000	3,996	0
Impuestos Diferidos	11,081	11,560	12,339	12,723	13,106	13,465	11,602	12,243
Otros Pasivos No Circulantes	74	83	106	110	115	119	97	105
CAPITAL CONTABLE	70,802	75,045	79,107	82,062	85,016	87,791	73,967	78,556
Minoritario	5,379	5,196	5,176	5,452	5,729	5,989	5,172	5,106
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	4,974	4,795	4,771	5,176	5,452	5,729	4,767	4,771
Utilidad del Ejercicio	406	402	405	277	277	260	404	336
Mayoritario	65,423	69,849	73,931	76,610	79,287	81,802	68,796	73,450
Capital Contribuido	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262
Utilidades Acumuladas y Otros	56,842	61,309	65,495	69,513	72,192	74,879	61,310	65,724
Utilidad del Ejercicio	4,318	4,278	4,173	2,834	2,833	2,661	3,224	3,464
Deuda Total	3,994	3,996	3,998	1,000	1,000	1,000	3,996	3,998
Deuda Neta	1,799	-753	-2,134	-1,502	-749	253	-130	-2,136
Días Cuentas por Cobrar	25	24	32	31	31	32	22	29
Días Inventario	436	278	229	225	225	234	275	252
Días Proveedores	26	31	44	40	41	42	25	45

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Año Calendario						Acumulado	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
Ventas Totales	6,507	6,841	6,182	6,249	6,363	6,064	5,177	4,553
Costo de Ventas	2,372	2,401	1,820	1,825	1,852	1,746	1,896	1,283
Utilidad Bruta	4,134	4,439	4,363	4,424	4,511	4,318	3,281	3,270
Gastos de Operación	653	714	641	637	639	610	502	498
EBITDA	3,482	3,725	3,722	3,787	3,872	3,708	2,779	2,772
Depreciación y Amortización	71	64	61	65	67	68	48	44
Utilidad Operativa antes de Otros	3,411	3,662	3,662	3,721	3,805	3,639	2,730	2,728
Otros Ingresos y Gastos Netos	-93	-111	-97	-109	-107	-112	-37	-33
Utilidad Operativa después de Otros	3,318	3,550	3,564	3,613	3,698	3,528	2,693	2,695
Ingresos por Intereses	523	436	730	532	255	176	299	538
Otros Productos Financieros	13	27	0	0	0	0	25	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	787	324	332	260	82	77	243	254
Otros Gastos Financieros	0	32	27	0	0	0	16	27
Ingreso Financiero Neto	-251	106	371	272	173	99	65	258
Resultado Cambiario	-7	-15	18	0	0	0	-9	18
Utilidad en ganancia de propiedades de inversión	2,181	1,704	1,521	0	0	0	1,498	1,521
Resultado Integral de Financiamiento	1,922	1,796	1,910	272	173	99	1,554	1,797
Utilidad Después del RIF	5,240	5,346	5,474	3,885	3,871	3,627	4,247	4,492
Participación en Asociadas	498	511	563	559	572	545	404	431
Utilidad antes de Impuestos	5,738	5,857	6,036	4,445	4,442	4,172	4,652	4,924
Impuestos sobre la Utilidad	1,014	1,178	1,458	1,333	1,333	1,252	1,024	1,124
Impuestos Causados	642	707	1,018	950	950	892	534	780
Impuestos Diferidos	372	470	440	383	383	360	490	344
Utilidad Neta Consolidada	4,724	4,679	4,578	3,111	3,110	2,920	3,628	3,799
Participación minoritaria en la utilidad	406	402	405	277	277	260	404	336
Participación mayoritaria en la utilidad	4,318	4,278	4,173	2,834	2,833	2,661	3,224	3,464
Cambio en Ventas	28.9%	5.1%	-9.6%	1.1%	1.8%	-4.7%	30.1%	-13.7%
Margen Bruto	63.5%	64.9%	70.6%	70.8%	70.9%	71.2%	61.9%	71.2%
Margen EBITDA	53.5%	54.5%	60.2%	60.6%	60.9%	61.1%	52.3%	59.8%
Tasa de Impuestos	17.7%	20.1%	24.2%	30.0%	30.0%	30.0%	22.1%	20.9%
Ventas Netas a PP&E	2.5	2.6	2.3	2.3	2.3	2.2	2.8	2.4
ROCE	60.7%	76.6%	88.2%	89.8%	90.5%	85.6%	72.9%	86.7%
Tasa Pasiva	17.2%	8.1%	8.2%	9.3%	8.2%	7.7%	18.6%	8.3%
Tasa Activa	32.8%	11.3%	11.9%	10.2%	8.8%	8.4%	23.5%	11.9%

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

*Información Financiera en formato IFRS. Proyecciones a partir del 4T24.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Años Calendario						Acumulado	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	5,738	5,857	6,036	4,445	4,442	4,172	4,652	4,924
Depreciación	71	64	61	65	67	68	48	44
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	320	346	0	0	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	0	173	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-498	-511	300	-559	-572	-545	404	431
Intereses a Favor	787	324	303	-532	-255	-176	263	494
Otras Partidas de Inversión	-2,181	-1,704	-1,990	0	0	0	-1,493	-1,990
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	-1,500	-1,308	-1,327	-1,026	-760	-653	-778	-1,020
Intereses Devengados	-523	-436	-157	260	82	77	-206	-236
Intereses por Arrendamiento y Otros	-5	13	0	0	0	0	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	-528	-423	-157	260	82	77	-206	-236
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	3,709	4,126	4,552	3,678	3,765	3,596	3,668	3,667
Decremento (Incremento) en Clientes	-56	-68	-44	-17	-8	-6	0	0
Decremento (Incremento) en Inventarios	382	973	305	44	-50	-45	603	380
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	352	-287	-459	-148	-104	-105	-723	-780
Incremento (Decremento) en Proveedores	-45	43	11	13	15	16	102	20
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-197	-166	-446	-373	-80	-63	-573	-475
Capital de trabajo	437	495	-633	-481	-227	-203	-591	-856
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-642	-707	-408	-950	-950	-892	-120	-170
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-205	-212	-1,042	-1,431	-1,176	-1,095	-711	-1,026
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	3,504	3,914	3,511	2,247	2,588	2,501	2,957	2,641
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-458	-699	-1,848	-3,451	-3,821	-3,897	-498	-990
Dividendos Cobrados	323	460	432	455	462	441	298	330
Intereses Cobrados	523	436	427	532	255	176	263	236
Otros Activos	-196	-791	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	178	-595	-989	-2,463	-3,104	-3,280	63	-424
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	3,682	3,319	2,522	-216	-516	-779	3,019	2,217
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	0	0	35	1,000	0	0	0	35
Amortización de Financiamientos Bancarios	-1,500	0	0	-3,998	0	0	0	0
Intereses Pagados	-787	-324	-573	-260	-82	-77	-206	-494
Otros	0	0	-373	0	0	0	-727	-373
Financiamiento "Ajeno"	-2,287	-324	-911	-3,258	-82	-77	-933	-832
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	38	-32	0	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	-38	-394	-229	-156	-155	-146	-155	0
Financiamiento "Propio"	0	-425	-229	-156	-155	-146	-155	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-2,287	-750	-1,140	-3,413	-237	-223	-1,088	-832
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	1,394	2,569	1,382	-3,630	-753	-1,002	1,931	1,385
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-10	-15	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	810	2,195	4,750	6,132	2,502	1,749	2,195	4,750
Efectivo y equiv. al final del Periodo	2,195	4,750	6,132	2,502	1,749	747	4,126	6,134
CAPEX de Mantenimiento	-71	-64	-61	-65	-67	-68	-67	-60
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	3,747	4,295	3,883	2,637	2,984	2,874	4,586	4,015
Amortización de Deuda	1,500	0	0	3,998	0	0	0	0
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización Neta	1,500	0	0	3,998	0	0	0	0
Intereses Netos Pagados	264	-111	146	-272	-173	-99	-4	204
Servicio de la Deuda	1,764	-111	146	3,726	-173	-99	-4	204
DSCR*	2.1	(38.6)	26.6	0.7	(17.3)	(28.9)	(1,204.9)	19.7
Caja Inicial Disponible	810		4,750	6,132	2,502	1,749	1,326	4,126
DSCR con Caja*	2.6	(38.6)	59.2	2.4	(31.8)	(46.6)	(1,553.3)	40.0
Deuda Neta a FLE*	0.5	(0.2)	(0.5)	(0.6)	(0.3)	0.1	(0.0)	(0.5)
Deuda Neta a EBITDA	0.5	(0.2)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	0.1	(0.0)	(0.6)

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

*Para 2033, 2026 y 2027 las métricas DSCR, DSCR con Caja, y Deuda Neta a FLE se encuentran en el máximo nivel de fortaleza con 2.3x, 4.2x y 0 años respectivamente.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Estrés: Balance Financiero (en millones de pesos)

	Al Cierre						Al Cierre	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
ACTIVOS TOTALES	87,788	92,397	97,300	96,448	98,712	101,071	91,461	96,726
Activo Circulante	5,969	7,923	9,243	5,506	4,860	4,259	7,465	9,560
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,195	4,750	6,014	2,106	1,303	455	4,126	6,134
Cuentas por Cobrar a Clientes	348	408	605	653	696	739	467	554
Otras Cuentas por Cobrar Neto	716	797	694	753	766	792	795	1,053
Inventarios	2,449	1,490	1,145	1,185	1,257	1,407	1,747	1,043
Otros Activos Circulantes	261	479	785	810	838	866	330	776
Activos No Circulantes	81,819	84,474	88,057	90,942	93,851	96,812	83,996	87,167
Inversiones en Asociadas	3,894	3,946	3,995	4,079	4,159	4,233	3,891	3,968
Propiedades de Inversión	73,923	75,655	79,212	81,931	84,671	87,466	75,329	78,381
Planta, Propiedad y Equipo	2,553	2,657	2,643	2,669	2,695	2,722	2,538	2,631
Impuestos Diferidos	341	326	420	420	420	420	370	420
Otros Activos No Circulantes	1,107	1,889	1,787	1,843	1,906	1,970	1,869	1,765
Pagos Anticipados	363	360	309	318	329	340	450	305
Otros Activos de LP	744	1,530	1,478	1,525	1,577	1,630	1,419	1,461
PASIVOS TOTALES	16,986	17,351	18,261	15,038	15,157	15,557	17,494	18,170
Pasivo Circulante	1,837	1,712	5,824	1,290	1,127	1,020	1,799	5,822
Pasivo con Costo	0	0	3,998	0	0	0	0	3,998
Proveedores	144	187	184	109	92	54	246	207
Impuestos por Pagar	289	208	160	165	171	177	188	158
Otros sin Costo	1,404	1,318	1,482	1,016	864	789	1,365	1,459
Otros pasivos de CP	1,404	1,318	1,482	1,016	864	789	1,365	1,459
Pasivos no Circulantes	15,149	15,639	12,437	13,748	14,029	14,537	15,695	12,348
Pasivo con Costo	3,994	3,996	0	1,000	1,000	1,250	3,996	0
Impuestos Diferidos	11,081	11,560	12,331	12,638	12,916	13,170	11,602	12,243
Otros Pasivos No Circulantes	74	83	106	110	113	117	97	105
CAPITAL CONTABLE	70,802	75,045	79,039	81,410	83,555	85,514	73,967	78,556
Minoritario	5,379	5,196	5,169	5,391	5,592	5,775	5,172	5,106
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	4,974	4,795	4,771	5,169	5,391	5,592	4,767	4,771
Utilidad del Ejercicio	406	402	399	222	201	183	404	336
Mayoritario	65,423	69,849	73,870	76,019	77,963	79,738	68,796	73,450
Capital Contribuido	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262
Utilidades Acumuladas y Otros	56,842	61,309	65,499	69,483	71,644	73,598	61,310	65,724
Utilidad del Ejercicio	4,318	4,278	4,109	2,274	2,057	1,878	3,224	3,464
Deuda Total	3,994	3,996	3,998	1,000	1,000	1,250	3,996	3,998
Deuda Neta	1,799	-753	-2,016	-1,106	-303	795	-130	-2,136
Días Cuentas por Cobrar	25	24	33	33	35	40	22	29
Días Inventario	436	278	231	255	279	309	275	252
Días Proveedores	26	31	44	31	33	28	25	45

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



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

	Año Calendario						Acumulado	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
Ventas Totales	6,507	6,841	6,126	5,712	5,375	5,035	5,177	4,553
Costo de Ventas	2,372	2,401	1,817	1,685	1,586	1,475	1,896	1,283
Utilidad Bruta	4,134	4,439	4,310	4,027	3,789	3,560	3,281	3,270
Gastos de Operación	653	714	653	942	919	866	502	498
EBITDA	3,482	3,725	3,657	3,084	2,870	2,694	2,779	2,772
Depreciación y Amortización	71	64	61	65	66	67	48	44
Utilidad Operativa antes de Otros	3,411	3,662	3,596	3,019	2,804	2,627	2,730	2,728
Otros Ingresos y Gastos Netos	-93	-111	-97	-108	-106	-111	-37	-33
Utilidad Operativa después de Otros	3,318	3,550	3,499	2,911	2,698	2,516	2,693	2,695
Ingresos por Intereses	523	436	704	464	192	117	299	538
Otros Productos Financieros	13	27	0	0	0	0	25	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	787	324	332	260	82	77	243	254
Otros Gastos Financieros	0	32	27	0	0	0	16	27
Ingreso Financiero Neto	-251	106	345	204	110	40	65	258
Resultado Cambiario	-7	-15	18	0	0	0	-9	18
Utilidad en ganancia de propiedades de inversión	2,181	1,704	1,521	0	0	0	1,498	1,521
Resultado Integral de Financiamiento	1,922	1,796	1,884	204	110	40	1,554	1,797
Utilidad Después del RIF	5,240	5,346	5,383	3,115	2,808	2,556	4,247	4,492
Participación en Asociadas	498	511	553	451	417	389	404	431
Utilidad antes de Impuestos	5,738	5,857	5,935	3,566	3,225	2,945	4,652	4,924
Impuestos sobre la Utilidad	1,014	1,178	1,428	1,070	967	884	1,024	1,124
Impuestos Causados	642	707	996	762	689	630	534	780
Impuestos Diferidos	372	470	431	307	278	254	490	344
Utilidad Neta Consolidada	4,724	4,679	4,508	2,496	2,257	2,062	3,628	3,799
Participación minoritaria en la utilidad	406	402	399	222	201	183	404	336
Participación mayoritaria en la utilidad	4,318	4,278	4,109	2,274	2,057	1,878	3,224	3,464
Cambio en Ventas	28.9%	5.1%	-10.4%	-6.8%	-5.9%	-6.3%	30.1%	-13.7%
Margen Bruto	63.5%	64.9%	70.3%	70.5%	70.5%	70.7%	61.9%	71.2%
Margen EBITDA	53.5%	54.5%	59.7%	54.0%	53.4%	53.5%	52.3%	59.8%
Tasa de Impuestos	17.7%	20.1%	24.1%	30.0%	30.0%	30.0%	22.1%	20.9%
Ventas Netas a PP&E	2.5	2.6	2.3	2.1	2.0	1.8	2.8	2.4
ROCE	60.7%	76.6%	86.4%	71.4%	65.1%	59.0%	72.9%	86.7%
Tasa Pasiva	17.2%	8.1%	8.2%	9.3%	8.2%	7.3%	18.6%	8.3%
Tasa Activa	32.8%	11.3%	11.6%	9.2%	7.4%	6.3%	23.5%	11.9%

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

*Información Financiera en formato IFRS. Proyecciones a partir del 4T24.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Años Calendario						Acumulado	
	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	2027P	3T23	3T24
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	5,738	5,857	5,935	3,566	3,225	2,945	4,652	4,924
Depreciación	71	64	61	65	66	67	48	44
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	320	346	0	0	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	0	173	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-498	-511	310	-451	-417	-389	404	431
Intereses a Favor	787	324	329	-464	-192	-117	263	494
Otras Partidas de Inversión	-2,181	-1,704	-1,990	0	0	0	-1,493	-1,990
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	-1,500	-1,308	-1,291	-849	-543	-439	-778	-1,020
Intereses Devengados	-523	-436	-157	260	82	77	-206	-236
Intereses por Arrendamiento y Otros	-5	13	0	0	0	0	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	-528	-423	-157	260	82	77	-206	-236
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	3,709	4,126	4,487	2,976	2,764	2,583	3,668	3,667
Decremento (Incremento) en Clientes	-56	-68	-51	-48	-44	-43	0	0
Decremento (Incremento) en Inventarios	382	973	277	-40	-72	-149	603	380
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	352	-287	-453	-140	-104	-117	-723	-780
Incremento (Decremento) en Proveedores	-45	43	-2	-76	-17	-38	102	20
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-197	-166	-449	-457	-143	-65	-573	-475
Capital de trabajo	437	495	-677	-760	-379	-414	-591	-856
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-642	-707	-386	-762	-689	-630	-120	-170
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-205	-212	-1,064	-1,522	-1,069	-1,043	-711	-1,026
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	3,504	3,914	3,423	1,454	1,695	1,540	2,957	2,641
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-458	-699	-1,848	-2,810	-2,832	-2,889	-498	-990
Dividendos Cobrados	323	460	425	367	337	315	298	330
Intereses Cobrados	523	436	402	464	192	117	263	236
Otros Activos	-196	-791	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	178	-595	-1,022	-1,980	-2,303	-2,458	63	-424
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	3,682	3,319	2,401	-526	-608	-918	3,019	2,217
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	0	0	35	1,000	0	250	0	35
Amortización de Financiamientos Bancarios	-1,500	0	0	-3,998	0	0	0	0
Intereses Pagados	-787	-324	-573	-260	-82	-77	-206	-494
Otros	0	0	-373	0	0	0	-727	-373
Financiamiento "Ajeno"	-2,287	-324	-911	-3,258	-82	174	-933	-832
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	38	-32	0	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	-38	-394	-225	-125	-113	-103	-155	0
Financiamiento "Propio"	0	-425	-225	-125	-113	-103	-155	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-2,287	-750	-1,137	-3,383	-195	70	-1,088	-832
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	1,394	2,569	1,264	-3,908	-803	-847	1,931	1,385
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-10	-15	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	810	2,195	4,750	6,014	2,106	1,303	2,195	4,750
Efectivo y equiv. al final del Periodo	2,195	4,750	6,014	2,106	1,303	455	4,126	6,134
CAPEX de Mantenimiento	-71	-64	-61	-65	-66	-67	-67	-60
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	3,747	4,295	3,787	1,756	1,966	1,788	4,586	4,015
Amortización de Deuda	1,500	0	0	3,998	0	0	0	0
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización Neta	1,500	0	0	3,998	0	0	0	0
Intereses Netos Pagados	264	-111	172	-204	-110	-40	-4	204
Servicio de la Deuda	1,764	-111	172	3,794	-110	-40	-4	204
DSCR*	2.1	(38.6)	22.1	0.5	(17.9)	(44.6)	(1,204.9)	19.7
Caja Inicial Disponible	810		4,750	6,014	2,106	1,303	1,326	4,126
DSCR con Caja*	2.6	(38.6)	49.7	2.0	(37.0)	(77.1)	(1,553.3)	40.0
Deuda Neta a FLE*	0.5	(0.2)	(0.5)	(0.6)	(0.2)	0.4	(0.0)	(0.5)
Deuda Neta a EBITDA	0.5	(0.2)	(0.6)	(0.4)	(0.1)	0.3	(0.0)	(0.6)

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

*Para 2033, 2026 y 2027 las métricas DSCR, DSCR con Caja, y Deuda Neta a FLE se encuentran en el máximo nivel de fortaleza con 2.3x, 4.2x y 0 años respectivamente.



Glosario

El **Flujo de Libre de Efectivo (FLE)** se define como el flujo de caja de las actividades de operación más las necesidades de capital circulante menos una provisión para CAPEX de mantenimiento más los dividendos recibidos, si los hubiera, menos los impuestos pagados y menos los gastos por contratos de arrendamiento financiero, incluidos tanto la amortización como los intereses. El cálculo puede incluir una consideración de Ajuste Especial si se considera que determinados componentes de las cuentas enumeradas no son apropiados para la medida (por ejemplo, no recurrentes, de naturaleza no operativa). La medida se basa en años calendario.

El **Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus siglas en inglés)** se define como el FLE dividido por el servicio de la deuda. A efectos de este indicador, el servicio de la deuda se define como el gasto financiero neto (gastos financieros menos ingresos financieros) más la amortización obligatoria de la deuda. Se excluyen los pagos anticipados, así como los pagos derivados de *Excess Cash Flow Sweep* (ECFS por sus siglas en inglés). Algunas refinanciaciones de deuda también pueden excluirse del cálculo del servicio de la deuda. También se excluyen los intereses capitalizados de los contratos de crédito que originalmente contemplaban tales intereses. No se excluirán los intereses capitalizados procedentes de reestructuraciones forzosas de deuda. El servicio de la deuda se mide sobre una base de años calendario.

DSCR con Caja. Se trata de la misma métrica que la anterior, con la excepción de que el efectivo al final del período anterior de cuatro trimestres se añade al FLE, al igual que cualquier efectivo reservado exclusivamente para la deuda que se está calificando.

Los **Años de Pago** se definen como la deuda neta dividida por el FLE.

Coefficiente entre Activos Comercializables y Pasivos (ACP). Mide la estimación de HR Ratings del valor de mercado de los activos de la entidad calificada con respecto al valor contable de sus pasivos.

Estas métricas tienen las siguientes ponderaciones en la determinación de nuestra calificación cuantitativa preliminar:

Ponderación de Métricas

DSCR	20%
DSCR con Caja	20%
Años de Pago	40%
ACP	20%

El periodo de calificación de este informe consta de cinco periodos calendario, que comprenden dos periodos históricos con información reportada y tres periodos proyectados. El primer periodo proyectado es el trimestre inmediatamente posterior al último periodo con información reportada. Los periodos se definen como sigue con sus respectivas ponderaciones.

Ponderación de Periodos

t-1	13%
-----	-----



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

t0	17%
t1	35%
t2	20%
t3	15%

HR Ratings crea dos escenarios de proyección: Base y Estrés. A efectos de calificación, cada escenario completo incluye los mismos dos periodos históricos, así como sus respectivos escenarios de proyección. El escenario Base tiene una ponderación del 65% y el Estrés del 35.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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	INCARSO LP: HR AAA INCARSO CP: HR+1 INCARSO 15: HR AAA
Fecha de última acción de calificación	14 de diciembre de 2023
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T22-3T24
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información Financiera anual dictaminada por Deloitte e información financiera trimestral interna.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores (en su caso)	n.a.
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 de 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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS