

# Fitch Ratifica Calificaciones de Inmuebles Carso en 'AA+(mex)'

Fitch Ratings ratificó las siguientes calificaciones de Inmuebles Carso, S.A. de C.V. (Incarso):

- Calificación en Escala Nacional de Largo Plazo, en 'AA+(mex)';
- Calificación en Escala Nacional de Corto Plazo, en 'F1+(mex)';
- Porción de Corto Plazo del Programa de Certificados Bursátiles de Corto y Largo Plazo, con carácter revolvente autorizado por la CNBV en 2015 por un monto de hasta MXN8,000 millones y plazo de hasta 5 años en 'F1+(mex)';
- Certificados Bursátiles INCARSO 15, con vencimiento en agosto 2025 'AA+(mex)';
- Certificados Bursátiles INCARSO 17, con vencimiento en noviembre 2021 'AA+(mex)'.

La Perspectiva de la calificación es Estable.

Las calificaciones de Incarso reflejan su posición sólida de negocio, que se basa en su capacidad de generar ingresos estables de arrendamientos y en las ventas de propiedades. Asimismo, consideran la diversificación y calidad alta de sus inquilinos, además de la diversidad de su portafolio de activos. Incarso cuenta con propiedades en los segmentos de centros comerciales, educación, salud, oficinas y hoteles. Además, la calificación se sustenta en que 97.0% de sus activos están libres de gravámenes y 98.5% de su deuda es quirografaria, lo que se traduce en flexibilidad financiera para la compañía. Las calificaciones están limitadas debido a la exposición de la industria a los ciclos económicos, el riesgo relacionado al desarrollo, construcción, escrituración y estabilización de inmuebles, los requerimientos altos de inversiones (Capex) y la volatilidad de los resultados financieros por cambios en las ventas de inventario inmobiliario y de propiedades de inversión.

## FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

### Ingresos por Renta con Riesgo Bajo:

Las calificaciones de Incarso reflejan la estabilidad y consistencia en la generación de ingresos provenientes de los contratos de arrendamiento, generalmente de largo plazo. El portafolio de inmuebles presenta tasas altas de ocupación históricas que se traducen en solidez en la generación de flujo de efectivo. La estrategia de crecimiento de la compañía es analizada y ejecutada en conjunto con empresas de Grupo Carso (Sanborns, Sears y Condumex, entre otras). De igual forma, Incarso se beneficia de sinergias con partes relacionadas en la construcción y remodelación de inmuebles y financiamientos, entre otros.

### Portafolio Diversificado:

Fitch considera positiva la diversidad del portafolio de negocio de Incarso, el cual incluye principalmente centros comerciales, edificios de oficinas, hospitales, centros educativos y hoteles. La compañía es propietaria de 82 centros comerciales, 35 inmuebles industriales, 19 planteles educativos, 53 edificios de oficinas y casas, 6 hoteles y 13 hospitales. Los inmuebles no se encuentran concentrados en una sola región geográfica. La calificación de Incarso se beneficia al mantener 97.0% de las propiedades de inversión libres de gravámenes.

### Flexibilidad Financiera Buena:

Las calificaciones reflejan el perfil de la industria, la predictibilidad de los ingresos y la cobertura alta de activos no gravados a deuda quirografaria, la cual al 31 de marzo de 2018 fue de 5.3x. El nivel bajo de activos gravados y la expectativa de que la totalidad de sus activos queden libres de garantías en el mediano plazo representan una fortaleza de Incarso frente a otras empresas del sector de bienes raíces. Fitch estima que la generación de flujo de efectivo de la compañía, en conjunto con el saldo de efectivo y equivalentes, y disponibilidad en líneas de financiamiento, será suficiente para ejecutar el plan de desarrollo de nuevas propiedades en los siguientes años. Los requerimientos de financiamiento contemplados por Fitch incluyen el refinanciamiento de deuda existente y contratación de deuda durante 2019 para completar las inversiones.

### Métricas Crediticias Sólidas:

Fitch estima que el indicador de deuda total a EBITDA para cierre de 2018 llegará a alrededor de 3.6 veces (x) y de deuda neta a EBITDA a 2.7x. Para el mismo período, la agencia proyecta un indicador de cobertura de flujos generados por la operación entre gastos financieros brutos de 2.2x. Al 31 de marzo de 2018, la relación de deuda neta a propiedades de inversión fue de 17% (*loan-to-value*); la agencia estima que este valor se mantenga alrededor de 20% hacia 2021.

### Liquidez Adecuada:

Fitch contempla dentro de su escenario base de calificación el refinanciamiento de los vencimientos de deuda en el mediano plazo. Fitch considera que la flexibilidad financiera de Incarso se beneficia por el acceso a líneas de crédito no comprometidas y por un historial de emisiones de deuda en el mercado de valores. Además, gran parte de las propiedades se encuentran libres de garantías, lo cual proporciona mayor margen de maniobra a la compañía para enfrentar compromisos financieros importantes. Al cierre de marzo de 2018, la compañía tenía un saldo de efectivo y equivalentes por MXN1,275.3 millones, el cual le permite completar parcialmente su programa de inversión; la deuda

de corto plazo en dicha fecha fue de MXN95 millones.

## RESUMEN DE DERIVACIÓN DE LAS CALIFICACIONES

Incarso es una "Sociedad Anónima de Capital Variable" y no opera bajo la figura de Fibra; lo anterior le permite tener discrecionalidad sobre el uso del flujo generado por las operaciones, ya que no está obligada a repartir al menos 95% de su resultado fiscal. Así, Incarso puede reinvertir los recursos generados internamente en el desarrollo de proyectos inmobiliarios destinados a arrendamiento o venta, fondar distribuciones a accionistas o reducir deuda neta. Empresas igualmente dedicadas al arrendamiento de inmuebles con diversificaciones similares por tipo de inmueble incluyen a Deutsche Bank México, S.A. Fideicomiso F/1401 [Fibra Uno, AAA(mex) con Perspectiva Estable] y Banamex Fibra Danhos, Fideicomiso 17416-3 [Fibra Danhos, AAA(mex) con Perspectiva Estable].

Incarso tiene un portafolio diversificado de más de 200 propiedades, con una ABR de 1,850 mil metros cuadrados, donde el segmento comercial representa 48% de estos, centros educativos 19%, edificios de oficinas 14%, hospitales 5% y el restante 14% corresponde a otros bienes inmuebles. Al 31 de marzo de 2018, Fibra Uno contaba con un portafolio de 552 propiedades con un área bruta rentable de 8,270.9 mil metros cuadrados, de los cuales 38.1% correspondía a centros comerciales, 48.4% al segmento industrial y el restante 13.5% a edificios de oficinas. Fibra Danhos operaba un portafolio más concentrado de 13 propiedades con 771.7 mil metros cuadrados de ABR, donde el segmento comercial representa 62.7% de esta y 37.3% edificios de oficinas.

El segmento comercial de Incarso obtuvo tasas de ocupación de 96% el primer trimestre de 2018. Las tasas de ocupación reportadas por Fibra Uno al 31 de marzo de 2018 fueron similares a las de Incarso en 94.8%, mientras que las tasas reportadas por Fibra Danhos fueron de 89.7% para el portafolio total en operación, debido principalmente a la estabilización de proyectos nuevos en desarrollo.

Incarso tiene márgenes operativos inferiores a los de las Fibras por su enfoque al desarrollo, venta, y arrendamiento de propiedades mientras que el modelo de negocio de las Fibras contempla la adquisición y desarrollo de propiedades principalmente para arrendamiento. La compañía está más expuesta a los riesgos de construcción, culminación de obra, venta, renta y estabilización de inmuebles. El margen EBITDA calculado por Fitch a los últimos doce meses terminados el 31 de marzo de 2018 fue de 57.9%, mientras que los márgenes EBITDA de Fibra Uno y Fibra Danhos se ubican alrededor de 77% y 66%, respectivamente. Los supuestos utilizados por Fitch dentro de su escenario base de calificación estiman que el margen EBITDA de Incarso se situará en alrededor de 58%. Estos niveles de EBITDA resultarán en indicadores de apalancamiento bruto (deuda total a EBITDA) de 3.3x y apalancamiento neto (deuda neta a EBITDA) de 3.0x. Fitch estima que el apalancamiento neto de Fibra Uno se mantenga alrededor de 5.0x. La calificación de Fibra Danhos incorpora la expectativa de que el apalancamiento bruto se mantenga alrededor de 2.0x en el mediano y largo plazo.

## SUPUESTOS CLAVE

Los supuestos utilizados dentro del caso base de proyecciones incluyen:

- crecimiento del portafolio base de arrendamiento alineado a inflación;
- crecimiento adicional al incorporar propiedades nuevas al portafolio de acuerdo con el plan de crecimiento;
- margen EBITDA de alrededor de 60% para el portafolio consolidado;
- la compañía refinancia próximos vencimientos de deuda;
- deuda adicional requerida para fondar plan de inversiones en 2019.

## SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Eventos que podrían influir en la calificación, a futuro, y que derivarían en una acción de calificación positiva incluyen:

- contribución mayor a ingresos y estabilidad del componente de ingresos por renta;
- mejora en rentabilidad que se traduzca en margen EBITDA superior a 60% sostenidamente;
- generación de flujo libre de efectivo neutro, reflejo del plan de inversiones alineado con la capacidad de generación de flujo interno;
- fortalecimiento del apalancamiento neto medido como deuda neta a EBITDA a niveles inferiores a 3.0x.

Eventos que podrían influir en la calificación, a futuro, y que derivarían en una acción de calificación negativa incluyen:

- debilitamiento relevante de la base de ingresos por rentas;
- reducción del margen EBITDA por debajo de 55% en los próximos 24 meses;
- programas agresivos de Capex que excedan la capacidad de generación de flujo de la compañía, primordialmente financiado con deuda incremental;
- un nivel de apalancamiento neto superior a 4.0x de manera consecutiva durante varios trimestres;
- un nivel de activos libre de gravamen inferior a los niveles históricos mostrados por la compañía.

## Contactos Fitch Ratings:

Diana Cantú (Analista Líder)  
Directora Asociada  
+52 81 8399 9171  
Fitch México S.A. de C.V.  
Prol. Alfonso Reyes No. 2612  
Monterrey, N.L. 64920 México

María Pía Medrano (Analista Secundario)  
Directora  
+52 55 5955 1615

Alberto Moreno (Presidente del Comité de Calificación)  
Director Sénior  
+52 81 8399 9133

Relación con medios:

Sofía Garza, Monterrey N.L. Tel: +52 (81) 8399 9100. E-mail: sofia.garza@fitchratings.com.

La calificación señalada fue solicitada por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

La última revisión de Inmuebles Carso, S.A. de C.V. fue en junio 16, 2017.

La información financiera de la compañía, considerada para la calificación, corresponde a marzo 31, 2018.

La información utilizada en el análisis de esta calificación fue proporcionada por el emisor u obtenida de fuentes de información pública, incluyendo los estados financieros auditados, presentaciones del emisor, objetivos estratégicos, entre otros. El proceso de calificación también puede incorporar información de otras fuentes de información externas, tales como análisis sectoriales y regulatorios para el emisor o la industria. Para mayor información sobre Incarso, así como para conocer el significado de la calificación asignada, los procedimientos para dar seguimiento a la calificación, la periodicidad de las revisiones y los criterios para el retiro de la calificación, puede visitar nuestras páginas [www.fitchratings.mx](http://www.fitchratings.mx) y [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

La estructura y proceso de votación de los comités, y de calificación se encuentran en el documento denominado "Proceso de Calificación", el cual puede consultarse en nuestra página web [www.fitchratings.mx](http://www.fitchratings.mx) en el apartado "Regulación".

En caso de que el valor o la solvencia del emisor se modifiquen en el transcurso del tiempo, la calificación puede modificarse al alza o a la baja, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de Fitch México.

La calificación mencionada constituye una opinión relativa sobre la calidad crediticia de la empresa, con base en el análisis de su trayectoria y de su estructura económica y financiera, sin que esta opinión sea una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier instrumento colocado en el mercado de valores.

La información y las cifras utilizadas para determinar estas calificaciones, de ninguna manera, son auditadas por Fitch México, S.A. de C.V., por lo que su veracidad y autenticidad son responsabilidad de la emisora o de la fuente que las emite.

Metodologías aplicadas en escala nacional:

- Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (Septiembre 14, 2017);
- Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Marzo 27, 2017).

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/DEFINITIONS](http://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/DEFINITIONS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/MEXICO](http://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/MEXICO). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.