

INCARSO LP
HR AAA
Perspectiva
Estable

INCARSO CP
HR+1

Corporativos
16 de diciembre de 2025
A NRSRO Rating**

2023
HR AAA
Perspectiva Estable

2024
HR AAA
Perspectiva Estable

2025
HR AAA
Perspectiva Estable



Jesús Pineda

Subdirector de Corporativos
Analista Responsable

jesus.pineda@hrratings.com



Alfredo Márquez

Analista Sr.

alfredo.marquez@hrratings.com



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos / ABS

heinz.cederborg@hrratings.com

HR Ratings ratificó las calificaciones de HR AAA con Perspectiva Estable y HR+1 para Inmuebles Carso

La ratificación de las calificaciones para Inmuebles Carso S.A. de C.V. (Incarso y/o la Empresa) se basa en la generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE), el cual está en línea con nuestras estimaciones y que alcanzó P\$3,748m en 2024 (vs. P\$3,883m en nuestro escenario base). De igual forma, los niveles de endeudamiento se ubicaron en P\$3,999m en 2024 en línea con nuestro escenario base en nuestro escenario base, lo que sumado a un servicio de la deuda negativo y deuda neta negativa, resultaron en los máximos niveles de fortaleza para las métricas DSCR, DSCR con Caja y Deuda Neta a FLE (Años de Pago) con 2.3 veces (x), 4.2x y 0 años respectivamente. En términos operativos, los ingresos estuvieron 3.4% por arriba de nuestras estimaciones en 2024, mientras que al acumulado 3T25 estuvieron +2.4%. Por su parte, el EBITDA mantuvo una tendencia similar con un crecimiento de 4.3% en 2024 y +3.0% en el acumulado al 3T25 respecto a nuestros escenarios. El incremento en ingresos y EBITDA se deben principalmente por mayores ingresos por arrendamiento y hotelería que lograron contrarrestar la caída en la venta de inmobiliario. Cabe mencionar que HR Ratings ya incorporaba la disminución en la venta de inmobiliario y propiedades de inversión, debido a la ciclicidad del negocio.

Para los años proyectados estimamos que la Empresa continúe con la disminución en la venta de inventario, lo cual sería compensado por el crecimiento en ingresos por rentas y hotelería apoyados por un crecimiento en línea con las expectativas de inflación por HR Ratings y crecimiento en la industria hotelera. Además, estimamos que la Empresa continúe registrando eficiencias operativas en términos de costos y gastos que se reflejen en un FLE de P\$3,688 millones (m) en 2028. Esperamos que la Empresa continúe con una deuda neta negativa, así como un servicio de deuda negativo en los años proyectados. En particular, estimamos que la Empresa refinancié los créditos bancarios de P\$1,287m con INBURSA en el cuarto trimestre de 2025 (4T25), con lo que alcanzaría una deuda total de P\$1,300m al cierre del 2028 y continuaría con una deuda neta negativa



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

de P\$156m para el mismo año. Finalmente, la calificación considera la fuerte vinculación con Grupo Carso y Banco Inbursa, así como la diversificación de ingresos.

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

Ejercicio Fiscal	Reportado		Escenario Base				Escenario de Estrés				Prom. Ponderado		Grado de Estrés
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	Base	Estrés	
Ventas Totales	6,841	6,392	6,544	6,667	6,308	6,553	6,291	6,043	5,735	5,737	6,540	5,889	-9.9%
EBITDA	3,725	3,883	4,070	4,167	3,952	4,115	3,790	3,414	3,103	3,126	4,094	3,263	-20.3%
Margen EBITDA	54.5%	60.7%	62.2%	62.5%	62.7%	62.8%	60.2%	56.5%	54.1%	54.5%	62.6%	55.4%	-722pb
Flujo Libre de Efectivo	4,295	3,748	2,825	3,573	3,367	3,688	2,560	2,682	2,535	2,692	3,538	2,642	-25.3%
Servicio de la Deuda	-111	-374	3,666	-263	-191	-93	3,692	-219	-108	16	-206	-137	-33.6%
Deuda Total	3,996	3,999	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	2,600	1,300	1,579	21.4%
Deuda Neta	-753	-2,655	-2,784	-2,260	-1,003	-156	-2,578	-1,878	251	1,881	-1,450	-464	-68.0%
DSCR*	-38.6x	-10.0x	0.8x	-13.6x	-17.7x	-39.5x	0.7x	-12.3x	-23.5x	172.1x	-20.3x	24.0x	-218.5%
DSCR con Caja*	-58.3x	-22.7x	2.6x	-29.1x	-36.3x	-64.1x	2.5x	-30.0x	-53.0x	239.2x	-38.7x	21.1x	-154.6%
Deuda Neta a FLE*	-0.2	-0.7	-1.0	-0.6	-0.3	-0.0	-1.0	-0.7	0.1	0.7	-0.4	-0.2	-58.1%
ACP	2.1	2.1	2.3	2.3	2.2	2.1	2.3	2.3	2.2	2.0	2.2	2.2	-1.3%

Fuente: HR Ratings con base en sus proyecciones e información histórica de la Empresa.
*Con base en nuestra metodología, los valores de máxima fortaleza en nuestras métricas DSCR, DSCR con Caja, Años de Pago y ACP son 2.3x, 4.2x, 0, 1.7 respectivamente.
**El servicio de la deuda es la suma de pagos de principal y gasto neto por intereses. Por lo que si es negativo las métricas DSCR y DSCR se encuentran los máximo nivel de fortaleza.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- Ingresos Totales.** En 2024, los ingresos totales registraron una disminución de 6.5% respecto al periodo anterior. Esto se debió a una disminución de 44.2% en los ingresos de venta de inmobiliario y propiedades de inversión por la ciclicidad del segmento en el que se construye y vende propiedades bajo contrato de largo plazo. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por un crecimiento de 5.8% en los ingresos por rentas. No obstante, lo anterior estaba incorporado en nuestros escenarios con lo que los ingresos totales estuvieron +3.4% en 2024 y +2.4% en el acumulado al 3T25 respecto a nuestro escenario base.
- EBITDA.** A pesar de una disminución en los ingresos totales, la Empresa logró un decremento en los costos totales de 25.2%, y gastos operativos en línea con 2024. Como resultado, el EBITDA tuvo un crecimiento anual de 4.2% reflejándose en un margen EBITDA de 60.7%. Cabe mencionar que en el acumulado al 3T25, los niveles de EBITDA incrementaron 6.3% respecto al periodo anterior apoyado por la recuperación en los ingresos totales y costos.
- Deuda.** La Empresa realizó la amortización total de principal e intereses de la Emisión INCARSO 15 por un monto de P\$4,159.8m realizada en su fecha de vencimiento legal, 7 de agosto de 2025. Al cierre del 3T25, la Empresa registró una deuda total de P\$1,287m, la cual está compuesta por créditos bancarios con INBURSA con tasa fija.

Expectativas para Periodos Futuros

- Ingresos.** Estimamos que INCARSO alcance ingresos totales por P\$6,553m en 2028 por una disminución en la venta de inventario disponible en línea con lo mostrado históricamente, así como por la ciclicidad del segmento. No obstante, nuestros modelos incorporan un crecimiento en los arrendamientos e ingresos por hotelería que logren contrarrestar la caída en la venta de inventario. De esta manera, proyectamos que los ingresos por rentas registren una TMAC₂₄₋₂₈ de 4.2%.
- Resultados Operativos.** Estimamos una mejora gradual en los márgenes de la Empresa durante el periodo proyectado principalmente por una mayor participación de los ingresos por arrendamiento, una disminución de los

costos de ventas de inmuebles, y crecimientos estables en sus gastos de administración y de operación. Como resultado, el margen bruto y EBITDA alcanzarían 73.6% y 62.8%, respectivamente en 2028.

- **Niveles de Deuda.** Proyectamos un saldo de deuda total de P\$1,300m en 2028 (vs. P\$1,287m al 3T25) y una deuda neta negativa de P\$156m, debido al refinanciamiento de sus créditos con INBURSA al 3T25. Dado los niveles de FLE y mínimas presiones en el servicio de deuda, estimamos que las métricas de deuda de DSCR, DSCR con Caja y Años de Pago se encuentren en los niveles máximos de fortaleza.

Factores Adicionales Considerados

- **Fuerte Vinculación con Grupo Carso, Banco Inbursa.** En el caso de un escenario con condiciones económicas y financieras adversas, se considera que la Empresa cuenta con el respaldo de Grupo Carso y Banco Inbursa, ambas con calificaciones de HR AAA con Perspectiva Estable y HR+1¹.
- **Diversificación de Ingresos.** Inmuebles Carso mantiene una robusta cartera de proyectos en el desarrollo de viviendas, oficinas, centros comerciales, hospitales, etc.; por lo que cuenta con tres líneas de negocio: renta de inmuebles, venta de inmuebles y hotelería, lo que le permite reducir el riesgo.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Estructura de deuda.** En un escenario donde la Empresa haga mayores disposiciones a las estimadas o cambien los términos y condiciones de la deuda adicional incurrida y, con ello, el servicio de deuda se vea negativamente impactado. Con lo anterior, las métricas como DSCR podrían disminuir a 1.4x y la calificación podría revisarse a la baja.
- **Aumento en Capital de Trabajo.** En un escenario donde la Empresa registre mayores presiones en el capital de trabajo que no logren ser compensadas por los resultados operativos a través del EBITDA, y con ello, el DSCR con Caja disminuya a 2.4x, la calificación podría verse negativamente impactada.

¹ Las calificaciones de Grupo Carso se ratificaron el 18 de septiembre de 2025, mientras que las de Banco Inbursa el 2 de diciembre de 2025.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Balance General (en millones de P\$)

	2023*	2024*	Al Cierre				Al Cierre	
			2025P	2026P	2027P	2028P	3T24	3T25
ACTIVOS TOTALES	92,397	98,569	100,647	104,368	107,908	111,561	96,726	99,770
Activo Circulante	7,923	9,993	8,362	7,942	6,806	5,946	9,560	8,409
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,750	6,654	4,084	3,560	2,303	1,456	6,134	4,100
Cuentas por Cobrar a Clientes	408	743	800	862	919	934	554	850
Otras Cuentas por Cobrar Neto	797	975	1,067	1,018	990	956	1,053	1,130
Inventarios	1,490	799	500	517	539	546	1,043	428
Otros Activos Circulantes	479	823	1,911	1,984	2,055	2,055	776	1,900
Activos No Circulantes	84,474	88,576	92,285	96,426	101,102	105,615	87,167	91,361
Inversiones en Asociadas	3,946	4,053	4,168	4,213	4,255	4,300	3,968	4,152
Propiedades de Inversión	75,655	79,524	83,244	87,222	91,722	96,058	78,381	82,361
Planta, Propiedad y Equipo	2,657	2,932	2,908	2,970	3,047	3,118	2,631	2,891
Impuestos Diferidos	326	318	480	480	480	480	420	480
Otros Activos No Circulantes	1,889	1,750	1,485	1,541	1,597	1,658	1,765	1,476
Pagos Anticipados	360	272	143	148	154	160	305	142
Otros Activos de LP	1,530	1,478	1,342	1,393	1,443	1,499	1,461	1,334
PASIVOS TOTALES	17,351	18,532	16,834	17,488	18,103	18,756	18,170	16,511
Pasivo Circulante	1,712	6,149	2,236	2,238	2,244	2,276	5,822	3,390
Pasivo con Costo	0	3,999	0	0	0	0	3,998	1,287
Proveedores	187	350	276	402	489	569	207	208
Impuestos por Pagar	208	281	188	197	207	217	158	186
Otros sin Costo	1,318	1,519	1,772	1,639	1,548	1,491	1,459	1,709
Pasivos no Circulantes	15,639	12,383	14,598	15,250	15,859	16,480	12,348	13,121
Pasivo con Costo	3,996	0	1,300	1,300	1,300	1,300	0	0
Impuestos Diferidos	11,560	12,295	13,169	13,816	14,420	15,036	12,243	12,992
Otros Pasivos No Circulantes	83	88	129	134	139	144	105	128
CAPITAL CONTABLE	75,045	80,037	83,813	86,880	89,805	92,805	78,556	83,259
Minoritario	5,196	5,399	5,292	5,581	5,850	6,125	5,106	5,259
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	4,795	4,955	4,816	5,292	5,581	5,850	4,771	4,816
Utilidad del Ejercicio	402	444	476	289	270	275	336	443
Mayoritario	69,849	74,638	78,521	81,300	83,955	86,680	73,450	78,000
Capital Contribuido	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262
Utilidades Acumuladas y Otros	61,309	65,536	70,170	73,940	76,800	79,471	65,724	70,540
Utilidad del Ejercicio	4,278	4,839	4,089	3,098	2,892	2,947	3,464	3,198
Deuda Total	3,996	3,999	1,300	1,300	1,300	1,300	3,998	1,287
Deuda Neta	-753	-2,655	-2,784	-2,260	-1,003	-156	-2,136	-2,813
Días Cuentas por Cobrar	24	33	47	44	45	45	29	46
Días Inventario	278	217	102	103	104	105	252	116
Días Proveedores	31	53	72	80	79	74	45	75

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Estado de Resultados (en millones de P\$)

	Año Calendario						Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2028P	3T24	3T25
Ventas Totales	6,841	6,392	6,544	6,667	6,308	6,553	4,553	4,722
Costo de Ventas	2,401	1,795	1,763	1,780	1,678	1,730	1,283	1,264
Utilidad Bruta	4,439	4,597	4,781	4,887	4,630	4,823	3,270	3,458
Gastos de Operación	714	715	711	720	678	708	498	512
EBITDA	3,725	3,883	4,070	4,167	3,952	4,115	2,772	2,946
Depreciación y Amortización	64	63	68	72	73	75	44	51
Utilidad Operativa antes de Otros	3,662	3,820	4,001	4,095	3,878	4,040	2,728	2,896
Otros Ingresos y Gastos Netos	-111	-27	-36	-32	-35	-35	-33	-1
Utilidad Operativa después de Otros	3,550	3,793	3,966	4,063	3,843	4,005	2,695	2,895
Ingresos por Intereses	436	711	581	378	305	208	538	440
Otros Productos Financieros	27	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	324	337	248	114	114	114	254	220
Otros Gastos Financieros	32	0	0	0	0	0	27	0
Ingreso Financiero Neto	106	374	333	263	191	93	258	220
Resultado Cambiario	-15	-2	-10	0	0	0	18	-10
Utilidad en ganancia de propiedades de inversión	1,704	2,072	1,269	0	0	0	1,521	1,269
Resultado Integral de Financiamiento	1,796	2,443	1,592	263	191	93	1,797	1,479
Utilidad Después del RIF	5,346	6,236	5,557	4,326	4,034	4,098	4,492	4,374
Participación en Asociadas	511	569	507	512	483	504	431	371
Utilidad antes de Impuestos	5,857	6,805	6,065	4,838	4,517	4,602	4,924	4,745
Impuestos sobre la Utilidad	1,178	1,522	1,500	1,451	1,355	1,381	1,124	1,104
Impuestos Causados	707	1,048	783	804	751	765	780	564
Impuestos Diferidos	470	474	716	647	604	616	344	540
Utilidad Neta Consolidada	4,679	5,283	4,565	3,387	3,162	3,221	3,799	3,641
Participación minoritaria en la utilidad	402	444	476	289	270	275	336	443
Participación mayoritaria en la utilidad	4,278	4,839	4,089	3,098	2,892	2,947	3,464	3,198
Cambio en Ventas	5.1%	-6.5%	2.4%	1.9%	-5.4%	3.9%	-13.7%	5.6%
Margen Bruto	64.9%	71.9%	73.1%	73.3%	73.4%	73.6%	71.2%	72.9%
Margen EBITDA	54.5%	60.7%	62.2%	62.5%	62.7%	62.8%	59.8%	61.8%
Tasa de Impuestos	20.1%	22.4%	24.7%	30.0%	30.0%	30.0%	20.9%	22.7%
Ventas Netas a PP&E	2.6	2.2	2.3	2.2	2.1	2.1	2.4	2.3
ROCE	76.6%	92.2%	102.8%	105.5%	98.9%	99.9%	86.7%	102.0%
Tasa Pasiva	8.1%	8.4%	8.3%	8.8%	8.8%	8.8%	8.3%	8.6%
Tasa Activa	11.3%	11.4%	8.6%	7.8%	7.7%	7.2%	11.9%	8.6%

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

*Proyecciones a partir del 4T25.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Flujo de Efectivo (en millones de P\$)

	Años Calendario						Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2028P	3T24	3T25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	5,857	6,805	6,065	4,838	4,517	4,602	4,924	4,745
Depreciación	64	63	68	72	73	75	44	51
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	346	274	0	0	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	173	0	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-511	-569	-136	-512	-483	-504	431	0
Intereses a Favor	324	337	292	-378	-305	-208	494	433
Otras Partidas de Inversión	-1,704	-2,072	-1,770	0	0	0	-1,990	-1,770
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	-1,308	-1,967	-1,546	-818	-715	-636	-1,020	-1,286
Intereses Devengados	-436	-711	-185	114	114	114	-236	-213
Intereses por Arrendamiento y Otros	13	34	0	0	0	0	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	-423	-677	-185	114	114	114	-236	-213
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	4,126	4,161	4,334	4,134	3,916	4,080	3,667	3,245
Decremento (Incremento) en Clientes	-68	-310	-57	-62	-57	-15	0	-107
Decremento (Incremento) en Inventarios	973	310	73	-17	-22	-7	380	145
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-287	-480	-1,253	-80	-99	-27	-780	-1,297
Incremento (Decremento) en Proveedores	43	163	188	126	87	80	20	120
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-166	273	-498	-119	-76	-42	-475	-564
Capital de trabajo	495	-43	-1,547	-153	-166	-11	-856	-1,703
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-707	-779	-339	-804	-751	-765	-170	-119
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-212	-822	-1,885	-957	-917	-776	-1,026	-1,822
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	3,914	3,339	2,448	3,177	2,999	3,304	2,641	1,424
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inver. de acciones con carácter perm.	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-699	-1,986	-2,627	-4,112	-4,651	-4,482	-990	-1,710
Dividendos Cobrados	460	447	445	467	441	459	330	325
Intereses Cobrados	436	711	574	378	305	208	236	433
Otros Activos	-791	46	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-595	-781	-1,607	-3,267	-3,905	-3,815	-424	-952
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	3,319	2,558	841	-90	-906	-511	2,217	472
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	0	360	2,587	0	0	0	35	1,287
Amortización de Financiamientos Bancarios	0	-360	-5,287	0	0	0	0	-4,000
Intereses Pagados	-324	-337	-241	-114	-114	-114	-494	-213
Otros	0	0	-99	0	0	0	-373	-99
Financiamiento "Ajeno"	-324	-337	-3,041	-114	-114	-114	-832	-3,025
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	-32	-7	0	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	-394	-334	-370	-320	-237	-221	0	0
Financiamiento "Propio"	-425	-341	-370	-320	-237	-221	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-750	-679	-3,410	-434	-351	-336	-832	-3,025
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	2,569	1,880	-2,570	-524	-1,257	-847	1,385	-2,554
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-15	24	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	2,195	4,750	6,654	4,084	3,560	2,303	4,750	6,654
Efectivo y equiv. al final del Periodo	4,750	6,654	4,084	3,560	2,303	1,456	6,134	4,100
Últimos Doce Meses (UDM):							UDM:	
CAPEX de Mantenimiento	-64	-63	-68	-72	-73	-75	-60	-69
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	4,295	3,748	2,825	3,573	3,367	3,688	4,015	2,519
Amortización de Deuda	0	360	5,287	0	0	0	0	4,360
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	0	-360	-1,288	0	0	0	0	-362
Amortización Neta	0	0	3,999	0	0	0	0	3,998
Intereses Netos Pagados	-111	-374	-333	-263	-191	-93	204	-852
Servicio de la Deuda	-111	-374	3,666	-263	-191	-93	204	3,146
DSCR*	(38.6)	(10.0)	0.8	(13.6)	(17.7)	(39.5)	19.7	0.8
Caja Inicial Disponible	2,195	4,750	6,654	4,084	3,560	2,303	4,126	6,134
DSCR con Caja*	(58.3)	(22.7)	2.6	(29.1)	(36.3)	(64.1)	40.0	2.8
Deuda Neta a FLE*	(0.2)	(0.7)	(1.0)	(0.6)	(0.3)	(0.0)	(0.5)	(1.1)
Deuda Neta a EBITDA	(0.2)	(0.7)	(0.7)	(0.5)	(0.3)	(0.0)	(0.6)	(0.7)

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

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Estrés: Balance General (en millones de P\$)

	Al Cierre						Al Cierre	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2028P	3T24	3T25
ACTIVOS TOTALES	92,397	98,569	100,346	103,205	105,879	109,793	96,726	99,770
Activo Circulante	7,923	9,993	8,151	7,608	5,606	5,282	9,560	8,409
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,750	6,654	3,878	3,178	1,049	719	6,134	4,100
Cuentas por Cobrar a Clientes	408	743	800	796	858	864	554	850
Otras Cuentas por Cobrar Neto	797	975	1,026	1,056	997	971	1,053	1,130
Inventarios	1,490	799	536	579	621	646	1,043	428
Otros Activos Circulantes	479	823	1,911	1,998	2,081	2,081	776	1,900
Activos No Circulantes	84,474	88,576	92,195	95,597	100,273	104,511	87,167	91,361
Inversiones en Asociadas	3,946	4,053	4,164	4,201	4,234	4,267	3,968	4,152
Propiedades de Inversión	75,655	79,524	83,159	86,419	90,919	94,992	78,381	82,361
Planta, Propiedad y Equipo	2,657	2,932	2,907	2,945	3,023	3,086	2,631	2,891
Impuestos Diferidos	326	318	480	480	480	480	420	480
Otros Activos No Circulantes	1,889	1,750	1,485	1,553	1,617	1,686	1,765	1,476
Pagos Anticipados	360	272	143	150	156	162	305	142
Otros Activos de LP	1,530	1,478	1,342	1,403	1,461	1,524	1,461	1,334
PASIVOS TOTALES	17,351	18,532	16,772	17,171	17,604	19,322	18,170	16,511
Pasivo Circulante	1,712	6,149	2,219	2,085	2,047	2,007	5,822	3,390
Pasivo con Costo	0	3,999	0	0	0	0	3,998	1,287
Proveedores	187	350	211	324	441	514	207	208
Impuestos por Pagar	208	281	188	195	205	215	158	186
Otros sin Costo	1,318	1,519	1,820	1,566	1,401	1,278	1,459	1,709
Pasivos no Circulantes	15,639	12,383	14,552	15,086	15,557	17,315	12,348	13,121
Pasivo con Costo	3,996	0	1,300	1,300	1,300	2,600	0	0
Impuestos Diferidos	11,560	12,295	13,123	13,651	14,116	14,568	12,243	12,992
Otros Pasivos No Circulantes	83	88	129	135	141	147	105	128
CAPITAL CONTABLE	75,045	80,037	83,574	86,034	88,275	90,471	78,556	83,259
Minoritario	5,196	5,399	5,283	5,519	5,727	5,928	5,106	5,259
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	4,795	4,955	4,816	5,283	5,519	5,727	4,771	4,816
Utilidad del Ejercicio	402	444	467	235	208	202	336	443
Mayoritario	69,849	74,638	78,291	80,515	82,549	84,543	73,450	78,000
Capital Contribuido	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262	4,262
Utilidades Acumuladas y Otros	61,309	65,536	70,170	73,726	76,059	78,116	65,724	70,540
Utilidad del Ejercicio	4,278	4,839	3,859	2,526	2,227	2,164	3,464	3,198
Deuda Total	3,996	3,999	1,300	1,300	1,300	2,600	3,998	1,287
Deuda Neta	-753	-2,655	-2,578	-1,878	251	1,881	-2,136	-2,813
Días Cuentas por Cobrar	24	33	49	45	45	48	29	46
Días Inventario	278	217	101	109	108	118	252	116
Días Proveedores	31	53	67	66	68	72	45	75

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Estrés: Estado de Resultados (en millones de P\$)

	Año Calendario						Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2028P	3T24	3T25
Ventas Totales	6,841	6,392	6,291	6,043	5,735	5,737	4,553	4,722
Costo de Ventas	2,401	1,795	1,811	1,789	1,772	1,744	1,283	1,264
Utilidad Bruta	4,439	4,597	4,480	4,254	3,963	3,993	3,270	3,458
Gastos de Operación	714	715	689	840	860	866	498	512
EBITDA	3,725	3,883	3,790	3,414	3,103	3,126	2,772	2,946
Depreciación y Amortización	64	63	68	71	73	74	44	51
Utilidad Operativa antes de Otros	3,662	3,820	3,722	3,343	3,030	3,052	2,728	2,896
Otros Ingresos y Gastos Netos	-111	-27	-36	-33	-36	-36	-33	-1
Utilidad Operativa después de Otros	3,550	3,793	3,686	3,310	2,994	3,016	2,695	2,895
Ingresos por Intereses	436	711	555	334	223	100	538	440
Otros Productos Financieros	27	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	324	337	248	116	116	116	254	220
Otros Gastos Financieros	32	0	0	0	0	0	27	0
Ingreso Financiero Neto	106	374	307	219	108	-16	258	220
Resultado Cambiario	-15	-2	-10	0	0	0	18	-10
Utilidad en ganancia de propiedades de inversión	1,704	2,072	1,269	0	0	0	1,521	1,269
Resultado Integral de Financiamiento	1,796	2,443	1,566	219	108	-16	1,797	1,479
Utilidad Después del RIF	5,346	6,236	5,252	3,529	3,102	3,001	4,492	4,374
Participación en Asociadas	511	569	472	417	377	379	431	371
Utilidad antes de Impuestos	5,857	6,805	5,723	3,946	3,479	3,380	4,924	4,745
Impuestos sobre la Utilidad	1,178	1,522	1,397	1,184	1,044	1,014	1,124	1,104
Impuestos Causados	707	1,048	727	656	578	562	780	564
Impuestos Diferidos	470	474	671	528	465	452	344	540
Utilidad Neta Consolidada	4,679	5,283	4,326	2,762	2,435	2,366	3,799	3,641
Participación minoritaria en la utilidad	402	444	467	235	208	202	336	443
Participación mayoritaria en la utilidad	4,278	4,839	3,859	2,526	2,227	2,164	3,464	3,198
Cambio en Ventas	5.1%	-6.5%	-1.6%	-4.0%	-5.1%	0.0%	-13.7%	5.6%
Margen Bruto	64.9%	71.9%	71.2%	70.4%	69.1%	69.6%	71.2%	72.9%
Margen EBITDA	54.5%	60.7%	60.2%	56.5%	54.1%	54.5%	59.8%	61.8%
Tasa de Impuestos	20.1%	22.4%	24.4%	30.0%	30.0%	30.0%	20.9%	22.7%
Ventas Netas a PP&E	2.6	2.2	2.2	2.1	1.9	1.9	2.4	2.3
ROCE	76.6%	92.2%	95.1%	85.2%	77.3%	75.4%	86.7%	102.0%
Tasa Pasiva	8.1%	8.4%	8.3%	8.9%	8.9%	7.7%	8.3%	8.6%
Tasa Activa	11.3%	11.4%	8.3%	7.4%	7.2%	6.9%	11.9%	8.6%

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

*Proyecciones a partir del 4T25.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Estrés: Flujo de Efectivo (en millones de P\$)

	Años Calendario						Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2028P	3T24	3T25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	5,857	6,805	5,723	3,946	3,479	3,380	4,924	4,745
Depreciación	64	63	68	71	73	74	44	51
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	346	274	0	0	0	0	0	0
Pérdida (Reversión) por Deterioro	173	0	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-511	-569	-101	-417	-377	-379	431	0
Intereses a Favor	324	337	318	-334	-223	-100	494	433
Otras Partidas de Inversión	-1,704	-2,072	-1,770	0	0	0	-1,990	-1,770
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	-1,308	-1,967	-1,484	-680	-527	-405	-1,020	-1,286
Intereses Devengados	-436	-711	-185	116	116	116	-236	-213
Intereses por Arrendamiento y Otros	13	34	0	0	0	0	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	-423	-677	-185	116	116	116	-236	-213
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	4,126	4,161	4,054	3,381	3,067	3,091	3,667	3,245
Decremento (Incremento) en Clientes	-68	-310	-57	4	-62	-7	0	-107
Decremento (Incremento) en Inventarios	973	310	38	-44	-42	-26	380	145
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-287	-480	-1,211	-185	-89	-43	-780	-1,297
Incremento (Decremento) en Proveedores	43	163	123	112	117	73	20	120
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-166	273	-450	-241	-150	-107	-475	-564
Capital de trabajo	495	-43	-1,558	-353	-225	-109	-856	-1,703
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-707	-779	-282	-656	-578	-562	-170	-119
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-212	-822	-1,840	-1,009	-803	-671	-1,026	-1,822
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	3,914	3,339	2,214	2,373	2,264	2,420	2,641	1,424
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inver. de acciones con carácter perm.	0	0	0	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-699	-1,986	-2,542	-3,369	-4,651	-4,210	-990	-1,710
Dividendos Cobrados	460	447	414	380	344	346	330	325
Intereses Cobrados	436	711	548	334	223	100	236	433
Otros Activos	-791	46	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-595	-781	-1,579	-2,654	-4,084	-3,764	-424	-952
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	3,319	2,558	635	-282	-1,820	-1,344	2,217	472
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	0	360	2,587	0	0	1,300	35	1,287
Amortización de Financiamientos Bancarios	0	-360	-5,287	0	0	0	0	-4,000
Intereses Pagados	-324	-337	-241	-116	-116	-116	-494	-213
Otros	0	0	-99	0	0	0	-373	-99
Financiamiento "Ajeno"	-324	-337	-3,041	-116	-116	1,184	-832	-3,025
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	-32	-7	0	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	-394	-334	-370	-303	-193	-170	0	0
Financiamiento "Propio"	-425	-341	-370	-303	-193	-170	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-750	-679	-3,410	-418	-309	1,014	-832	-3,025
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	2,569	1,880	-2,775	-700	-2,129	-330	1,385	-2,554
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-15	24	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	2,195	4,750	6,654	3,878	3,178	1,049	4,750	6,654
Efectivo y equiv. al final del Periodo	4,750	6,654	3,878	3,178	1,049	719	6,134	4,100
Últimos Doce Meses (UDM):							UDM:	
CAPEX de Mantenimiento	-64	-63	-68	-71	-73	-74	-60	-69
Ajustes Especiales	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	4,295	3,748	2,560	2,682	2,535	2,692	4,015	2,519
Amortización de Deuda	0	360	5,287	0	0	0	0	4,360
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	0	-360	-1,288	0	0	0	0	-362
Amortización Neta	0	0	3,999	0	0	0	0	3,998
Intereses Netos Pagados	-111	-374	-307	-219	-108	16	204	-852
Servicio de la Deuda	-111	-374	3,692	-219	-108	16	204	3,146
DSCR*	(38.6)	(10.0)	0.7	(12.3)	(23.5)	172.1	19.7	0.8
Caja Inicial Disponible	2,195	4,750	6,654	3,878	3,178	1,049	4,126	6,134
DSCR con Caja*	(58.3)	(22.7)	2.5	(30.0)	(53.0)	239.2	40.0	2.8
Deuda Neta a FLE*	(0.2)	(0.7)	(1.0)	(0.7)	0.1	0.7	(0.5)	(1.1)
Deuda Neta a EBITDA	(0.2)	(0.7)	(0.7)	(0.6)	0.1	0.6	(0.6)	(0.7)

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

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



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Glosario

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

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

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

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

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

Ponderación de Periodos

t-1	13%
t0	17%
t1	35%
t2	20%
t3	15%

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

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores

Metodologías utilizadas para el análisis*	Evaluación de Riesgo Corporativo, febrero 2024
Calificación anterior	INCARSO LP: HR AAA Perspectiva Estable INCARSO CP: HR+1
Fecha de última acción de calificación	18 de diciembre de 2024
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T23-3T25.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información Financiera anual dictaminada por Deloitte e información financiera trimestral interna.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores (en su caso)	n.a.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

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

** HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una NRSRO para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad, emisor o tercero distinto a la entidad o emisor y, por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

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

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

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

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS