

2024
HR+1



Ismael Rojas

Asociado

Analista Responsable

ismael.rojas@hrratings.com

2025
HR+1



Jesús Pineda

Director Asociado de Corporativos / ABS

jesus.pineda@hrratings.com

2026
HR+1



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos / ABS

heinz.cederborg@hrratings.com

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

La ratificación de la calificación el Programa Dual de Corto Plazo de Grupo Carso, que a su vez refleja la calificación corporativa de corto plazo de la Empresa, se fundamenta en los niveles de métricas presentados al cierre de 2025 por encima de nuestras estimaciones, así como la expectativa de la métrica de años de pago hacia 2028, la cual alcanzaría un nivel de 0.9 años en promedio de 2026 a 2028, comparado con 0.6 años en 2025. Durante 2025 la Empresa presentó afectaciones en términos de ingresos y EBITDA, principalmente por una disminución de operaciones generalizada, sin embargo más notable en su división de Infraestructura y Construcción (CICSA), la cual disminuyó sus ingresos 33.0% en comparación con 2024, debido a la conclusión de proyectos relevantes y menor avance en proyectos nuevos que se encuentran aún en etapas iniciales. Asimismo, el EBITDA en 2025 fue 4.2% inferior a nuestra expectativa, a pesar de que el margen EBITDA resultó más fuerte de lo esperado. Sin embargo, el Flujo Libre de Efectivo (FLE) de la Empresa mostró un nivel ampliamente superior respecto a nuestra expectativa, alcanzando P\$23,543m, principalmente por entradas provenientes del capital de trabajo, lo cual compensó la caída de ingresos y EBITDA, fortaleciendo las métricas de calificación. Por otra parte, estimamos que alcance P\$15,210m en 2028, comparado con P\$23,543m en 2025. Estimamos que la generación de FLE disminuya durante el periodo proyectado respecto a los niveles observados en 2024 y 2025, debido a mayor presión en las cuentas de capital de trabajo, el cual estimamos muestre mayor requerimiento durante el 2026 y hacia delante considerando mayor actividad esperada en la división de hidrocarburos de la Empresa. Esperamos además que la Empresa alcance una deuda neta de P\$15,742m en 2028 vs. P\$13,210m en 2025, alcanzando 1.0 años de pago y un DSCR de 2.7x en 2028 vs. 0.6 años y 1.6x en 2025 respectivamente. Finalmente, destacamos que la calificación mantiene dos ajustes positivos por Respaldo Empresarial y Posición de Mercado por amplio respaldo de empresas relacionadas y la fuerte posición de mercado mantenida en México y Latinoamérica.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Principales Características del Programa Dual de Corto Plazo de Certificados Bursátiles

Características del Programa Dual de Grupo Carso

Emisor	Grupo Carso, S.A.B. de C.V.
Tipo de Instrumento	Programa revolvente de certificados bursátiles de corto y largo plazo, conforme a la modalidad de emisor recurrente.
Monto del Programa	Hasta P\$50,000m o su equivalente en UDIs.
Vigencia del Programa	5 años a partir de del 16 de diciembre de de 2022
Denominación	Los certificados bursátiles podrán estar denominados en pesos o en UDIs.
Plazo	Será determinado para cada emisión, en el entendido de que si la emisión es de corto plazo no podrá ser menor a 1 (un) día ni mayor a 365 (trescientos sesenta y cinco) días, y si es de largo plazo no podrá ser menor a 1 (un) año ni mayor a 40 (cuarenta) años ("Largo Plazo"), contados a partir de la fecha de la emisión correspondiente.
Destino de los Recursos	Satisfacer necesidades operativas de la Empresa, incluyendo el financiamiento de sus operaciones activas, el refinanciamiento de su deuda, sustitución de pasivos, así como otros propósitos corporativos en general.
Representante Común	CI Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple

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

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Caída en Ingresos.** En 2025 la Empresa mostró ingresos totales por P\$191,627m, lo cual fue 6.6% por debajo de nuestro estimado para el periodo y 3.2% por debajo de 2024. La Empresa no fue capaz de alcanzar nuestras estimaciones, principalmente por una caída en las ventas de CICSА, cuyos ingresos resultaron 23.0% por debajo de nuestras estimaciones, debido a la conclusión de proyectos relevantes de infraestructura y a que los nuevos proyectos, como el tren Saltillo – Santa Catarina, se encuentran en su fase inicial de ejecución.
- **Menor Dinamismo en EBITDA.** En 2025 el EBITDA de la Empresa fue 4.2% inferior a nuestra expectativa y 12.3% inferior a 2024, a pesar de que el margen EBITDA resultó más fuerte de lo esperado, alcanzando 13.9% vs. 13.5% en nuestro escenario base. La caída en EBITDA refleja la reducción en las operaciones de 2025, con bajas en ingresos, costos y gastos por debajo de los niveles de 2024 y nuestros estimados.
- **Crecimiento del FLE.** El FLE de la Empresa alcanzó un nivel de P\$23,543m en 2025, comparado con P\$20,667m en 2024 y P\$13,163m esperados. El crecimiento del FLE respecto al periodo anterior y vs. nuestra estimación fue el resultado de principalmente de los niveles positivos de capital de trabajo presentados durante el año, donde la Empresa vio el mayor beneficio en cuentas por cobrar, por mayores niveles de cobranza, especialmente con Pemex, que fue realizada durante el año.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Ingresos Totales.** Estimamos que la Empresa será capaz de alcanzar P\$221,404m en 2028, comparado con P\$191,627m en 2025, equivalente a una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC)²⁵⁻²⁸ de 4.9%. Consideramos que la Empresa muestre recuperación de ingresos en 2026 respecto a 2025, apoyada principalmente por mayores ingresos en Zamajal, división que estimamos que crezca ingresos en mayor proporción respecto al resto de las líneas de negocio hacia 2028.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- **Disminución en FLE.** En cuanto al FLE de Grupo Carso, estimamos que alcance P\$15,210m en 2028, comparado con P\$23,543m en 2025. Estimamos que la generación de FLE disminuya durante el periodo proyectado respecto a los niveles observados en 2024 y 2025, debido a mayor presión en las cuentas de capital de trabajo, el cual estimamos muestre mayor requerimiento durante el 2026 y hacia delante considerando mayor actividad esperada en la división de hidrocarburos de la Empresa.
- **Deuda Total y Neta.** Estimamos que la Empresa alcance una deuda total de P\$30,411m en 2028, comparado con P\$36,807m en 2025 y la deuda neta alcanzaría P\$15,742m en 2028 vs. P\$13,210m en 2025. El decremento de deuda respecto a 2025 sería ocasionado por las amortizaciones programadas de la Empresa según su calendario de pagos al 2T26, donde esperamos que se amorticen P\$12,268m adicionales en 2026, P\$5,282m en 2027 y P\$4,414m en 2028.

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

- **Mayor Presión en FLE.** Bajo un escenario donde la Empresa no sea capaz de alcanzar nuestras estimaciones de FLE de nuestro escenario base, y muestra un promedio anual de P\$11,555m de 2026 a 2028, comparado con P\$15,788m en nuestro escenario base para el mismo periodo, las métricas de calificación podrían verse debilitadas, por lo que la calificación podría ser revisada a la baja.
- **Menor Cobertura del Servicio de Deuda.** Si la Empresa no es capaz de alcanzar nuestras estimaciones base de FLE durante el periodo proyectado, y mantiene niveles similares de servicio de la deuda, mostrando un DSCR promedio de 1.5x de 2026 a 2028, comparado con 2.0x en nuestro escenario base para el mismo periodo, 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)

	2024*	2025*	2026P	Al Cierre		2T25	2T26
				2027P	2028P		
ACTIVOS TOTALES	280,340	266,865	254,048	263,697	276,355	268,932	259,156
Activo Circulante	122,483	110,813	108,037	106,408	105,563	114,556	120,664
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	16,242	23,597	18,832	16,377	14,669	16,109	25,581
Cuentas por Cobrar a Clientes	55,825	47,781	45,157	47,236	46,208	56,951	48,234
Otras Cuentas por Cobrar Neto	6,470	6,660	11,805	12,333	12,885	6,890	11,550
Inventarios	31,275	29,327	28,761	26,944	28,248	30,574	29,015
Otros Activos Circulantes	12,671	3,448	3,482	3,517	3,552	4,032	6,284
Activos No Circulantes	157,857	156,052	146,011	157,289	170,792	154,376	138,492
Cuentas por Cobrar No Circulantes	16,721	14,380	14,523	14,669	14,815	14,905	14,056
Inversiones en Asociadas	37,516	38,338	18,552	17,482	16,372	36,384	19,666
Propiedades de Inversión	5,144	7,887	7,895	7,895	7,895	5,144	7,895
Planta, Propiedad y Equipo	72,229	71,532	79,733	90,699	101,511	72,085	71,439
Crédito Mercantil	5,700	5,567	7,588	7,588	7,588	5,567	7,588
Otros Intangibles	3,687	2,096	1,438	1,115	793	2,810	1,639
Impuestos Diferidos	7,283	7,798	7,815	9,227	13,050	7,436	7,815
Activos por Derecho de Uso	6,368	6,399	4,809	4,809	4,809	6,421	4,809
Otros Activos de LP	3,210	2,056	3,656	3,805	3,959	3,624	3,584
PASIVOS TOTALES	118,324	99,878	94,476	95,173	97,876	107,908	103,467
Pasivo Circulante	65,439	62,334	59,914	63,352	68,219	62,911	67,577
Pasivo con Costo	12,376	15,393	5,282	4,414	5,630	16,816	17,551
Proveedores	21,501	19,141	35,951	38,920	41,850	20,940	31,670
Impuestos por Pagar	0	2,199	675	681	686	283	673
Otros Pasivos de CP	29,391	23,803	16,290	17,623	18,339	22,674	15,969
Pasivo por Arrendamiento	2,172	1,797	1,715	1,715	1,715	2,198	1,715
Pasivos no Circulantes	52,885	37,544	34,562	31,820	29,657	44,997	35,890
Pasivo con Costo	35,282	21,414	25,379	25,797	24,781	27,524	24,798
Impuestos Diferidos	12,112	10,933	4,464	1,245	66	11,859	6,387
Pasivo por Arrendamiento	4,326	4,107	3,996	3,996	3,996	4,403	3,996
Otros Pasivos de LP	1,166	1,090	723	782	814	1,211	709
CAPITAL CONTABLE	162,016	166,987	159,572	168,524	178,478	161,024	155,689
Minoritario	19,674	21,607	23,314	26,753	30,492	20,394	21,765
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	17,403	18,401	17,126	17,126	17,126	18,303	17,126
Utilidad del Ejercicio	2,271	3,205	6,188	9,627	13,366	2,092	4,639
Mayoritario	142,342	145,380	136,259	141,771	147,986	140,629	133,924
Capital Contribuido	6,299	6,298	6,163	5,895	5,617	6,299	6,298
Utilidades Acumuladas y Otros	121,586	130,017	121,110	125,882	131,506	130,021	123,138
Utilidad del Ejercicio	14,457	9,065	8,986	9,994	10,863	4,310	4,488
Deuda Total	47,657	36,807	30,661	30,211	30,411	44,339	42,348
Deuda Neta	31,415	13,210	11,829	13,835	15,742	28,231	16,767
Días Cuentas por Cobrar	98	101	84	69	64	103	90
Días Inventario	74	77	71	69	67	78	74
Días Proveedores	51	52	76	77	77	55	62

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

*Estados financieros auditados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Años Calendario					Acumulado	
	2024*	2025*	2026P	2027P	2028P	2T25	2T26
Ventas Totales	198,035	191,627	197,783	210,496	221,404	91,227	92,302
Costo de Ventas	144,131	141,715	146,837	155,463	162,743	67,157	68,193
Utilidad Bruta	53,904	49,912	50,946	55,033	58,661	24,070	24,109
Gastos de Operación	23,571	23,323	25,513	26,999	28,249	12,071	12,862
EBITDA	30,334	26,589	25,433	28,034	30,412	11,998	11,247
Depreciación y Amortización	6,827	7,074	6,969	7,618	8,408	3,719	3,549
Depreciación	4,498	5,556	5,243	5,865	6,641	2,531	2,659
Amortización de Intangibles	398	351	323	323	323	150	122
Amortización de Arrendamientos	1,931	1,167	1,402	1,431	1,445	1,038	768
Utilidad Operativa antes de Otros	23,507	19,515	18,464	20,416	22,003	8,280	7,698
Otros Ingresos y Gastos Netos	24	(564)	368	0	0	1,448	368
Utilidad Operativa después de Otros	23,530	18,950	18,833	20,416	22,003	9,728	8,066
Ingresos por Intereses	1,594	1,163	1,085	917	874	925	836
Otros Productos Financieros	717	4	0	0	0	0	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	5,633	3,988	3,062	2,307	2,173	2,299	1,519
Intereses Pagados por Arrendamiento	620	619	634	657	681	241	241
Otros Gastos Financieros	0	0	3	0	0	0	3
Ingreso Financiero Neto	(3,941)	(3,440)	(2,614)	(2,046)	(1,979)	(1,615)	(926)
Resultado Cambiario	2,616	(2,471)	(1,048)	(332)	(360)	(1,313)	(467)
Resultado Integral de Financiamiento	(1,325)	(5,911)	(3,662)	(2,379)	(2,339)	(2,929)	(1,393)
Utilidad Después del RIF	22,205	13,039	15,171	18,037	19,664	6,799	6,673
Participación en Asociadas	1,308	867	1,114	1,154	1,196	731	973
Utilidad antes de Impuestos	23,513	13,906	16,284	19,191	20,860	7,530	7,646
Impuestos sobre la Utilidad	6,902	2,390	4,136	5,757	6,258	1,464	1,544
Impuestos Causados	5,188	4,302	6,731	10,388	11,259	1,519	2,216
Impuestos Diferidos	1,715	(1,912)	(2,595)	(4,631)	(5,001)	(56)	(672)
Resultado antes de operaciones discontinuadas	16,611	11,516	12,149	13,434	14,602	6,067	6,102
Operaciones Discontinuadas	118	755	(180)	0	0	335	(180)
Utilidad Neta Consolidada	16,728	12,271	11,969	13,434	14,602	6,401	5,922
Participación minoritaria en la utilidad	2,271	3,205	2,982	3,440	3,739	2,092	1,434
Participación mayoritaria en la utilidad	14,457	9,065	8,986	9,994	10,863	4,310	4,488
Cifras UDM							
Cambio en Ventas	2.4%	-3.2%	3.2%	6.4%	5.2%	2.3%	-1.1%
Margen Bruto	27.2%	26.0%	25.8%	26.1%	26.5%	26.6%	25.9%
Margen EBITDA	15.3%	13.9%	12.9%	13.3%	13.7%	14.3%	13.4%
Tasa de Impuestos	29.4%	17.2%	25.4%	30.0%	30.0%	27.5%	17.6%
Ventas Netas a PP&E	2.7	2.7	2.5	2.3	2.2	2.7	2.7
ROCE	18.0%	14.4%	15.4%	16.9%	17.0%	14.9%	14.9%
Tasa Pasiva	11.5%	9.0%	8.2%	7.6%	7.2%	11.8%	10.1%
Tasa Activa	2.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	2.3%	1.5%

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

*Estados financieros auditados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	2024*	Años Calendario				Acumulado	
		2025*	2026P	2027P	2028P	2T25	2T26
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	23,513	13,906	16,284	19,191	20,860	7,530	7,646
Depreciación y Amortización	6,827	7,074	6,969	7,618	8,408	3,719	3,549
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	(17)	2	0	0	0	(0)	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	4	1,503	435	0	0	554	435
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(1,308)	(3,734)	(1,114)	(1,154)	(1,196)	(731)	(973)
Dividendos Cobrados	(1,332)	(1,332)	3	0	0	(666)	3
Intereses a Favor	(3,994)	(3,805)	(1,158)	(917)	(874)	(919)	(910)
Fluctuación Cambiaria	0	0	581	332	360	0	0
Otras Partidas de Inversión	511	(409)	1,310	0	0	1,575	1,310
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	692	(700)	7,026	5,880	6,698	3,532	3,414
Intereses Devengados	5,633	3,988	3,062	2,307	2,173	2,299	1,519
Intereses por Arrendamiento y Otros	620	619	634	657	681	241	241
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	6,253	4,607	3,696	2,964	2,854	2,540	1,760
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	30,457	17,812	27,006	28,034	30,412	13,603	12,820
Decremento (Incremento) en Clientes	(3,494)	8,957	(3,885)	(2,079)	1,028	(2,816)	(6,963)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(3,432)	1,949	566	1,817	(1,304)	701	312
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	2,121	2,909	357	(857)	(888)	2,628	(1,649)
Incremento (Decremento) en Proveedores	2,845	(2,359)	2,874	2,968	2,930	(2,499)	(1,408)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	2,215	165	3,520	1,397	753	(1,687)	3,183
Capital de trabajo	255	11,621	3,432	3,247	2,519	(3,673)	(6,525)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(5,692)	(5,121)	(7,269)	(10,388)	(11,259)	(2,953)	(2,754)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(5,437)	6,500	(3,837)	(7,141)	(8,741)	(6,626)	(9,279)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	25,020	24,312	23,169	20,893	21,671	6,977	3,541
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(6,476)	(8,163)	(16,247)	(16,830)	(17,453)	(3,291)	(5,368)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	203	52	34	0	0	41	34
Inversión en Activos Intangibles	0	(24)	(15)	0	0	(23)	(15)
Adquisición de Negocios	(11,214)	(362)	(934)	0	0	(28)	(934)
Disposición de Negocios	0	4,879	2,424	0	0	4,435	2,424
Dividendos Cobrados	2,024	2,193	2,147	2,224	2,305	987	893
Intereses Cobrados	1,595	1,159	1,084	917	874	923	835
Otros Activos	(327)	249	(11)	0	0	841	(11)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(14,196)	(17)	(11,519)	(13,689)	(14,273)	3,885	(2,143)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	10,824	24,295	11,650	7,203	7,398	10,862	1,397
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	78,993	71,783	35,689	4,500	4,255	26,554	35,689
Amortización de Financiamientos Bancarios	(78,706)	(82,633)	(42,283)	(5,282)	(4,414)	(29,810)	(30,014)
Amortización de Arrendamientos	(1,712)	(1,332)	(1,416)	(1,431)	(1,445)	(703)	(782)
Intereses Pagados	(5,073)	(3,386)	(2,408)	(2,307)	(2,173)	(1,988)	(864)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(620)	(619)	(634)	(657)	(681)	(241)	(241)
Financiamiento "Ajeno"	(7,117)	(16,187)	(11,052)	(5,176)	(4,458)	(6,189)	3,787
Recompra de Acciones	(236)	(225)	(258)	(268)	(278)	(95)	(123)
Dividendos Pagados	(4,028)	(5,073)	(4,072)	(4,214)	(4,370)	(3,125)	(2,044)
Financiamiento "Propio"	(4,264)	(5,298)	(4,331)	(4,482)	(4,648)	(3,219)	(2,167)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(11,382)	(21,484)	(15,382)	(9,659)	(9,106)	(9,408)	1,620
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(558)	2,811	(3,732)	(2,455)	(1,708)	1,454	3,018
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	453	4,544	(1,033)	0	0	(1,587)	(1,033)
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	16,347	16,242	23,597	18,832	16,377	16,242	23,597
Efectivo y equiv. al final del Periodo	16,242	23,597	18,832	16,377	14,669	16,109	25,581
Cifras UDM							
CAPEX de Mantenimiento	(4,498)	(5,556)	(5,243)	(5,865)	(6,641)	(4,872)	(5,684)
Flujo Libre de Efectivo	20,667	23,543	16,990	15,164	15,210	19,393	20,360
Amortización de Deuda	78,706	82,633	42,283	5,282	4,414	68,950	82,838
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	(59,609)	(70,258)	(26,890)	0	0	(47,406)	(66,022)
Amortización Neta	19,097	12,376	15,393	5,282	4,414	21,544	16,816
Intereses Netos Pagados	3,478	2,227	1,324	1,390	1,298	2,748	1,191
Servicio de la Deuda	22,575	14,602	16,718	6,672	5,713	24,293	18,006
DSCR	0.9x	1.6x	1.0x	2.3x	2.7x	0.8x	1.1x
Caja Inicial Disponible	16,347	16,242	23,597	18,832	16,377	13,010	16,109
DSCR con Caja	1.6x	2.7x	2.4x	5.1x	5.5x	1.3x	2.0x
Deuda Neta a FLE	1.5	0.6	0.7	0.9	1.0	1.5	0.8
Deuda Neta a EBITDA	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	0.6

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

*Estados financieros auditados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Al Cierre						
	2024*	2025*	2026P	2027P	2028P	2T25	2T26
ACTIVOS TOTALES	280,340	266,865	246,572	247,192	253,041	268,932	259,156
Activo Circulante	122,483	110,813	103,154	96,412	94,283	114,556	120,664
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	16,242	23,597	14,485	10,760	9,029	16,109	25,581
Cuentas por Cobrar a Clientes	55,825	47,781	43,776	42,666	38,661	56,951	48,234
Otras Cuentas por Cobrar Neto	6,470	6,660	11,805	12,333	12,885	6,890	11,550
Inventarios	31,275	29,327	29,605	27,136	30,155	30,574	29,015
Otros Activos Circulantes	12,671	3,448	3,482	3,517	3,552	4,032	6,284
Activos No Circulantes	157,857	156,052	143,418	150,780	158,759	154,376	138,492
Cuentas por Cobrar No Circulantes	16,721	14,380	14,523	14,669	14,815	14,905	14,056
Inversiones en Asociadas	37,516	38,338	18,552	17,482	16,372	36,384	19,666
Propiedades de Inversión	5,144	7,887	7,895	7,895	7,895	5,144	7,895
Planta, Propiedad y Equipo	72,229	71,532	77,140	85,602	93,983	72,085	71,439
Crédito Mercantil	5,700	5,567	7,588	7,588	7,588	5,567	7,588
Otros Intangibles	3,687	2,096	1,438	1,115	793	2,810	1,639
Impuestos Diferidos	7,283	7,798	7,815	7,815	8,544	7,436	7,815
Activos por Derecho de Uso	6,368	6,399	4,809	4,809	4,809	6,421	4,809
Otros Activos de LP	3,210	2,056	3,656	3,805	3,959	3,624	3,584
PASIVOS TOTALES	118,324	99,878	89,877	86,752	89,339	107,908	103,467
Pasivo Circulante	65,439	62,334	54,413	53,657	59,210	62,911	67,577
Pasivo con Costo	12,376	15,393	5,282	4,414	5,630	16,816	17,551
Proveedores	21,501	19,141	30,451	29,224	32,840	20,940	31,670
Impuestos por Pagar	0	2,199	675	681	686	283	673
Otros Pasivos de CP	29,391	23,803	16,290	17,623	18,339	22,674	15,969
Pasivo por Arrendamiento	2,172	1,797	1,715	1,715	1,715	2,198	1,715
Pasivos no Circulantes	52,885	37,544	35,464	33,095	30,129	44,997	35,890
Pasivo con Costo	35,282	21,414	25,379	25,797	24,781	27,524	24,798
Impuestos Diferidos	12,112	10,933	5,366	2,520	538	11,859	6,387
Pasivo por Arrendamiento	4,326	4,107	3,996	3,996	3,996	4,403	3,996
Otros Pasivos de LP	1,166	1,090	723	782	814	1,211	709
CAPITAL CONTABLE	162,016	166,987	156,694	160,441	163,703	161,024	155,689
Minoritario	19,674	21,607	22,577	24,683	26,709	20,394	21,765
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	17,403	18,401	17,126	17,126	17,126	18,303	17,126
Utilidad del Ejercicio	2,271	3,205	5,451	7,558	9,583	2,092	4,639
Mayoritario	142,342	145,380	134,118	135,757	136,994	140,629	133,924
Capital Contribuido	6,299	6,298	6,163	5,895	5,617	6,299	6,298
Utilidades Acumuladas y Otros	121,586	130,017	121,110	123,741	125,492	130,021	123,138
Utilidad del Ejercicio	14,457	9,065	6,845	6,121	5,884	4,310	4,488
Deuda Total	47,657	36,807	30,661	30,211	30,411	44,339	42,348
Deuda Neta	31,415	13,210	16,176	19,452	21,382	28,231	16,767
Días Cuentas por Cobrar	98	101	88	73	67	103	90
Días Inventario	74	77	74	72	73	78	74
Días Proveedores	51	52	73	70	73	55	62

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

*Estados financieros auditados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	Años Calendario					Acumulado	
	2024*	2025*	2026P	2027P	2028P	2T25	2T26
Ventas Totales	198,035	191,627	184,071	186,330	187,109	91,227	92,302
Costo de Ventas	144,131	141,715	137,226	139,238	139,913	67,157	68,193
Utilidad Bruta	53,904	49,912	46,845	47,092	47,196	24,070	24,109
Gastos de Operación	23,571	23,323	25,452	26,490	26,489	12,071	12,862
EBITDA	30,334	26,589	21,393	20,603	20,707	11,998	11,247
Depreciación y Amortización	6,827	7,074	6,969	7,438	8,053	3,719	3,549
Depreciación	4,498	5,556	5,243	5,684	6,285	2,531	2,659
Amortización de Intangibles	398	351	323	323	323	150	122
Amortización de Arrendamientos	1,931	1,167	1,402	1,431	1,445	1,038	768
Utilidad Operativa antes de Otros	23,507	19,515	14,424	13,165	12,654	8,280	7,698
Otros Ingresos y Gastos Netos	24	(564)	368	0	0	1,448	368
Utilidad Operativa después de Otros	23,530	18,950	14,793	13,165	12,654	9,728	8,066
Ingresos por Intereses	1,594	1,163	1,043	806	732	925	836
Otros Productos Financieros	717	4	0	0	0	0	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	5,633	3,988	3,092	2,381	2,242	2,299	1,519
Intereses Pagados por Arrendamiento	620	619	634	657	681	241	241
Otros Gastos Financieros	0	0	3	0	0	0	3
Ingreso Financiero Neto	(3,941)	(3,440)	(2,686)	(2,232)	(2,190)	(1,615)	(926)
Resultado Cambiario	2,616	(2,471)	(1,048)	(332)	(360)	(1,313)	(467)
Resultado Integral de Financiamiento	(1,325)	(5,911)	(3,734)	(2,564)	(2,550)	(2,929)	(1,393)
Utilidad Después del RIF	22,205	13,039	11,059	10,601	10,104	6,799	6,673
Participación en Asociadas	1,308	867	1,114	1,154	1,196	731	973
Utilidad antes de Impuestos	23,513	13,906	12,173	11,755	11,299	7,530	7,646
Impuestos sobre la Utilidad	6,902	2,390	2,902	3,526	3,390	1,464	1,544
Impuestos Causados	5,188	4,302	4,595	6,372	6,101	1,519	2,216
Impuestos Diferidos	1,715	(1,912)	(1,693)	(2,846)	(2,711)	(56)	(672)
Resultado antes de operaciones discontinuadas	16,611	11,516	9,271	8,228	7,910	6,067	6,102
Operaciones Discontinuas	118	755	(180)	0	0	335	(180)
Utilidad Neta Consolidada	16,728	12,271	9,091	8,228	7,910	6,401	5,922
Participación minoritaria en la utilidad	2,271	3,205	2,246	2,107	2,025	2,092	1,434
Participación mayoritaria en la utilidad	14,457	9,065	6,845	6,121	5,884	4,310	4,488
Cifras UDM							
Cambio en Ventas	2.4%	-3.2%	-3.9%	1.2%	0.4%	2.3%	-1.1%
Margen Bruto	27.2%	26.0%	25.4%	25.3%	25.2%	26.6%	25.9%
Margen EBITDA	15.3%	13.9%	11.6%	11.1%	11.1%	14.3%	13.4%
Tasa de Impuestos	29.4%	17.2%	23.8%	30.0%	30.0%	27.5%	17.6%
Ventas Netas a PP&E	2.7	2.7	2.4	2.2	2.0	2.7	2.7
ROCE	18.0%	14.4%	12.0%	11.0%	10.1%	14.9%	14.9%
Tasa Pasiva	11.5%	9.0%	8.3%	7.8%	7.4%	11.8%	10.1%
Tasa Activa	2.3%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	2.3%	1.5%

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

*Estados financieros auditados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

	2024*	Años Calendario				Acumulado	
	2024*	2025*	2026P	2027P	2028P	2T25	2T26
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	23,513	13,906	12,173	11,755	11,299	7,530	7,646
Depreciación y Amortización	6,827	7,074	6,969	7,438	8,053	3,719	3,549
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	(17)	2	0	0	0	(0)	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	4	1,503	435	0	0	554	435
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(1,308)	(3,734)	(1,114)	(1,154)	(1,196)	(731)	(973)
Dividendos Cobrados	(1,332)	(1,332)	3	0	0	(666)	3
Intereses a Favor	(3,994)	(3,805)	(1,116)	(806)	(732)	(919)	(910)
Fluctuación Cambiaria	0	0	581	332	360	0	0
Otras Partidas de Inversión	511	(409)	1,310	0	0	1,575	1,310
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	692	(700)	7,068	5,810	6,485	3,532	3,414
Intereses Devengados	5,633	3,988	3,092	2,381	2,242	2,299	1,519
Intereses por Arrendamiento y Otros	620	619	634	657	681	241	241
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	6,253	4,607	3,726	3,038	2,923	2,540	1,760
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	30,457	17,812	22,966	20,603	20,707	13,603	12,820
Decremento (Incremento) en Clientes	(3,494)	8,957	(2,505)	1,111	4,005	(2,816)	(6,963)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(3,432)	1,949	(278)	2,469	(3,019)	701	312
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	2,121	2,909	357	(857)	(888)	2,628	(1,649)
Incremento (Decremento) en Proveedores	2,845	(2,359)	(2,627)	(1,227)	3,616	(2,499)	(1,408)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	2,215	165	3,520	1,397	753	(1,687)	3,183
Capital de trabajo	255	11,621	(1,532)	2,893	4,467	(3,673)	(6,525)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(5,692)	(5,121)	(5,134)	(6,372)	(6,101)	(2,953)	(2,754)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(5,437)	6,500	(6,666)	(3,479)	(1,634)	(6,626)	(9,279)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	25,020	24,312	16,301	17,123	19,073	6,977	3,541
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(6,476)	(8,163)	(13,654)	(14,145)	(14,667)	(3,291)	(5,368)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	203	52	34	0	0	41	34
Inversión en Activos Intangibles	0	(24)	(15)	0	0	(23)	(15)
Adquisición de Negocios	(11,214)	(362)	(934)	0	0	(28)	(934)
Disposición de Negocios	0	4,879	2,424	0	0	4,435	2,424
Dividendos Cobrados	2,024	2,193	2,147	2,224	2,305	987	893
Intereses Cobrados	1,595	1,159	1,041	806	732	923	835
Otros Activos	(327)	249	(11)	0	0	841	(11)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(14,196)	(17)	(8,968)	(11,116)	(11,629)	3,885	(2,143)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	10,824	24,295	7,333	6,008	7,444	10,862	1,397
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	78,993	71,783	35,689	4,500	4,255	26,554	35,689
Amortización de Financiamientos Bancarios	(78,706)	(82,633)	(42,283)	(5,282)	(4,414)	(29,810)	(30,014)
Amortización de Arrendamientos	(1,712)	(1,332)	(1,416)	(1,431)	(1,445)	(703)	(782)
Intereses Pagados	(5,073)	(3,386)	(2,437)	(2,381)	(2,242)	(1,988)	(864)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(620)	(619)	(634)	(657)	(681)	(241)	(241)
Financiamiento "Ajeno"	(7,117)	(16,187)	(11,081)	(5,251)	(4,527)	(6,189)	3,787
Recompra de Acciones	(236)	(225)	(258)	(268)	(278)	(95)	(123)
Dividendos Pagados	(4,028)	(5,073)	(4,072)	(4,214)	(4,370)	(3,125)	(2,044)
Financiamiento "Propio"	(4,264)	(5,298)	(4,331)	(4,482)	(4,648)	(3,219)	(2,167)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(11,382)	(21,484)	(15,412)	(9,733)	(9,175)	(9,408)	1,620
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(558)	2,811	(8,079)	(3,725)	(1,731)	1,454	3,018
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	453	4,544	(1,033)	0	0	(1,587)	(1,033)
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	16,347	16,242	23,597	14,485	10,760	16,242	23,597
Efectivo y equiv. al final del Periodo	16,242	23,597	14,485	10,760	9,029	16,109	25,581
Cifras UDM							
CAPEX de Mantenimiento	(4,498)	(5,556)	(5,243)	(5,684)	(6,285)	(4,872)	(5,684)
Flujo Libre de Efectivo	20,667	23,543	10,122	11,576	12,968	19,393	20,360
Amortización de Deuda	78,706	82,633	42,283	5,282	4,414	68,950	82,838
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	(59,609)	(70,258)	(26,890)	0	0	(47,406)	(66,022)
Amortización Neta	19,097	12,376	15,393	5,282	4,414	21,544	16,816
Intereses Netos Pagados	3,478	2,227	1,396	1,576	1,510	2,748	1,191
Servicio de la Deuda	22,575	14,602	16,789	6,858	5,924	24,293	18,006
DSCR	0.9x	1.6x	0.6x	1.7x	2.2x	0.8x	1.1x
Caja Inicial Disponible	16,347	16,242	23,597	14,485	10,760	13,010	16,109
DSCR con Caja	1.6x	2.7x	2.0x	3.8x	4.0x	1.3x	2.0x
Deuda Neta a FLE	1.5	0.6	1.6	1.7	1.6	1.5	0.8
Deuda Neta a EBITDA	1.0	0.5	0.8	0.9	1.0	1.0	0.6

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

*Estados financieros auditados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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%: 2024
t ⁰	17%: 2025
t ¹	35%: 2026
t ²	20%: 2027
t ³	15%: 2028

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 (es) anterior (es)	Programa dual de CP: HR+1
Fecha de última acción de calificación	18 de septiembre de 2025
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T24 - 2T26
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 de 2024 y 2025 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.

*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 certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA). HR Ratings LLC se encuentra registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una NRSRO para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934("HR Ratings").

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

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, 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 calificadora 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