

GCARSO 23
HR AAA
Perspectiva
Estable

GCARSO 24
HR AAA
Perspectiva
Estable

GCARSO 24-2
HR AAA
Perspectiva
Estable

Corporativos
18 de septiembre de 2025
A NRSRO Rating**

2023
HR AAA
Perspectiva Estable

2024
HR AAA
Perspectiva Estable

2025
HR AAA
Perspectiva Estable



Jesús Pineda

Subdirector de Corporativos

Analista Responsable

jesus.pineda@hrratings.com



Ismael Rojas

Analista Senior

ismael.rojas@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 las emisiones vigentes de Grupo Carso

La ratificación de la calificación para las emisiones vigentes de Grupo Carso refleja la calificación de largo plazo de la Empresa la cual se ratificó en HR AAA con Perspectiva Estable el 18 de septiembre de 2025. A su vez la calificación se fundamenta en los resultados obtenidos por la Empresa en 2024, en línea con nuestras expectativas de ingresos y EBITDA para el periodo, donde destaca un notable incremento en la generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) en 2024 de P\$20,964m en 2024, comparado con P\$6,794m en 2023 y P\$11,409m esperados en nuestro escenario base. Durante 2024 la Empresa realizó una serie de cambios operativos, entre ellos la adquisición de PetroBal, un incremento en la participación accionaria en Talos México, así como la venta de Giant Cement Holding, Inc., concretada en 2025, lo cual aunado a un mejor tipo de cambio y requerimientos de capital de trabajo moderados, apoyaron la generación de FLE en el periodo. Considerando 2024 como un año extraordinario en las operaciones de la Empresa, estimamos una generación de FLE más moderada en 2025 alcanzando P\$13,163m para llegar a P\$17,553m al final del periodo proyectado, apoyado por mayores niveles de ventas e incrementos en el margen EBITDA, el cual pasaría de 13.5% en 2025 a 14.5% en 2027. Estimamos que la Empresa mantenga la amortización regular de sus líneas de crédito activas, donde esperamos un nivel de deuda total y neta de P\$23,108m en 2027 y P\$6,987m respectivamente para 2027, mostrando un servicio de la deuda de P\$6,086m en 2027 vs. P\$23,105m en 2024, lo cual apoyaría la métrica de DSCR alcanzando un nivel de 2.9 veces (x) en 2027, comparado con 0.9x en 2024. Estimamos que la Empresa será capaz de refinanciar al menos P\$4,500m en 2026, correspondientes a un vencimiento de deuda bursátil, lo cual apoyaría los niveles de liquidez hacia el futuro. Finalmente, la calificación mantiene un ajuste cualitativo positivo por posición de mercado, considerando la sólida posición que la Empresa mantiene en México y Latinoamérica, así como un ajuste cualitativo adicional por respaldo empresarial, debido al amplio apoyo con el que la Empresa cuenta mediante empresas relacionadas.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Principales características de las emisiones de Grupo Carso (Cifras en millones de pesos)

Emisión	Moneda	Fecha de Colocación	Vencimiento	Tasa	Saldo Insoluto
GCARSO 23	MXN	15/5/2023	11/5/2026	TIE + 0.25%	4,500
GCARSO 24	MXN	28/5/2024	25/5/2027	TIE + 0.23%	4,500
GCARSO 24-2	MXN	28/5/2024	20/5/2031	10.52%	5,500

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

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Ingresos en Línea con Estimaciones.** En 2024 la Empresa alcanzó ingresos por P\$202,983m, comparado con P\$198,455m en 2023 y en línea con nuestra estimación para el periodo. El incremento en marginal en ingresos fue impulsado principalmente por las ventas de Grupo Condumex, las cuales alcanzaron P\$48,787m en 2024, comparado con P\$44,620m en 2023 y P\$45,000m esperados en nuestro escenario base.
- **Decremento en EBITDA.** El EBITDA de la Empresa alcanzó P\$30,863m en 2024, lo cual resultó 2.8% por debajo de P\$31,751m observados en 2023 y 2.0% por debajo de P\$31,507m esperados en nuestro escenario base. Los niveles de EBITDA fueron impactados principalmente por un crecimiento en los costos más acelerado que el de los ingresos, lo cual resultó en una afectación en la utilidad bruta, la cual estimábamos que llegaría a P\$58,287m y resultó 5.6% por debajo de nuestra expectativa.
- **Incremento en Deuda Total y Neta.** Al cierre de 2024 la Empresa mantenía una deuda total de P\$47,546m, comparado con P\$45,661m en 2023 y P\$52,677m esperados en nuestro escenario base. Asimismo, la deuda neta alcanzó P\$31,304m en 2024 vs. P\$29,314m en 2023 y P\$41,206m esperados en nuestro escenario base. El incremento en deuda respecto a 2023 se debió principalmente al incremento en la deuda bursátil de la Empresa, la cual alcanzó P\$20,700m al cierre de 2024, comparado con P\$14,700m en 2023.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Crecimiento Sostenido en Ingresos.** Estimamos que la Empresa alcance ingresos totales por P\$228,758m en 2027, comparado con P\$202,983m en 2024, equivalente a una TMAC₂₄₋₂₇ de 4.1% y un crecimiento total de 12.7% de 2024 a 2027, apoyado por el crecimiento estimado en Grupo Condumex, así como en Grupo Sanborns, línea de ingresos principal, adicional a la nueva línea de ingresos denominada Zamajal.
- **Incremento en FLE.** El FLE de la Empresa alcanzaría P\$17,553m en 2027, comparado con P\$20,964m en 2024. Consideramos que la Empresa será capaz de incrementar anualmente sus niveles de FLE, apoyados por crecimiento estimado en el EBITDA, sin embargo no estimamos que se alcancen los niveles observados en 2024, considerando un crecimiento más moderado en las operaciones y por lo tanto en la generación de flujo hacia 2027.
- **Decremento en Deuda.** Estimamos que la Empresa alcance una deuda total de P\$23,108m en 2027, comparado con P\$47,546m en 2024, así como una deuda neta de P\$6,987m en 2027, comparado con P\$31,304m en 2024. El decremento en deuda esperado se basa en el calendario actual de amortizaciones de la Empresa, donde estimamos que en 2025 se realicen amortizaciones de deuda bancaria de P\$36,545m, de los cuales al 2T25 han sido refinanciados P\$26,554m.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Factores Adicionales Considerados

- **Respaldo Empresarial y Posición de Mercado.** Consideramos 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, por lo cual integramos un ajuste cualitativo positivo en la calificación. Asimismo, la calificación incorpora un ajuste positivo por fuerte posición de mercado, al considerar que la Empresa mantiene un posicionamiento de mercado sólido tanto en México como en Latinoamérica, y el resto de países donde opera.

Factores que podrían bajar la calificación

- **FLE por Debajo de Estimados.** En un escenario donde la Empresa no sea capaz de alcanzar nuestras estimaciones de flujo del escenario base esperado, mostrando un nivel de FLE anual promedio de P\$10,870m de 2025 a 2027, comparado con P\$15,489m por año en nuestro escenario base, la calificación podría ser afectada negativamente.
- **Incremento en Años de Pago.** Si la Empresa incrementa sus niveles de deuda por encima de nuestras estimaciones base, aunado a una menor generación de FLE, mostrando una métrica de años de pago promedio de 2.6 años de 2025 a 2027, comparado con 1.1 años en nuestro escenario base, la calificación podría ser afectada y revisada a la baja.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Al Cierre						
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVOS TOTALES	250,474	280,340	269,837	278,444	289,516	270,883	268,932
Activo Circulante	107,328	122,483	112,429	119,389	128,985	112,702	114,556
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	16,347	16,242	11,071	12,483	16,122	13,010	16,109
Cuentas por Cobrar a Clientes	54,341	54,363	56,875	60,112	63,578	50,754	56,951
Otras Cuentas por Cobrar Neto	5,334	6,487	7,043	7,358	7,687	15,760	6,890
Inventarios	27,843	31,275	33,328	35,156	37,146	29,072	30,574
Otros Activos Circulantes	3,462	14,116	4,113	4,280	4,454	4,107	4,032
Activos No Circulantes	143,146	157,857	157,407	159,055	160,531	158,180	154,376
Cuentas por Cobrar No Circulantes	14,975	16,721	16,888	17,057	17,227	15,227	14,905
Inversiones en Asociadas	38,681	37,516	35,989	35,314	34,614	39,038	36,384
Propiedades de Inversión	4,959	5,144	5,144	5,144	5,144	4,966	5,144
Planta, Propiedad y Equipo	59,324	72,229	73,704	76,106	78,353	72,617	72,085
Crédito Mercantil	4,461	5,700	5,567	5,567	5,567	4,496	5,567
Otros Intangibles	4,504	3,687	2,562	2,163	1,765	4,691	2,810
Impuestos Diferidos	6,775	7,283	7,436	7,436	7,436	7,421	7,436
Activos por Derecho de Uso	5,954	6,368	6,421	6,421	6,421	6,437	6,421
Otros Activos de LP	3,512	3,210	3,697	3,847	4,003	3,288	3,624
PASIVOS TOTALES	106,318	118,324	102,938	101,427	99,868	119,700	107,908
Pasivo Circulante	63,034	65,439	61,076	59,136	57,028	66,841	62,911
Pasivo con Costo	19,008	12,265	10,119	5,846	1,246	21,544	16,816
Proveedores	20,316	23,784	25,345	26,736	28,248	19,401	20,940
Impuestos por Pagar	1,319	1,741	284	286	289	1,080	283
Otros Pasivos de CP	20,832	25,477	23,130	24,069	25,046	22,761	22,674
Pasivo por Arrendamiento	1,559	2,172	2,198	2,198	2,198	2,054	2,198
Pasivos no Circulantes	43,284	52,885	41,862	42,291	42,841	52,860	44,997
Pasivo con Costo	26,653	35,281	23,690	22,824	21,863	34,937	27,524
Impuestos Diferidos	10,948	12,112	12,533	13,778	15,237	11,778	11,859
Pasivo por Arrendamiento	4,170	4,326	4,403	4,403	4,403	4,257	4,403
Otros Pasivos de LP	1,513	1,166	1,236	1,286	1,338	1,888	1,211
CAPITAL CONTABLE	144,156	162,016	166,898	177,017	189,648	151,182	161,024
Minoritario	15,699	19,674	24,837	33,629	43,961	17,288	20,394
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	15,333	17,403	18,303	18,303	18,303	16,260	18,303
Utilidad del Ejercicio	366	2,271	6,534	15,326	25,658	1,028	2,092
Mayoritario	128,457	142,342	142,062	143,388	145,687	133,894	140,629
Capital Contribuido	6,299	6,299	6,210	6,021	5,824	6,301	6,299
Utilidades Acumuladas y Otros	108,638	121,586	128,154	130,661	131,983	119,930	130,021
Utilidad del Ejercicio	13,519	14,457	7,698	6,706	7,880	7,663	4,310
Deuda Total	45,661	47,546	33,809	28,670	23,108	56,481	44,339
Deuda Neta	29,314	31,304	22,738	16,188	6,987	43,471	28,231
Días Cuentas por Cobrar	91	95	99	99	99	97	100
Días Inventario	70	72	76	75	75	73	76
Días Proveedores	45	51	55	55	55	48	55

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 (Cifras en millones de pesos)

	Años Calendario					Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
Ventas Totales	198,455	202,983	205,222	216,762	228,758	94,366	91,227
Costo de Ventas	142,378	147,956	152,112	159,756	166,964	68,205	67,157
Utilidad Bruta	56,077	55,027	53,110	57,006	61,794	26,161	24,070
Gastos de Operación	24,326	24,165	25,351	26,900	28,590	11,661	12,071
EBITDA	31,751	30,863	27,758	30,106	33,203	14,500	11,998
Depreciación y Amortización	5,864	7,317	7,600	7,577	7,731	3,148	3,719
Depreciación	4,108	4,821	4,907	4,885	5,038	2,157	2,531
Amortización de Intangibles	285	426	398	398	398	178	150
Amortización de Arrendamientos	1,471	2,070	2,295	2,295	2,295	814	1,038
Utilidad Operativa antes de Otros	25,888	23,545	20,159	22,529	25,472	11,351	8,280
Otros Ingresos y Gastos Netos	(1,494)	128	1,448	0	0	(83)	1,448
Utilidad Operativa después de Otros	24,393	23,673	21,607	22,529	25,472	11,269	9,728
Ingresos por Intereses	1,753	1,603	1,826	1,819	1,937	928	925
Otros Productos Financieros	378	886	0	0	0	956	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	5,340	5,786	3,991	2,757	2,177	3,066	2,299
Intereses Pagados por Arrendamiento	489	489	499	518	538	241	241
Otros Gastos Financieros	300	169	0	0	0	151	0
Ingreso Financiero Neto	(3,998)	(3,954)	(2,664)	(1,456)	(778)	(1,575)	(1,615)
Resultado Cambiario	(2,031)	2,618	(1,718)	(481)	(284)	1,473	(1,313)
Resultado Integral de Financiamiento	(6,029)	(1,336)	(4,382)	(1,937)	(1,062)	(102)	(2,929)
Utilidad Después del RIF	18,364	22,337	17,225	20,592	24,410	11,167	6,799
Participación en Asociadas	1,268	1,308	1,491	1,548	1,606	577	731
Utilidad antes de Impuestos	19,632	23,645	18,716	22,140	26,016	11,744	7,530
Impuestos sobre la Utilidad	5,747	6,917	4,820	6,642	7,805	3,052	1,464
Impuestos Causados	5,467	5,188	4,201	5,398	6,346	2,398	1,519
Impuestos Diferidos	280	1,729	619	1,244	1,459	655	(56)
Resultado antes de operaciones discontinuadas	13,885	16,728	13,897	15,498	18,211	8,692	6,067
Operaciones Discontinuadas	0	0	335	0	0	0	335
Utilidad Neta Consolidada	13,885	16,728	14,232	15,498	18,211	8,692	6,401
Participación minoritaria en la utilidad	366	2,271	6,534	8,793	10,332	1,028	2,092
Participación mayoritaria en la utilidad	13,519	14,457	7,698	6,706	7,880	7,663	4,310
Cifras UDM							
Cambio en Ventas	9.3%	2.3%	1.1%	5.6%	5.5%	5.1%	2.2%
Margen Bruto	28.3%	27.1%	25.9%	26.3%	27.0%	28.7%	26.5%
Margen EBITDA	16.0%	15.2%	13.5%	13.9%	14.5%	15.8%	14.2%
Tasa de Impuestos	29.3%	29.3%	25.8%	30.0%	30.0%	34.0%	27.4%
Ventas Netas a PP&E	3.3	2.8	2.8	2.8	2.9	2.7	2.8
ROCE	21.8%	18.2%	14.7%	15.8%	17.1%	20.1%	15.0%
Tasa Pasiva	12.1%	11.8%	9.6%	8.7%	8.6%	11.9%	12.0%
Tasa Activa	2.8%	2.3%	2.6%	2.6%	2.6%	3.0%	2.3%

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: Flujo de Efectivo (Cifras en millones de pesos)

	Años Calendario					Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	19,632	23,645	18,716	22,140	26,016	11,744	7,530
Depreciación y Amortización	5,864	7,317	7,600	7,577	7,731	3,148	3,719
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	(171)	(69)	(0)	0	0	(7)	(0)
Pérdida (Reversión) por Deterioro	784	(17)	554	0	0	(47)	554
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(1,268)	(1,308)	(1,491)	(1,548)	(1,606)	(577)	(731)
Dividendos Cobrados	(1,332)	(1,332)	(666)	0	0	(666)	(666)
Intereses a Favor	(5,904)	(4,003)	(1,820)	(1,819)	(1,937)	(807)	(919)
Fluctuación Cambiaria	0	0	404	481	284	0	0
Otras Partidas de Inversión	0	0	1,575	0	0	(979)	1,575
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	(2,026)	589	6,156	4,691	4,472	66	3,532
Intereses Devengados	5,340	5,786	3,991	2,757	2,177	3,066	2,299
Intereses por Arrendamiento y Otros	489	489	499	518	538	241	241
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	5,829	6,275	4,491	3,275	2,715	3,308	2,540
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	23,435	30,509	29,362	30,106	33,203	15,117	13,603
Decremento (Incremento) en Clientes	(9,508)	1,111	(2,740)	(3,237)	(3,466)	(4,972)	(2,816)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(700)	(3,432)	(2,052)	(1,829)	(1,989)	(1,229)	701
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	5,874	(1,457)	338	(801)	(830)	1,422	2,628
Incremento (Decremento) en Proveedores	1,328	2,947	1,906	1,391	1,513	(1,339)	(2,499)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(890)	1,034	(1,206)	992	1,032	(149)	(1,687)
Capital de trabajo	(3,895)	203	(3,753)	(3,484)	(3,740)	(6,266)	(3,673)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(6,922)	(5,692)	(5,635)	(5,398)	(6,346)	(2,689)	(2,953)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(10,817)	(5,489)	(9,388)	(8,882)	(10,086)	(8,954)	(6,626)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	12,618	25,020	19,975	21,224	23,118	6,162	6,977
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inver. de acciones con carácter perm.	(1,399)	0	0	0	0	0	0
Inversiones disponibles para la venta	2	0	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(5,551)	(6,476)	(7,286)	(7,286)	(7,286)	(2,481)	(3,291)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	120	203	41	0	0	34	41
Inversión en Activos Intangibles	0	(455)	(23)	0	0	(160)	(23)
Disposición de Activos Intangibles	38	0	0	0	0	0	0
Adquisición de Negocios	0	(11,410)	(28)	0	0	(11,336)	(28)
Disposición de Negocios	0	0	4,435	0	0	0	4,435
Dividendos Cobrados	1,931	2,024	2,141	2,223	2,306	914	987
Intereses Cobrados	1,750	1,595	1,824	1,819	1,937	920	923
Otros Activos	2,601	323	841	0	0	(753)	841
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(508)	(14,196)	690	(5,539)	(5,338)	(12,861)	3,885
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	12,110	10,824	20,665	15,685	17,780	(6,699)	10,862
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	89,300	78,993	26,554	4,500	0	48,770	26,554
Amortización de Financiamientos Bancarios	(86,340)	(78,706)	(36,545)	(3,419)	(1,346)	(39,566)	(29,810)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	(4,200)	(6,700)	(4,500)	0	0
Amortización de Arrendamientos	(1,736)	(1,223)	(1,960)	(2,295)	(2,295)	(809)	(703)
Intereses Pagados	(5,246)	(5,692)	(3,681)	(2,757)	(2,177)	(2,715)	(1,988)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(489)	(489)	(499)	(518)	(538)	(241)	(241)
Financiamiento "Ajeno"	(4,511)	(7,117)	(19,074)	(8,894)	(8,561)	5,439	(6,189)
Recompra de Acciones	(319)	(236)	(183)	(190)	(197)	(152)	(95)
Dividendos Pagados	(1,806)	(4,028)	(4,992)	(5,190)	(5,384)	(2,231)	(3,125)
Financiamiento "Propio"	(2,124)	(4,264)	(5,174)	(5,380)	(5,580)	(2,383)	(3,219)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(6,635)	(11,382)	(24,248)	(14,274)	(14,141)	3,056	(9,408)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	5,475	(558)	(3,584)	1,412	3,639	(3,643)	1,454
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(1,422)	453	(1,587)	0	0	306	(1,587)
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	12,295	16,347	16,242	11,071	12,483	16,347	16,242
Efectivo y equiv. al final del Periodo	16,347	16,242	11,071	12,483	16,122	13,010	16,109
<i>Cifras UDM</i>							
CAPEX de Mantenimiento	(4,108)	(4,821)	(4,907)	(4,885)	(5,038)	(4,238)	(5,195)
Flujo Libre de Efectivo	6,794	20,964	13,163	15,750	17,553	10,066	19,689
Amortización de Deuda	86,340	78,706	40,745	10,119	5,846	77,231	68,950
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	(70,876)	(59,698)	(28,480)	0	0	(58,244)	(47,406)
Amortización Neta	15,464	19,008	12,265	10,119	5,846	18,987	21,544
Intereses Netos Pagados	3,497	4,097	1,857	938	241	3,511	3,368
Servicio de la Deuda	18,960	23,105	14,121	11,057	6,086	22,498	24,912
DSCR	0.4x	0.9x	0.9x	1.4x	2.9x	0.4x	0.8x
Caja Inicial Disponible	12,295	16,347	16,242	11,071	12,483	11,661	13,010
DSCR con Caja	1.0x	1.6x	2.1x	2.4x	4.9x	1.0x	1.3x
Deuda Neta a FLE	4.3	1.5	1.7	1.0	0.4	4.3	1.4
Deuda Neta a EBITDA	0.9	1.0	0.8	0.5	0.2	1.4	1.0

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

	Al Cierre						
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVOS TOTALES	250,474	280,340	263,294	265,642	268,469	270,883	268,932
Activo Circulante	107,328	122,483	105,886	106,587	107,938	112,702	114,556
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	16,347	16,242	5,484	1,147	6,246	13,010	16,109
Cuentas por Cobrar a Clientes	54,341	54,363	58,921	59,432	58,850	50,754	56,951
Otras Cuentas por Cobrar Neto	5,334	6,487	7,043	7,358	7,687	15,760	6,890
Inventarios	27,843	31,275	30,327	34,370	30,700	29,072	30,574
Otros Activos Circulantes	3,462	14,116	4,113	4,280	4,454	4,107	4,032
Activos No Circulantes	143,146	157,857	157,407	159,055	160,531	158,180	154,376
Cuentas por Cobrar No Circulantes	14,975	16,721	16,888	17,057	17,227	15,227	14,905
Inversiones en Asociadas	38,681	37,516	35,989	35,314	34,614	39,038	36,384
Propiedades de Inversión	4,959	5,144	5,144	5,144	5,144	4,966	5,144
Planta, Propiedad y Equipo	59,324	72,229	73,704	76,106	78,353	72,617	72,085
Crédito Mercantil	4,461	5,700	5,567	5,567	5,567	4,496	5,567
Otros Intangibles	4,504	3,687	2,562	2,163	1,765	4,691	2,810
Impuestos Diferidos	6,775	7,283	7,436	7,436	7,436	7,421	7,436
Activos por Derecho de Uso	5,954	6,368	6,421	6,421	6,421	6,437	6,421
Otros Activos de LP	3,512	3,210	3,697	3,847	4,003	3,288	3,624
PASIVOS TOTALES	106,318	118,324	98,424	96,074	95,111	119,700	107,908
Pasivo Circulante	63,034	65,439	56,736	54,397	49,096	66,841	62,911
Pasivo con Costo	19,008	12,265	10,119	5,846	1,246	21,544	16,816
Proveedores	20,316	23,784	21,004	21,997	20,316	19,401	20,940
Impuestos por Pagar	1,319	1,741	284	286	289	1,080	283
Otros Pasivos de CP	20,832	25,477	23,130	24,069	25,046	22,761	22,674
Pasivo por Arrendamiento	1,559	2,172	2,198	2,198	2,198	2,054	2,198
Pasivos no Circulantes	43,284	52,885	41,688	41,677	46,015	52,860	44,997
Pasivo con Costo	26,653	35,281	23,690	22,824	26,363	34,937	27,524
Impuestos Diferidos	10,948	12,112	12,360	13,163	13,911	11,778	11,859
Pasivo por Arrendamiento	4,170	4,326	4,403	4,403	4,403	4,257	4,403
Otros Pasivos de LP	1,513	1,166	1,236	1,286	1,338	1,888	1,211
CAPITAL CONTABLE	144,156	162,016	164,870	169,568	173,358	151,182	161,024
Minoritario	15,699	19,674	23,686	29,403	34,719	17,288	20,394
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	15,333	17,403	18,303	18,303	18,303	16,260	18,303
Utilidad del Ejercicio	366	2,271	5,383	11,101	16,417	1,028	2,092
Mayoritario	128,457	142,342	141,184	140,165	138,639	133,894	140,629
Capital Contribuido	6,299	6,299	6,210	6,021	5,824	6,301	6,299
Utilidades Acumuladas y Otros	108,638	121,586	128,154	129,783	128,760	119,930	130,021
Utilidad del Ejercicio	13,519	14,457	6,820	4,361	4,054	7,663	4,310
Deuda Total	45,661	47,546	33,809	28,670	27,608	56,481	44,339
Deuda Neta	29,314	31,304	28,325	27,523	21,362	43,471	28,231
Días Cuentas por Cobrar	91	95	106	112	114	97	100
Días Inventario	70	72	76	79	77	73	76
Días Proveedores	45	51	54	55	54	48	55

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

	Años Calendario					Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
Ventas Totales	198,455	202,983	194,813	189,884	186,893	94,366	91,227
Costo de Ventas	142,378	147,956	144,939	141,428	138,718	68,205	67,157
Utilidad Bruta	56,077	55,027	49,874	48,457	48,175	26,161	24,070
Gastos de Operación	24,326	24,165	25,012	26,002	27,174	11,661	12,071
EBITDA	31,751	30,863	24,862	22,454	21,000	14,500	11,998
Depreciación y Amortización	5,864	7,317	7,600	7,577	7,731	3,148	3,719
Depreciación	4,108	4,821	4,907	4,885	5,038	2,157	2,531
Amortización de Intangibles	285	426	398	398	398	178	150
Amortización de Arrendamientos	1,471	2,070	2,295	2,295	2,295	814	1,038
Utilidad Operativa antes de Otros	25,888	23,545	17,262	14,877	13,269	11,351	8,280
Otros Ingresos y Gastos Netos	(1,494)	128	1,448	0	0	(83)	1,448
Utilidad Operativa después de Otros	24,393	23,673	18,710	14,877	13,269	11,269	9,728
Ingresos por Intereses	1,753	1,603	1,825	1,728	1,713	928	925
Otros Productos Financieros	378	886	0	0	0	956	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	5,340	5,786	3,991	2,757	2,381	3,066	2,299
Intereses Pagados por Arrendamiento	489	489	499	518	538	241	241
Otros Gastos Financieros	300	169	0	0	0	151	0
Ingreso Financiero Neto	(3,998)	(3,954)	(2,666)	(1,547)	(1,206)	(1,575)	(1,615)
Resultado Cambiario	(2,031)	2,618	(1,718)	(481)	(284)	1,473	(1,313)
Resultado Integral de Financiamiento	(6,029)	(1,336)	(4,384)	(2,027)	(1,489)	(102)	(2,929)
Utilidad Después del RIF	18,364	22,337	14,327	12,849	11,780	11,167	6,799
Participación en Asociadas	1,268	1,308	1,491	1,548	1,606	577	731
Utilidad antes de Impuestos	19,632	23,645	15,818	14,398	13,386	11,744	7,530
Impuestos sobre la Utilidad	5,747	6,917	3,950	4,319	4,016	3,052	1,464
Impuestos Causados	5,467	5,188	3,505	3,516	3,268	2,398	1,519
Impuestos Diferidos	280	1,729	445	804	748	655	(56)
Resultado antes de operaciones discontinuadas	13,885	16,728	11,868	10,078	9,370	8,692	6,067
Operaciones Discontinuadas	0	0	335	0	0	0	335
Utilidad Neta Consolidada	13,885	16,728	12,203	10,078	9,370	8,692	6,401
Participación minoritaria en la utilidad	366	2,271	5,383	5,718	5,316	1,028	2,092
Participación mayoritaria en la utilidad	13,519	14,457	6,820	4,361	4,054	7,663	4,310
Cifras UDM							
Cambio en Ventas	9.3%	2.3%	-4.0%	-2.5%	-1.6%	5.1%	2.2%
Margen Bruto	28.3%	27.1%	25.6%	25.5%	25.8%	28.7%	26.5%
Margen EBITDA	16.0%	15.2%	12.8%	11.8%	11.2%	15.8%	14.2%
Tasa de Impuestos	29.3%	29.3%	25.0%	30.0%	30.0%	34.0%	27.4%
Ventas Netas a PP&E	3.3	2.8	2.6	2.5	2.4	2.7	2.8
ROCE	21.8%	18.2%	12.5%	10.4%	9.1%	20.1%	15.0%
Tasa Pasiva	12.1%	11.8%	9.6%	8.7%	8.5%	11.9%	12.0%
Tasa Activa	2.8%	2.3%	2.7%	2.6%	2.6%	3.0%	2.3%

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

	Años Calendario					Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	19,632	23,645	15,818	14,398	13,386	11,744	7,530
Depreciación y Amortización	5,864	7,317	7,600	7,577	7,731	3,148	3,719
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb. y Negocios Conjuntos	(171)	(69)	(0)	0	0	(7)	(0)
Pérdida (Reversión) por Deterioro	784	(17)	554	0	0	(47)	554
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(1,268)	(1,308)	(1,491)	(1,548)	(1,606)	(577)	(731)
Dividendos Cobrados	(1,332)	(1,332)	(666)	0	0	(666)	(666)
Intereses a Favor	(5,904)	(4,003)	(1,819)	(1,728)	(1,713)	(807)	(919)
Fluctuación Cambiaria	0	0	404	481	284	0	0
Otras Partidas de Inversión	0	0	1,575	0	0	(979)	1,575
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	(2,026)	589	6,157	4,781	4,696	66	3,532
Intereses Devengados	5,340	5,786	3,991	2,757	2,381	3,066	2,299
Intereses por Arrendamiento y Otros	489	489	499	518	538	241	241
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	5,829	6,275	4,491	3,275	2,919	3,308	2,540
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	23,435	30,509	26,466	22,454	21,000	15,117	13,603
Decremento (Incremento) en Clientes	(9,508)	1,111	(4,785)	(511)	582	(4,972)	(2,816)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(700)	(3,432)	949	(4,044)	3,670	(1,229)	701
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	5,874	(1,457)	338	(801)	(830)	1,422	2,628
Incremento (Decremento) en Proveedores	1,328	2,947	(2,434)	993	(1,681)	(1,339)	(2,499)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(890)	1,034	(1,206)	992	1,032	(149)	(1,687)
Capital de trabajo	(3,895)	203	(7,138)	(3,372)	2,773	(6,266)	(3,673)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(6,922)	(5,692)	(4,939)	(3,516)	(3,268)	(2,689)	(2,953)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(10,817)	(5,489)	(12,077)	(6,888)	(495)	(8,954)	(6,626)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	12,618	25,020	14,389	15,567	20,505	6,162	6,977
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inver. de acciones con carácter perm.	(1,399)	0	0	0	0	0	0
Inversiones disponibles para la venta	2	0	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(5,551)	(6,476)	(7,286)	(7,286)	(7,286)	(2,481)	(3,291)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	120	203	41	0	0	34	41
Inversión en Activos Intangibles	0	(455)	(23)	0	0	(160)	(23)
Disposición de Activos Intangibles	38	0	0	0	0	0	0
Adquisición de Negocios	0	(11,410)	(28)	0	0	(11,336)	(28)
Disposición de Negocios	0	0	4,435	0	0	0	4,435
Dividendos Cobrados	1,931	2,024	2,141	2,223	2,306	914	987
Intereses Cobrados	1,750	1,595	1,823	1,728	1,713	920	923
Otros Activos	2,601	323	841	0	0	(753)	841
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(508)	(14,196)	688	(5,629)	(5,561)	(12,861)	3,885
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	12,110	10,824	15,077	9,937	14,944	(6,699)	10,862
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	89,300	78,993	26,554	4,500	4,500	48,770	26,554
Amortización de Financiamientos Bancarios	(86,340)	(78,706)	(36,545)	(3,419)	(1,346)	(39,566)	(29,810)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	(4,200)	(6,700)	(4,500)	0	0
Amortización de Arrendamientos	(1,736)	(1,223)	(1,960)	(2,295)	(2,295)	(809)	(703)
Intereses Pagados	(5,246)	(5,692)	(3,681)	(2,757)	(2,381)	(2,715)	(1,988)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(489)	(489)	(499)	(518)	(538)	(241)	(241)
Financiamiento "Ajeno"	(4,511)	(7,117)	(19,074)	(8,894)	(4,265)	5,439	(6,189)
Recompra de Acciones	(319)	(236)	(183)	(190)	(197)	(152)	(95)
Dividendos Pagados	(1,806)	(4,028)	(4,992)	(5,190)	(5,384)	(2,231)	(3,125)
Financiamiento "Propio"	(2,124)	(4,264)	(5,174)	(5,380)	(5,580)	(2,383)	(3,219)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(6,635)	(11,382)	(24,248)	(14,274)	(9,845)	3,056	(9,408)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	5,475	(558)	(9,171)	(4,336)	5,099	(3,643)	1,454
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	(1,422)	453	(1,587)	0	0	306	(1,587)
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	12,295	16,347	16,242	5,484	1,147	16,347	16,242
Efectivo y equiv. al final del Periodo	16,347	16,242	5,484	1,147	6,246	13,010	16,109
<i>Cifras UDM</i>							
CAPEX de Mantenimiento	(4,108)	(4,821)	(4,907)	(4,885)	(5,038)	(4,238)	(5,195)
Flujo Libre de Efectivo	6,794	20,964	7,578	10,092	14,941	10,066	19,689
Amortización de Deuda	86,340	78,706	40,745	10,119	5,846	77,231	68,950
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	(70,876)	(59,698)	(28,480)	0	0	(58,244)	(47,406)
Amortización Neta	15,464	19,008	12,265	10,119	5,846	18,987	21,544
Intereses Netos Pagados	3,497	4,097	1,858	1,029	668	3,511	3,368
Servicio de la Deuda	18,960	23,105	14,123	11,148	6,514	22,498	24,912
DSCR	0.4x	0.9x	0.5x	0.9x	2.3x	0.4x	0.8x
Caja Inicial Disponible	12,295	16,347	16,242	5,484	1,147	11,661	13,010
DSCR con Caja	1.0x	1.6x	1.7x	1.4x	2.5x	1.0x	1.3x
Deuda Neta a FLE	4.3	1.5	3.7	2.7	1.4	4.3	1.4
Deuda Neta a EBITDA	0.9	1.0	1.1	1.2	1.0	1.4	1.0

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

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 los cuatro trimestres anteriores o en los últimos doce meses (UDM).

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 UDM.

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.

Coeficiente 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 anuales, que comprenden dos periodos históricos con información reportada y tres periodos proyectados. El periodo proyectado es el trimestre inmediatamente posterior al último periodo con información adecuadamente reportada. Los periodos se definen como sigue con sus respectivas ponderaciones.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Ponderación de Periodos

t ⁻¹	13%: 2023
t ⁰	17%: 2024
t ¹	35%: 2025
t ²	20%: 2026
t ³	15%: 2027

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%.

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 de 2024
Calificación anterior	GCARSO 23: HR AAA con Perspectiva Estable GCARSO 24: HR AAA con Perspectiva Estable GCARSO 24-2: HR AAA con Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	25 de septiembre de 2024
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T23-2T25
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera trimestral reportada a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), e información financiera anual dictaminada por Deloitte.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores (en su caso)	n.a.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

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

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