

RATING ACTION COMMENTARY

Fitch Afirma Calificaciones de Incarso en 'AAA(mex)'; Perspectiva Estable

Mexico Mon 12 May, 2025 - 3:29 PM ET

Fitch Ratings - Monterrey - 12 May 2025: Fitch Ratings afirmó las calificaciones nacionales de largo y corto plazo de Inmuebles Carso, S.A. de C.V. (Incarso) en 'AAA(mex)' y 'F1+(mex)', respectivamente. La Perspectiva de la calificación de largo plazo es Estable. También afirmó la calificación nacional de 'AAA(mex)' de la emisión de certificados bursátiles (CB) INCARSO 15.

Las calificaciones de Incarso se fundamentan en su modelo de negocio, con capacidad de generar ingresos estables, ya que alrededor de 85% de los ingresos totales provienen de arrendamientos a largo plazo. Además, incorporan un perfil financiero sólido con una base de activos no gravados y acceso a financiamiento que le brinda flexibilidad financiera. Las calificaciones también consideran la exposición del sector a los ciclos económicos, los requerimientos altos de inversiones de capital (*capex; capital expenditure*) y la volatilidad de los resultados financieros ante cambios en las ventas de inventario inmobiliario y propiedades de inversión, lo cual implica riesgos en la construcción, terminación y venta final.

FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN

Estrategia de Crecimiento en Desarrollo: Incarso desarrolla múltiples proyectos en sus diversas líneas de negocio, los cuales requieren altos niveles de *capex* que se financiarán principalmente con el flujo generado por sus operaciones (FGO). Destacan la construcción de dos hospitales en León y Tijuana, el desarrollo de Plaza Carso III y Pabellón Polanco, así como varias expansiones en distintas propiedades y otros proyectos. Fitch estima que la compañía invertirá alrededor de MXN3,500 millones por año, lo cual es sostenible dado su nivel actual de calificación.

FGO Robusto: Fitch estima que en los próximos cuatro años el FGO de la compañía superará los MXN3,300 millones. Esto, junto con los recursos de caja, sería suficiente para ejecutar los proyectos de inversión y enfrentar el vencimiento de deuda en 2025 (MXN4,000 millones). Además, las calificaciones reflejan la capacidad de Incarso para frenar o diferir inversiones en proyectos no prioritarios y fortalecer su posición de liquidez en caso de requerirlo.

Apalancamiento Bajo: La agencia proyecta que la razón de apalancamiento bruto, medida como deuda total a EBITDA, se mantendrá entre 0 veces (x) y 1x en el mediano plazo (2024: 1x; 2023: 1.1x; 2022: 1.1x), incluyendo períodos de inversión. Las calificaciones consideran que Incarso continuará con su estrategia de desarrollo financiada principalmente con flujo propio. En caso de que lo requiera, la compañía cuenta con la flexibilidad para acceder a fuentes adicionales de financiamiento.

Portafolio Diversificado: Fitch considera positiva la diversidad del portafolio de propiedades para arrendamiento de Incarso, lo cual le permite mitigar los efectos adversos de un segmento específico. Al primer trimestre de 2025, su área bruta rentable (ABR) alcanzaba cerca de 3.1 millones de metros cuadrados (m²), distribuida entre centros comerciales (53% de ABR), centros educativos (19%), oficinas (13%), centros de salud (6%) y otros inmuebles (9%). A la misma fecha, presentó una tasa de ocupación consolidada de alrededor de 97%. El escenario base de la agencia asume que los ingresos por arrendamiento crecerán alineados con la inflación y que los niveles de ocupación se mantendrán estables.

Ingresos por Renta con Riesgo Bajo: Los ingresos de contratos por arrendamiento de largo plazo, principalmente los segmentos de oficinas, educación y salud, junto con la proporción de ingresos por rentas a compañías relacionadas, brinda estabilidad y consistencia en la generación de ingresos para Incarso. Al 31 de marzo de 2025, alrededor de 85% de los ingresos totales provienen de arrendamientos. A la misma fecha, 25% de los ingresos por arrendamiento en el sector comercial lo hacían de subsidiarias de Grupo Carso, S.A.B. de C.V. (GCarso) [AAA(mex) Perspectiva Estable] como Grupo Sanborns, S.A.B. de C.V. (GSanborns) [AAA(mex) Perspectiva Estable], Sears México, Condumex, entre otras.

Ingresos Volátiles por Venta de Inmuebles: Fitch considera que la venta de inmuebles añade volatilidad a los resultados financieros de Incarso, principalmente por cambios en las ventas de inventario inmobiliario y de propiedades de inversión, así como la rentabilidad menor asociada a dichas actividades comparada con la de arrendamientos. Durante los últimos 12 meses (UDM), al cierre de marzo de 2025, los ingresos por ventas de inmuebles

representaron 12% de los ingresos totales (2024:14%; 2023: 24%; 2022: 26%). La agencia estima que dicho porcentaje se mantendrá cercano a 14% en 2025.

ANÁLISIS DE PARES

Incarso es una sociedad anónima que no opera como fideicomiso de inversión en bienes raíces, lo que le permite utilizar su FGO sin la obligación de repartir el 95% de su resultado fiscal. Incarso se compara con Fideicomiso Fibra Uno (FUNO) [AAA(mex) Perspectiva Estable] y Banamex Fibra Danhos, Fideicomiso 17416-3 (Fibra Danhos) [AAA(mex) Perspectiva Estable], dado que los tres presentan diversificación de ingresos en distintos segmentos. Al 31 de marzo de 2025, Incarso contaba con un ABR de 3.1 millones de m2, superior a Fibra Danhos con un ABR de 1.1 millones de m2 (72% segmento comercial, 25% oficinas, 2% hoteles y 1% industrial), e inferior a FUNO con un ABR de 11.1 millones de m2 (44% segmento comercial, 34% industrial, 13% oficinas y 9% otros).

Fitch estima que Incarso presentará un apalancamiento bruto (deuda total a EBITDA) entre 0x y 1x en el mediano plazo. El apalancamiento bruto esperado para Fibra Danhos es inferior a 2.5x, mientras la métrica neta esperada para FUNO se mantendría entre 6x y 7x para el mismo período. Tanto Incarso como Fibra Danhos y FUNO cuentan con flexibilidad financiera al tener gran parte de sus activos libres de gravamen. La diferencia principal de Incarso con las dos fibras, además de su estructura legal, es el componente de ingresos por venta de inmuebles, de lo cual Fitch opina que es más volátil que el de arrendamiento de propiedades.

SUPUESTOS CLAVE

Los supuestos clave empleados por Fitch en su caso base para Incarso incluyen:

- los ingresos por arrendamiento aumentan alineados con la inflación;
- la venta de inmuebles representa alrededor de 14% de los ingresos en 2025;
- capex promedio de MXN3,500 millones por año;
- margen de EBITDA promedio de 60% en los próximos cuatro años;
- Incarso paga el saldo de la emisión de CB a su vencimiento en 2025 por MXN4,000 millones;
- no se estiman distribuciones de dividendos para los accionistas.

SENSIBILIDAD DE CALIFICACIÓN

Factores que Podrían, Individual o Colectivamente, Conducir a una Acción de Calificación Negativa/Baja

- reducciones en las tasas de ocupación del segmento de arrendamientos que conlleve un debilitamiento en la base de ingresos por rentas y en la rentabilidad consolidada;
- programas agresivos de capex que excedieran la capacidad de generación de flujo de la compañía, primordialmente financiado con deuda incremental;
- niveles de apalancamiento (deuda total a EBITDA) superior a 3x de forma sostenida;
- activos libres de gravamen inferiores a los niveles históricos presentados por la compañía, que se traduzca en una cobertura de activos libres de gravamen a deuda quirografaria inferior a 2x.

Factores que Podrían, Individual o Colectivamente, Conducir a una Acción de Calificación Positiva/Alza

- la calificación se ubica en el nivel más alto de la escala nacional, por lo que no es posible un alza.

LIQUIDEZ

Al cierre de marzo de 2025, Incarso registró un saldo de efectivo y equivalentes por MXN6,935 millones y acceso a un total de líneas de créditos por alrededor de MXN5,500 millones. La compañía mantiene todas sus propiedades de inversión (con valor de MXN80,966 millones) libres de gravamen, lo cual le brinda solvencia y una flexibilidad mayor que sus pares para enfrentar compromisos financieros o para acceder a fuentes adicionales de financiamiento.

La deuda total de Incarso asciende a MXN4,000 millones, correspondiente a la emisión INCARSO 15, la cual Fitch contempla que se pagará al vencimiento, en agosto de 2025, con recursos propios.

PERFIL DEL EMISOR

Incarso se constituyó como consecuencia de la escisión de GCarso en noviembre de 2010. La compañía se dedica a la adquisición, venta, desarrollo y arrendamiento de bienes

inmuebles utilizados principalmente como oficinas, centros comerciales, hoteles, universidades, hospitales, entre otros.

PARTICIPACIÓN

La(s) calificación(es) mencionada(s) fue(ron) requerida(s) y se asignó(aron) o se le(s) dio seguimiento por solicitud del (los) emisor(es) o entidad(es) calificada(s) o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

RESUMEN DE AJUSTES A LOS ESTADOS FINANCIEROS

Fitch ajusta la revaluación de propiedades en el estado de resultados.

CRITERIOS APLICADOS EN ESCALA NACIONAL

--Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (Diciembre 22, 2023);

--Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Diciembre 22, 2020).

INFORMACIÓN REGULATORIA - MÉXICO

FECHA DE LA ÚLTIMA ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN: 17/mayo/2024

FUENTE(S) DE INFORMACIÓN: Reportes públicos e información solicitada al emisor.

IDENTIFICAR INFORMACIÓN UTILIZADA: Estados Financieros auditados y no auditados.

PERÍODO QUE ABARCA LA INFORMACIÓN FINANCIERA: La información financiera de la compañía considerada para las calificaciones incluye hasta 31/marzo/2025.

La(s) calificación(es) constituye(n) solamente una opinión con respecto a la calidad crediticia del emisor, administrador o valor(es) y no una recomendación de inversión. Para conocer el significado de la(s) calificación(es) asignada(s), los procedimientos para darles seguimiento, la periodicidad de las revisiones y los criterios para su retiro visite <https://www.fitchratings.com/site/mexico>. La estructura y los procesos de calificación y de votación de los comités se encuentran en el documento denominado "Proceso de Calificación" disponible en el apartado "Temas Regulatorios" de <https://www.fitchratings.com/site/mexico>.

El proceso de calificación también puede incorporar información de otras fuentes externas tales como: información pública, reportes de entidades regulatorias, datos socioeconómicos, estadísticas comparativas, y análisis sectoriales y regulatorios para el emisor, la industria o el valor, entre otras. La información y las cifras utilizadas, para determinar esta(s) calificación(es), de ninguna manera son auditadas por Fitch México, S.A. de C.V. (Fitch México) por lo que su veracidad y autenticidad son responsabilidad del emisor o de la fuente que las emite. En caso de que el valor o la solvencia del emisor, administrador o valor(es) se modifiquen en el transcurso del tiempo, la(s) calificación(es) puede(n) modificarse al alza o a la baja, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de Fitch México.

RATING ACTIONS

ENTITY / DEBT ↕	RATING ↕			PRIOR ↕
Inmuebles Carso, S.A. de C.V.	ENac LP			AAA(mex) Rating Outlook Stable
	AAA(mex) Rating Outlook Stable	Afirmada		
	ENac CP	F1+(mex)	Afirmada	F1+(mex)
senior unsecured	ENac LP	AAA(mex)	Afirmada	AAA(mex)
INCARSO15 MX91IN2K0028	ENac LP	AAA(mex)	Afirmada	AAA(mex)

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

FITCH RATINGS ANALYSTS

Priscilla Cano, CFA

Associate Director

Analista Líder

+52 81 4161 7064

priscilla.cano@fitchratings.com

Fitch Mexico S.A. de C.V.
Prol. Alfonso Reyes No. 2612, Edificio Connexity, Piso 8, Col. Del Paseo Residencial,
Monterrey 64920

Oscar Alvarez

Senior Analyst

Analista Secundario

+52 81 4161 7090

oscar.alvarez@fitchratings.com

Alberto Moreno Arnaiz

Senior Director

Presidente del Comité de Calificación

+52 81 4161 7033

alberto.moreno@fitchratings.com

MEDIA CONTACTS

Maggie Guimaraes

São Paulo

+55 11 4504 2207

maggie.guimaraes@thefitchgroup.com

Información adicional disponible en www.fitchratings.com/site/mexico.

PARTICIPATION STATUS

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

APPLICABLE CRITERIA

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(pub. 22 Dec 2020\)](#)

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(pub. 22 Dec 2023\)](#)

APPLICABLE MODELS

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

Corporate Monitoring & Forecasting Model (COMFORT Model), v8.1.0 ([08 Apr 2025](#), [10 Apr 2025](#), [06 Dec 2024](#))

ADDITIONAL DISCLOSURES

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

ENDORSEMENT STATUS

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

-

DISCLAIMER & COPYRIGHT

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones en el siguiente enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en www.fitchratings.com bajo el apartado de Definiciones de Calificación. ESMA y FCA están obligadas a publicar las tasas de incumplimiento históricas en un archivo central de acuerdo al Artículo 11(2) de la Regulación (EC) No. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo del 16 de septiembre de 2009 y la Regulación de las Agencias de Calificación Crediticia (Enmienda, etc.) (Salida de la UE) de 2019, respectivamente.

Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección. Fitch Ratings realiza ajustes rutinarios y generalmente aceptados a la información financiera presentada, mismos que son acordes a las metodologías relevantes y/o estándares de la industria, a fin de procurar consistencia entre las métricas financieras de las entidades del mismo sector o clase de activos.

El espectro completo de mejor y peor escenario para las calificaciones crediticias en todas las categorías de calificación va de 'AAA' a 'D'. Fitch también brinda información del mejor escenario para un alza de calificación y del peor escenario para una baja de calificación con

base en el desempeño histórico de los emisores (lo que Fitch establece como el percentil 99 de las transiciones de calificación, tanto al alza como a la baja), para calificaciones crediticias internacionales. En el percentil 99, una media entre tipos de activos muestra alzas de cuatro escalones en el mejor escenario de calificación y bajas de ocho escalones en el peor escenario. Las calificaciones crediticias de sector específico en mejor y peor escenario se describen a mayor detalle en <https://www.fitchratings.com/site/re/10111579>.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de

mercado de Estados Unidos, el “Financial Services and Markets Act of 2000” de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional (“NRSRO”; Nationally Recognized Statistical Rating Organization). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el Ítem 3 del documento “Form NRSRO” y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento “Form NRSRO” (las “no NRSRO”) y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a “clientes mayoristas”. La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean “clientes minoristas” según la definición de la “Corporations Act 2001”.

Derechos de autor © 2025 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.

[READ LESS](#)

SOLICITATION STATUS

The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below.

ENDORSEMENT POLICY

Fitch’s international credit ratings produced outside the EU or the UK, as the case may be, are endorsed for use by regulated entities within the EU or the UK, respectively, for

regulatory purposes, pursuant to the terms of the EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019, as the case may be. Fitch's approach to endorsement in the EU and the UK can be found on Fitch's [Regulatory Affairs](#) page on Fitch's website. The endorsement status of international credit ratings is provided within the entity summary page for each rated entity and in the transaction detail pages for structured finance transactions on the Fitch website. These disclosures are updated on a daily basis.