

**GCARSO 24**  
**HR AAA**  
Perspectiva  
Estable**GCARSO 24-2**  
**HR AAA**  
Perspectiva  
Estable**GCARSO 26**  
**HR AAA**  
Perspectiva  
Estable**2024**  
**HR AAA**  
Perspectiva Estable**2025**  
**HR AAA**  
Perspectiva Estable**2026**  
**HR AAA**  
Perspectiva Estable**Ismael Rojas**

Asociado

Analista Responsable

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

Director Asociado de Corporativos / ABS

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

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos / ABS

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

## HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA con Perspectiva Estable para las emisiones vigentes de Grupo Carso

La ratificación de la calificación para las emisiones vigentes de Grupo Carso (la Empresa), que a su vez refleja la calificación corporativa de largo 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 de las Emisiones de Grupo Carso (Cifras en millones de pesos)

| Emisión     | Moneda | Fecha de colocación | Vencimiento | Tasa         | Saldo Insoluto |
|-------------|--------|---------------------|-------------|--------------|----------------|
| GCARSO 24   | MXN    | 28/5/2024           | 25/5/2027   | TIIE + 0.23% | 4,500          |
| GCARSO 24-2 | MXN    | 28/5/202            | 20/5/2031   | 10.52%       | 5,500          |
| GCARSO 26   | MXN    | 4/6/2026            | 4/6/2029    | TIIE + 0.38% | 4,500          |

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) <sup>25-28</sup> 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.
- **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.



@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

- **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          |                |                |
| <b>ACTIVOS TOTALES</b>                   | <b>280,340</b> | <b>266,865</b> | <b>254,048</b> | <b>263,697</b> | <b>276,355</b> | <b>268,932</b> | <b>259,156</b> |
| <b>Activo Circulante</b>                 | <b>122,483</b> | <b>110,813</b> | <b>108,037</b> | <b>106,408</b> | <b>105,563</b> | <b>114,556</b> | <b>120,664</b> |
| 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          |
| <b>Activos No Circulantes</b>            | <b>157,857</b> | <b>156,052</b> | <b>146,011</b> | <b>157,289</b> | <b>170,792</b> | <b>154,376</b> | <b>138,492</b> |
| 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          |
| <b>PASIVOS TOTALES</b>                   | <b>118,324</b> | <b>99,878</b>  | <b>94,476</b>  | <b>95,173</b>  | <b>97,876</b>  | <b>107,908</b> | <b>103,467</b> |
| <b>Pasivo Circulante</b>                 | <b>65,439</b>  | <b>62,334</b>  | <b>59,914</b>  | <b>63,352</b>  | <b>68,219</b>  | <b>62,911</b>  | <b>67,577</b>  |
| 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          |
| <b>Pasivos no Circulantes</b>            | <b>52,885</b>  | <b>37,544</b>  | <b>34,562</b>  | <b>31,820</b>  | <b>29,657</b>  | <b>44,997</b>  | <b>35,890</b>  |
| 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            |
| <b>CAPITAL CONTABLE</b>                  | <b>162,016</b> | <b>166,987</b> | <b>159,572</b> | <b>168,524</b> | <b>178,478</b> | <b>161,024</b> | <b>155,689</b> |
| <b>Minoritario</b>                       | <b>19,674</b>  | <b>21,607</b>  | <b>23,314</b>  | <b>26,753</b>  | <b>30,492</b>  | <b>20,394</b>  | <b>21,765</b>  |
| 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          |
| <b>Mayoritario</b>                       | <b>142,342</b> | <b>145,380</b> | <b>136,259</b> | <b>141,771</b> | <b>147,986</b> | <b>140,629</b> | <b>133,924</b> |
| 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          |
| <b>Deuda Total</b>                       | <b>47,657</b>  | <b>36,807</b>  | <b>30,661</b>  | <b>30,211</b>  | <b>30,411</b>  | <b>44,339</b>  | <b>42,348</b>  |
| <b>Deuda Neta</b>                        | <b>31,415</b>  | <b>13,210</b>  | <b>11,829</b>  | <b>13,835</b>  | <b>15,742</b>  | <b>28,231</b>  | <b>16,767</b>  |
| <b>Días Cuentas por Cobrar</b>           | <b>98</b>      | <b>101</b>     | <b>84</b>      | <b>69</b>      | <b>64</b>      | <b>103</b>     | <b>90</b>      |
| <b>Días Inventario</b>                   | <b>74</b>      | <b>77</b>      | <b>71</b>      | <b>69</b>      | <b>67</b>      | <b>78</b>      | <b>74</b>      |
| <b>Días Proveedores</b>                  | <b>51</b>      | <b>52</b>      | <b>76</b>      | <b>77</b>      | <b>77</b>      | <b>55</b>      | <b>62</b>      |

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

\*Estados financieros auditados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

|                                                      | Años Calendario |                |                |                |                | Acumulado      |                |
|------------------------------------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                      | 2024*           | 2025*          | 2026P          | 2027P          | 2028P          | 2T25           | 2T26           |
| <b>Ventas Totales</b>                                | <b>198,035</b>  | <b>191,627</b> | <b>197,783</b> | <b>210,496</b> | <b>221,404</b> | <b>91,227</b>  | <b>92,302</b>  |
| Costo de Ventas                                      | 144,131         | 141,715        | 146,837        | 155,463        | 162,743        | 67,157         | 68,193         |
| <b>Utilidad Bruta</b>                                | <b>53,904</b>   | <b>49,912</b>  | <b>50,946</b>  | <b>55,033</b>  | <b>58,661</b>  | <b>24,070</b>  | <b>24,109</b>  |
| Gastos de Operación                                  | 23,571          | 23,323         | 25,513         | 26,999         | 28,249         | 12,071         | 12,862         |
| <b>EBITDA</b>                                        | <b>30,334</b>   | <b>26,589</b>  | <b>25,433</b>  | <b>28,034</b>  | <b>30,412</b>  | <b>11,998</b>  | <b>11,247</b>  |
| <b>Depreciación y Amortización</b>                   | <b>6,827</b>    | <b>7,074</b>   | <b>6,969</b>   | <b>7,618</b>   | <b>8,408</b>   | <b>3,719</b>   | <b>3,549</b>   |
| 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            |
| <b>Utilidad Operativa antes de Otros</b>             | <b>23,507</b>   | <b>19,515</b>  | <b>18,464</b>  | <b>20,416</b>  | <b>22,003</b>  | <b>8,280</b>   | <b>7,698</b>   |
| Otros Ingresos y Gastos Netos                        | 24              | (564)          | 368            | 0              | 0              | 1,448          | 368            |
| <b>Utilidad Operativa después de Otros</b>           | <b>23,530</b>   | <b>18,950</b>  | <b>18,833</b>  | <b>20,416</b>  | <b>22,003</b>  | <b>9,728</b>   | <b>8,066</b>   |
| 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              |
| <b>Ingreso Financiero Neto</b>                       | <b>(3,941)</b>  | <b>(3,440)</b> | <b>(2,614)</b> | <b>(2,046)</b> | <b>(1,979)</b> | <b>(1,615)</b> | <b>(926)</b>   |
| Resultado Cambiario                                  | 2,616           | (2,471)        | (1,048)        | (332)          | (360)          | (1,313)        | (467)          |
| <b>Resultado Integral de Financiamiento</b>          | <b>(1,325)</b>  | <b>(5,911)</b> | <b>(3,662)</b> | <b>(2,379)</b> | <b>(2,339)</b> | <b>(2,929)</b> | <b>(1,393)</b> |
| <b>Utilidad Después del RIF</b>                      | <b>22,205</b>   | <b>13,039</b>  | <b>15,171</b>  | <b>18,037</b>  | <b>19,664</b>  | <b>6,799</b>   | <b>6,673</b>   |
| Participación en Asociadas                           | 1,308           | 867            | 1,114          | 1,154          | 1,196          | 731            | 973            |
| <b>Utilidad antes de Impuestos</b>                   | <b>23,513</b>   | <b>13,906</b>  | <b>16,284</b>  | <b>19,191</b>  | <b>20,860</b>  | <b>7,530</b>   | <b>7,646</b>   |
| <b>Impuestos sobre la Utilidad</b>                   | <b>6,902</b>    | <b>2,390</b>   | <b>4,136</b>   | <b>5,757</b>   | <b>6,258</b>   | <b>1,464</b>   | <b>1,544</b>   |
| 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)          |
| <b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b> | <b>16,611</b>   | <b>11,516</b>  | <b>12,149</b>  | <b>13,434</b>  | <b>14,602</b>  | <b>6,067</b>   | <b>6,102</b>   |
| Operaciones Discontinuadas                           | 118             | 755            | (180)          | 0              | 0              | 335            | (180)          |
| <b>Utilidad Neta Consolidada</b>                     | <b>16,728</b>   | <b>12,271</b>  | <b>11,969</b>  | <b>13,434</b>  | <b>14,602</b>  | <b>6,401</b>   | <b>5,922</b>   |
| Participación minoritaria en la utilidad             | 2,271           | 3,205          | 2,982          | 3,440          | 3,739          | 2,092          | 1,434          |
| <b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>      | <b>14,457</b>   | <b>9,065</b>   | <b>8,986</b>   | <b>9,994</b>   | <b>10,863</b>  | <b>4,310</b>   | <b>4,488</b>   |
| <b>Cifras UDM</b>                                    |                 |                |                |                |                |                |                |
| 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           |
| <b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>                                 |                 |                 |                 |                 |                 |                |                |
| 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          |
| <b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>       | <b>692</b>      | <b>(700)</b>    | <b>7,026</b>    | <b>5,880</b>    | <b>6,698</b>    | <b>3,532</b>   | <b>3,414</b>   |
| 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            |
| <b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>                    | <b>6,253</b>    | <b>4,607</b>    | <b>3,696</b>    | <b>2,964</b>    | <b>2,854</b>    | <b>2,540</b>   | <b>1,760</b>   |
| <b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>       | <b>30,457</b>   | <b>17,812</b>   | <b>27,006</b>   | <b>28,034</b>   | <b>30,412</b>   | <b>13,603</b>  | <b>12,820</b>  |
| 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          |
| <b>Capital de trabajo</b>                                       | <b>255</b>      | <b>11,621</b>   | <b>3,432</b>    | <b>3,247</b>    | <b>2,519</b>    | <b>(3,673)</b> | <b>(6,525)</b> |
| Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos                     | (5,692)         | (5,121)         | (7,269)         | (10,388)        | (11,259)        | (2,953)        | (2,754)        |
| <b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>            | <b>(5,437)</b>  | <b>6,500</b>    | <b>(3,837)</b>  | <b>(7,141)</b>  | <b>(8,741)</b>  | <b>(6,626)</b> | <b>(9,279)</b> |
| <b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>         | <b>25,020</b>   | <b>24,312</b>   | <b>23,169</b>   | <b>20,893</b>   | <b>21,671</b>   | <b>6,977</b>   | <b>3,541</b>   |
| <b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>                                 |                 |                 |                 |                 |                 |                |                |
| 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)           |
| <b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>     | <b>(14,196)</b> | <b>(17)</b>     | <b>(11,519)</b> | <b>(13,689)</b> | <b>(14,273)</b> | <b>3,885</b>   | <b>(2,143)</b> |
| <b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b> | <b>10,824</b>   | <b>24,295</b>   | <b>11,650</b>   | <b>7,203</b>    | <b>7,398</b>    | <b>10,862</b>  | <b>1,397</b>   |
| <b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>                            |                 |                 |                 |                 |                 |                |                |
| 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)          |
| <b>Financiamiento "Ajeno"</b>                                   | <b>(7,117)</b>  | <b>(16,187)</b> | <b>(11,052)</b> | <b>(5,176)</b>  | <b>(4,458)</b>  | <b>(6,189)</b> | <b>3,787</b>   |
| 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)        |
| <b>Financiamiento "Propio"</b>                                  | <b>(4,264)</b>  | <b>(5,298)</b>  | <b>(4,331)</b>  | <b>(4,482)</b>  | <b>(4,648)</b>  | <b>(3,219)</b> | <b>(2,167)</b> |
| <b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>             | <b>(11,382)</b> | <b>(21,484)</b> | <b>(15,382)</b> | <b>(9,659)</b>  | <b>(9,106)</b>  | <b>(9,408)</b> | <b>1,620</b>   |
| <b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>                | <b>(558)</b>    | <b>2,811</b>    | <b>(3,732)</b>  | <b>(2,455)</b>  | <b>(1,708)</b>  | <b>1,454</b>   | <b>3,018</b>   |
| 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         |
| <b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>                   | <b>16,242</b>   | <b>23,597</b>   | <b>18,832</b>   | <b>16,377</b>   | <b>14,669</b>   | <b>16,109</b>  | <b>25,581</b>  |
| <b>Cifras UDM</b>                                               |                 |                 |                 |                 |                 |                |                |
| CAPEX de Mantenimiento                                          | (4,498)         | (5,556)         | (5,243)         | (5,865)         | (6,641)         | (4,872)        | (5,684)        |
| <b>Flujo Libre de Efectivo</b>                                  | <b>20,667</b>   | <b>23,543</b>   | <b>16,990</b>   | <b>15,164</b>   | <b>15,210</b>   | <b>19,393</b>  | <b>20,360</b>  |
| 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          |
| <b>Servicio de la Deuda</b>                                     | <b>22,575</b>   | <b>14,602</b>   | <b>16,718</b>   | <b>6,672</b>    | <b>5,713</b>    | <b>24,293</b>  | <b>18,006</b>  |
| <b>DSCR</b>                                                     | <b>0.9x</b>     | <b>1.6x</b>     | <b>1.0x</b>     | <b>2.3x</b>     | <b>2.7x</b>     | <b>0.8x</b>    | <b>1.1x</b>    |
| Caja Inicial Disponible                                         | 16,347          | 16,242          | 23,597          | 18,832          | 16,377          | 13,010         | 16,109         |
| <b>DSCR con Caja</b>                                            | <b>1.6x</b>     | <b>2.7x</b>     | <b>2.4x</b>     | <b>5.1x</b>     | <b>5.5x</b>     | <b>1.3x</b>    | <b>2.0x</b>    |
| <b>Deuda Neta a FLE</b>                                         | <b>1.5</b>      | <b>0.6</b>      | <b>0.7</b>      | <b>0.9</b>      | <b>1.0</b>      | <b>1.5</b>     | <b>0.8</b>     |
| <b>Deuda Neta a EBITDA</b>                                      | <b>1.0</b>      | <b>0.5</b>      | <b>0.5</b>      | <b>0.5</b>      | <b>0.5</b>      | <b>1.0</b>     | <b>0.6</b>     |

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

\*Estados financieros auditados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

|                                          | Al Cierre      |                |                |                |                |                |                |
|------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                          | 2024*          | 2025*          | 2026P          | 2027P          | 2028P          | 2T25           | 2T26           |
| <b>ACTIVOS TOTALES</b>                   | <b>280,340</b> | <b>266,865</b> | <b>246,572</b> | <b>247,192</b> | <b>253,041</b> | <b>268,932</b> | <b>259,156</b> |
| <b>Activo Circulante</b>                 | <b>122,483</b> | <b>110,813</b> | <b>103,154</b> | <b>96,412</b>  | <b>94,283</b>  | <b>114,556</b> | <b>120,664</b> |
| 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          |
| <b>Activos No Circulantes</b>            | <b>157,857</b> | <b>156,052</b> | <b>143,418</b> | <b>150,780</b> | <b>158,759</b> | <b>154,376</b> | <b>138,492</b> |
| 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          |
| <b>PASIVOS TOTALES</b>                   | <b>118,324</b> | <b>99,878</b>  | <b>89,877</b>  | <b>86,752</b>  | <b>89,339</b>  | <b>107,908</b> | <b>103,467</b> |
| <b>Pasivo Circulante</b>                 | <b>65,439</b>  | <b>62,334</b>  | <b>54,413</b>  | <b>53,657</b>  | <b>59,210</b>  | <b>62,911</b>  | <b>67,577</b>  |
| 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          |
| <b>Pasivos no Circulantes</b>            | <b>52,885</b>  | <b>37,544</b>  | <b>35,464</b>  | <b>33,095</b>  | <b>30,129</b>  | <b>44,997</b>  | <b>35,890</b>  |
| 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            |
| <b>CAPITAL CONTABLE</b>                  | <b>162,016</b> | <b>166,987</b> | <b>156,694</b> | <b>160,441</b> | <b>163,703</b> | <b>161,024</b> | <b>155,689</b> |
| <b>Minoritario</b>                       | <b>19,674</b>  | <b>21,607</b>  | <b>22,577</b>  | <b>24,683</b>  | <b>26,709</b>  | <b>20,394</b>  | <b>21,765</b>  |
| 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          |
| <b>Mayoritario</b>                       | <b>142,342</b> | <b>145,380</b> | <b>134,118</b> | <b>135,757</b> | <b>136,994</b> | <b>140,629</b> | <b>133,924</b> |
| 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          |
| <b>Deuda Total</b>                       | <b>47,657</b>  | <b>36,807</b>  | <b>30,661</b>  | <b>30,211</b>  | <b>30,411</b>  | <b>44,339</b>  | <b>42,348</b>  |
| <b>Deuda Neta</b>                        | <b>31,415</b>  | <b>13,210</b>  | <b>16,176</b>  | <b>19,452</b>  | <b>21,382</b>  | <b>28,231</b>  | <b>16,767</b>  |
| <b>Días Cuentas por Cobrar</b>           | <b>98</b>      | <b>101</b>     | <b>88</b>      | <b>73</b>      | <b>67</b>      | <b>103</b>     | <b>90</b>      |
| <b>Días Inventario</b>                   | <b>74</b>      | <b>77</b>      | <b>74</b>      | <b>72</b>      | <b>73</b>      | <b>78</b>      | <b>74</b>      |
| <b>Días Proveedores</b>                  | <b>51</b>      | <b>52</b>      | <b>73</b>      | <b>70</b>      | <b>73</b>      | <b>55</b>      | <b>62</b>      |

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

\*Estados financieros auditados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

|                                                      | Años Calendario |                |                |                |                | Acumulado      |                |
|------------------------------------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                      | 2024*           | 2025*          | 2026P          | 2027P          | 2028P          | 2T25           | 2T26           |
| <b>Ventas Totales</b>                                | <b>198,035</b>  | <b>191,627</b> | <b>184,071</b> | <b>186,330</b> | <b>187,109</b> | <b>91,227</b>  | <b>92,302</b>  |
| Costo de Ventas                                      | 144,131         | 141,715        | 137,226        | 139,238        | 139,913        | 67,157         | 68,193         |
| <b>Utilidad Bruta</b>                                | <b>53,904</b>   | <b>49,912</b>  | <b>46,845</b>  | <b>47,092</b>  | <b>47,196</b>  | <b>24,070</b>  | <b>24,109</b>  |
| Gastos de Operación                                  | 23,571          | 23,323         | 25,452         | 26,490         | 26,489         | 12,071         | 12,862         |
| <b>EBITDA</b>                                        | <b>30,334</b>   | <b>26,589</b>  | <b>21,393</b>  | <b>20,603</b>  | <b>20,707</b>  | <b>11,998</b>  | <b>11,247</b>  |
| <b>Depreciación y Amortización</b>                   | <b>6,827</b>    | <b>7,074</b>   | <b>6,969</b>   | <b>7,438</b>   | <b>8,053</b>   | <b>3,719</b>   | <b>3,549</b>   |
| 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            |
| <b>Utilidad Operativa antes de Otros</b>             | <b>23,507</b>   | <b>19,515</b>  | <b>14,424</b>  | <b>13,165</b>  | <b>12,654</b>  | <b>8,280</b>   | <b>7,698</b>   |
| Otros Ingresos y Gastos Netos                        | 24              | (564)          | 368            | 0              | 0              | 1,448          | 368            |
| <b>Utilidad Operativa después de Otros</b>           | <b>23,530</b>   | <b>18,950</b>  | <b>14,793</b>  | <b>13,165</b>  | <b>12,654</b>  | <b>9,728</b>   | <b>8,066</b>   |
| 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              |
| <b>Ingreso Financiero Neto</b>                       | <b>(3,941)</b>  | <b>(3,440)</b> | <b>(2,686)</b> | <b>(2,232)</b> | <b>(2,190)</b> | <b>(1,615)</b> | <b>(926)</b>   |
| Resultado Cambiario                                  | 2,616           | (2,471)        | (1,048)        | (332)          | (360)          | (1,313)        | (467)          |
| <b>Resultado Integral de Financiamiento</b>          | <b>(1,325)</b>  | <b>(5,911)</b> | <b>(3,734)</b> | <b>(2,564)</b> | <b>(2,550)</b> | <b>(2,929)</b> | <b>(1,393)</b> |
| <b>Utilidad Después del RIF</b>                      | <b>22,205</b>   | <b>13,039</b>  | <b>11,059</b>  | <b>10,601</b>  | <b>10,104</b>  | <b>6,799</b>   | <b>6,673</b>   |
| Participación en Asociadas                           | 1,308           | 867            | 1,114          | 1,154          | 1,196          | 731            | 973            |
| <b>Utilidad antes de Impuestos</b>                   | <b>23,513</b>   | <b>13,906</b>  | <b>12,173</b>  | <b>11,755</b>  | <b>11,299</b>  | <b>7,530</b>   | <b>7,646</b>   |
| <b>Impuestos sobre la Utilidad</b>                   | <b>6,902</b>    | <b>2,390</b>   | <b>2,902</b>   | <b>3,526</b>   | <b>3,390</b>   | <b>1,464</b>   | <b>1,544</b>   |
| 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)          |
| <b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b> | <b>16,611</b>   | <b>11,516</b>  | <b>9,271</b>   | <b>8,228</b>   | <b>7,910</b>   | <b>6,067</b>   | <b>6,102</b>   |
| Operaciones Discontinuadas                           | 118             | 755            | (180)          | 0              | 0              | 335            | (180)          |
| <b>Utilidad Neta Consolidada</b>                     | <b>16,728</b>   | <b>12,271</b>  | <b>9,091</b>   | <b>8,228</b>   | <b>7,910</b>   | <b>6,401</b>   | <b>5,922</b>   |
| Participación minoritaria en la utilidad             | 2,271           | 3,205          | 2,246          | 2,107          | 2,025          | 2,092          | 1,434          |
| <b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>      | <b>14,457</b>   | <b>9,065</b>   | <b>6,845</b>   | <b>6,121</b>   | <b>5,884</b>   | <b>4,310</b>   | <b>4,488</b>   |
| <b>Cifras UDM</b>                                    |                 |                |                |                |                |                |                |
| 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      |                |
|-----------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
|                                                                 |                 | 2025*           | 2026P           | 2027P           | 2028P           | 2T25           | 2T26           |
| <b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>                                 |                 |                 |                 |                 |                 |                |                |
| 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          |
| <b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>       | <b>692</b>      | <b>(700)</b>    | <b>7,068</b>    | <b>5,810</b>    | <b>6,485</b>    | <b>3,532</b>   | <b>3,414</b>   |
| 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            |
| <b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>                    | <b>6,253</b>    | <b>4,607</b>    | <b>3,726</b>    | <b>3,038</b>    | <b>2,923</b>    | <b>2,540</b>   | <b>1,760</b>   |
| <b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>       | <b>30,457</b>   | <b>17,812</b>   | <b>22,966</b>   | <b>20,603</b>   | <b>20,707</b>   | <b>13,603</b>  | <b>12,820</b>  |
| 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          |
| <b>Capital de trabajo</b>                                       | <b>255</b>      | <b>11,621</b>   | <b>(1,532)</b>  | <b>2,893</b>    | <b>4,467</b>    | <b>(3,673)</b> | <b>(6,525)</b> |
| Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos                     | (5,692)         | (5,121)         | (5,134)         | (6,372)         | (6,101)         | (2,953)        | (2,754)        |
| <b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>            | <b>(5,437)</b>  | <b>6,500</b>    | <b>(6,666)</b>  | <b>(3,479)</b>  | <b>(1,634)</b>  | <b>(6,626)</b> | <b>(9,279)</b> |
| <b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>         | <b>25,020</b>   | <b>24,312</b>   | <b>16,301</b>   | <b>17,123</b>   | <b>19,073</b>   | <b>6,977</b>   | <b>3,541</b>   |
| <b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>                                 |                 |                 |                 |                 |                 |                |                |
| 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)           |
| <b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>     | <b>(14,196)</b> | <b>(17)</b>     | <b>(8,968)</b>  | <b>(11,116)</b> | <b>(11,629)</b> | <b>3,885</b>   | <b>(2,143)</b> |
| <b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b> | <b>10,824</b>   | <b>24,295</b>   | <b>7,333</b>    | <b>6,008</b>    | <b>7,444</b>    | <b>10,862</b>  | <b>1,397</b>   |
| <b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>                            |                 |                 |                 |                 |                 |                |                |
| 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)          |
| <b>Financiamiento "Ajeno"</b>                                   | <b>(7,117)</b>  | <b>(16,187)</b> | <b>(11,081)</b> | <b>(5,251)</b>  | <b>(4,527)</b>  | <b>(6,189)</b> | <b>3,787</b>   |
| 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)        |
| <b>Financiamiento "Propio"</b>                                  | <b>(4,264)</b>  | <b>(5,298)</b>  | <b>(4,331)</b>  | <b>(4,482)</b>  | <b>(4,648)</b>  | <b>(3,219)</b> | <b>(2,167)</b> |
| <b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>             | <b>(11,382)</b> | <b>(21,484)</b> | <b>(15,412)</b> | <b>(9,733)</b>  | <b>(9,175)</b>  | <b>(9,408)</b> | <b>1,620</b>   |
| <b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>                | <b>(558)</b>    | <b>2,811</b>    | <b>(8,079)</b>  | <b>(3,725)</b>  | <b>(1,731)</b>  | <b>1,454</b>   | <b>3,018</b>   |
| 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         |
| <b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>                   | <b>16,242</b>   | <b>23,597</b>   | <b>14,485</b>   | <b>10,760</b>   | <b>9,029</b>    | <b>16,109</b>  | <b>25,581</b>  |
| <b>Cifras UDM</b>                                               |                 |                 |                 |                 |                 |                |                |
| CAPEX de Mantenimiento                                          | (4,498)         | (5,556)         | (5,243)         | (5,684)         | (6,285)         | (4,872)        | (5,684)        |
| <b>Flujo Libre de Efectivo</b>                                  | <b>20,667</b>   | <b>23,543</b>   | <b>10,122</b>   | <b>11,576</b>   | <b>12,968</b>   | <b>19,393</b>  | <b>20,360</b>  |
| 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          |
| <b>Servicio de la Deuda</b>                                     | <b>22,575</b>   | <b>14,602</b>   | <b>16,789</b>   | <b>6,858</b>    | <b>5,924</b>    | <b>24,293</b>  | <b>18,006</b>  |
| <b>DSCR</b>                                                     | <b>0.9x</b>     | <b>1.6x</b>     | <b>0.6x</b>     | <b>1.7x</b>     | <b>2.2x</b>     | <b>0.8x</b>    | <b>1.1x</b>    |
| Caja Inicial Disponible                                         | 16,347          | 16,242          | 23,597          | 14,485          | 10,760          | 13,010         | 16,109         |
| <b>DSCR con Caja</b>                                            | <b>1.6x</b>     | <b>2.7x</b>     | <b>2.0x</b>     | <b>3.8x</b>     | <b>4.0x</b>     | <b>1.3x</b>    | <b>2.0x</b>    |
| <b>Deuda Neta a FLE</b>                                         | <b>1.5</b>      | <b>0.6</b>      | <b>1.6</b>      | <b>1.7</b>      | <b>1.6</b>      | <b>1.5</b>     | <b>0.8</b>     |
| <b>Deuda Neta a EBITDA</b>                                      | <b>1.0</b>      | <b>0.5</b>      | <b>0.8</b>      | <b>0.9</b>      | <b>1.0</b>      | <b>1.0</b>     | <b>0.6</b>     |

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

\*Estados financieros auditados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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.



**Ponderación de Periodos**

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| t <sup>-1</sup> | 13%: 2024 |
| t <sup>0</sup>  | 17%: 2025 |
| t <sup>1</sup>  | 35%: 2026 |
| t <sup>2</sup>  | 20%: 2027 |
| t <sup>3</sup>  | 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)                                                                                                                                                                                                     | *GCARSO 24: HR AAA con Perspectiva Estable<br>*GCARSO 24-2: HR AAA con Perspectiva Estable<br>**GCARSO 26: HR AAA con Perspectiva Estable                 |
| Fecha de última acción de calificación                                                                                                                                                                                              | *18 de septiembre de 2025<br>**13 de mayo de 2026                                                                                                         |
| 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 de 1934("HR Ratings").

\*\*Para más información con respecto a esta(s) metodología(ías), favor de consultar [www.hrratings.com/methodology/](http://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](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings, o un tercero, han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

**Contacto con Medios**  
[comunicaciones@hrratings.com](mailto:comunicaciones@hrratings.com)



@HRRATINGS



HR RATINGS



[WWW.HRRATINGS.COM](http://WWW.HRRATINGS.COM)



HR RATINGS