



HR RATINGS: GRUPO CARSO OBTIENE CALIFICACIÓN DE LARGO PLAZO DE HR AAA PARA EMISIÓN POR UN MONTO DE HASTA P\$3,000M



Ciudad de México, 20 de febrero de 2018.

La Empresa cuenta con un Programa Dual de Certificados Bursátiles por un monto de P\$10,000m y vigencia de cinco años.

La emisión pretende ser colocada bajo dicho programa por un monto de hasta P\$3,000m con vigencia de tres años, destinando los recursos principalmente a la sustitución de pasivos de corto plazo reduciendo la presión sobre la liquidez de la empresa.

La acción de calificación se basa en el análisis corporativo de Grupo Carso, manteniendo niveles de DSCR y Razón de Años de Pago (DN / FLE) estables para los años proyectados que van del 4T17 al año 2020. Estos indicadores están principalmente relacionados con una creciente generación de FLE, gracias a una constante utilidad operativa, que a su vez permitirá contrarrestar un menor nivel de ingresos de su subsidiaria CICSA, por una reducción de proyectos. Asimismo el capital de trabajo estimado considera cierta estabilidad tras la recuperación cuentas por cobrar en comparación con la venta de productos a través de tarjetas propias en el segmento comercial; y la integración de nuevos proyectos mediante participaciones conjuntas con terceros relacionados que, aunque no consolidan, permiten sinergias en cuanto al financiamiento y desarrollo de los mismos. Adicionalmente, la Empresa muestra un perfil de deuda donde el 63.3% de la deuda total mantiene un vencimiento en el largo plazo al 3T17 (vs. 0.0% al 3T16); integrada principalmente por un crédito sindicado con vencimiento al 2035, utilizado para el financiamiento de proyectos tanto de CICSA como de Carso Energy. Dentro de nuestras estimaciones, se espera que la Empresa sustituya gran parte de su deuda a corto plazo con una emisión por P\$3,000m a largo plazo, al amparo de su Programa Dual de CEBURS. Por otro lado, la utilidad operativa considera que segmentos como el comercial e industrial permitan incremento en ventas totales, reduciendo los bajos crecimientos esperados dentro del segmento de infraestructura y construcción ante la terminación de proyectos; y el crecimiento paulatino de operaciones de Carso Energy en el segmento de producción y venta de petrolíferos.

La Empresa cuenta con un Programa Dual de Certificados Bursátiles (CEBURS) autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) el pasado 17 de febrero del 2017, por un monto de P\$10,000m y vigencia de cinco años. La emisión GCARSO 18 (la Emisión) pretende ser colocada bajo dicho programa por un monto de hasta P\$3,000m con vigencia de tres años, destinando los recursos principalmente a la sustitución de pasivos de corto plazo reduciendo la presión sobre la liquidez de la Empresa al considerar un pago único a sus respectivas fechas de vencimiento. A continuación se pueden observar las principales características de la Emisión:

Características Principales de la Emisión GCARSO 18

Tipo de Valor	Certificados Bursátiles (CEBURS)
Denominación	Pesos Mexicanos
Monto del Programa	P\$10,000m
Vigencia del Programa	5 años a partir de su autorización el 17 de febrero del 2017
Monto Total de Emisión	Hasta P\$3,000m
Vigencia de las Emisiones	3 años a partir de la fecha de colocación
Tasa de Interés	TIE + Sobretasa
Destino de los Recursos	Sustitución de pasivos de corto plazo
Representante Común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Monex

Fuente: HRI Ratings con base en información proporcionada por la Empresa.

Principales Factores Considerados

Calificación del Emisor Grupo Carso S.A.B. de C.V. (Grupo Carso y/o la Empresa) representa un conglomerado de empresas constituido en el 1980. Cuenta con presencia dentro de la industria de la construcción, energía, electrónica, automotriz, telecomunicaciones, comercial y proyectos de infraestructura. La Empresa se divide en cuatro sectores estratégicos: Comercial, con Grupo Sanborns (integrado por subsidiarias reconocidas a nivel nacional e internacional como son Sanborns, Sears, IShop, Saks Fifth Avenue, entre otras); Industrial y Manufacturero, a través de Grupo ConduMex (ConduMex); Infraestructura y Construcción, mediante Carso Infraestructura y Construcción (CICSA) y Energía vía Carso Energy. Para mayor detalle sobre la evolución de resultados de Grupo Carso, se puede consultar la página de internet www.hrratings.com.

Cuentas y Resultados	Escenario Base					Escenario de Estrés				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos Totales	\$7,750	\$7,300	\$7,300	\$8,200	\$9,100	\$7,311	\$6,500	\$6,500	\$7,440	\$8,311
Margen EBITDA	14.3%	14.7%	12.7%	12.0%	11.7%	14.0%	11.7%	10.2%	10.4%	13.3%
EBITDA	\$1,110	\$1,071	\$9,407	\$12,307	\$14,800	\$10,304	\$7,600	\$6,636	\$7,736	\$11,060
Flujo Libre de Efectivo ¹	1,440	1,347	1,520	1,600	1,500	1,527	1,500	1,340	1,371	1,516
CAPEX	1,400	1,290	1,200	1,200	1,200	1,372	1,400	1,371	1,371	1,371
Deuda Total	10,144	11,017	1,100	1,400	11,721	9,400	11,000	12,200	10,000	9,400
Deuda FLE	2,840	1,274	1,100	1,300	1,300	1,111	1,100	1,100	1,100	1,100
Ratio FLE	0.28	0.11	0.18	0.21	0.11	0.12	0.10	0.09	0.11	0.12
Años de Pago (DN/CEBURA)	0.2	0.4	0.9	0.9	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Años de Pago (DN/FLE)	0.2	0.4	0.7	0.7	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
DSCR ²	2.7x	1.9x	2.8x	1.8x	2.7x	1.2x	2.0x	1.7x	2.0x	1.9x
DSCR con pago de deuda	4.0x	2.9x	3.2x	4.7x	3.2x	1.9x	3.2x	2.6x	4.2x	3.2x

¹ Datos HRI Ratings con información de la Empresa que se encuentra disponible en el sitio de internet www.hrratings.com y en el sitio de internet www.carso.com.mx (última actualización a julio del 2017).
² El ratio de Deuda / Flujo Libre de Efectivo se calcula como el ratio de Endeudamiento Operativo / Flujo Libre de Efectivo.
³ El ratio de Deuda / Flujo Libre de Efectivo se calcula como el ratio de Endeudamiento Operativo / Flujo Libre de Efectivo.
⁴ Datos en millones de pesos mexicanos.

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

DSCR proyectado en niveles de fortaleza. Durante los años proyectados, el DSCR promedio anual alcanza niveles de 3.0x tras la creciente generación de FLE esperada. Esto principalmente relacionado con la utilidad operativa en el segmento comercial por ventas de tecnología e industrial con incrementos de volumen de ventas, que permitirán hacer frente a las requisiciones de capital de trabajo; un menor impacto esperado en cuentas por cobrar a través de las ventas por tarjetas de crédito propias y días de cobro por avances de obra al migrar a proyectos en conjunto.

Nuevo perfil de endeudamiento financiero. Durante los 9M17 Grupo Carso dispuso del crédito sindicado denominado en dólares a largo plazo, relacionado con las requisiciones de financiamiento para proyectos de CICSA y Carso Energy; permitiendo reducir a 63.3% de vencimientos en el corto plazo que tenía al cierre del 2016. Dentro de nuestros estimados se considera una nueva emisión por P\$3,000m en términos de endeudamiento bursátil a través de su Programa Dual de CEBURS vigente; alcanzando un total de deuda al 2020 de P\$12,891m. Asimismo, los años de pago DN / FLE mantienen niveles de acuerdo a la escala de calificación con un promedio de 0.9 años durante los periodos evaluados; manteniendo niveles por debajo del calendario de pagos actual.

Estabilidad sobre crecimiento en ingresos esperados. Durante los 9M17 se observó una caída año contra año en ingresos totales por -2.5% tras la conclusión de proyectos de obra civil por parte de CICSA; considerando que durante los próximos años la Empresa continúe con nuevos proyectos sin embargo a través de participaciones conjuntas con terceros relacionados, por lo cual no consolidan.

Tomando en cuenta una tendencia de crecimiento estable para el resto de los segmentos, se estima un crecimiento anual promedio de 2.1% dentro de nuestro escenario base (vs. 7.9% en 2016 y 1.2% en un escenario de estrés) para los años evaluados.

Margen EBITDA constante ante estrategia operativa. Como parte de la estrategia comercial enfocada a la venta de productos más rentables y una mayor distribución de volumen de productos industriales a través de un solo canal de

distribución, la utilidad operativa esperada contrarresta el impacto por la salida de proyectos de infraestructura y construcción. Esto permite mantener niveles de margen EBITDA en un rango de entre 14.0% y 15.0% para los años proyectados (vs. 15.1% al cierre de 2016).

Relación estratégica con empresas del grupo. Grupo Carso, mantiene una relación estratégica con empresas relacionadas a través de un respaldo financiero con Grupo Financiero Inbursa y operativo con América Móvil; mismas que mantienen una calificación equivalente igual o mayor a HR AA (emitidas por otra agencia calificadora para América Móvil).

La acción de calificación de Grupo Carso se deriva principalmente de los niveles de métricas de análisis para los años proyectados (2017–2020) representadas por la Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR) y Razón de Años de Pago (DN / FLE). Lo anterior haciendo referencia a una creciente generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) impulsado tanto por las utilidades de operación esperadas, las ventas a través de tarjetas propias en el segmento comercial y un correcto ciclo de capital de trabajo, lo que permite hacer frente a los tiempos de pago por parte de proyectos de infraestructura y construcción. Se estiman niveles promedio anual de DSCR de 3.0x (vs. 2.1x al cierre 2016) y 0.9 años de pago (vs. 1.0 años al cierre 2016) durante los periodos proyectados bajo un escenario base.

Como parte de la estructura de deuda, Grupo Carso mantiene vigente un Programa Dual de Certificados Bursátiles (CEBURS) autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) el pasado 21 de febrero del 2017; por un monto de hasta P\$10,000m y vigencia de cinco años a partir de la fecha mencionada. Sin embargo a la fecha de este reporte, con base en información de la Empresa se estima una emisión de largo plazo al amparo del Programa Dual de CEBURS por un monto de P\$3,000m y vigencia de 3 años a partir de su colocación al 1T18. Adicionalmente la Empresa logró sustituir el crédito puente a corto plazo y denominado en dólares por un crédito sindicado en dólares con Mizuho Bank, BBVA Bancomer, Bank of Tokyo y Caixa Bank para el financiamiento de proyectos por CICSA y Carso Energy; considerando un saldo insoluto al 3T17 de P\$6,975m y sustituyendo 63.3% de deuda a largo plazo (vs. 0.0% durante el 3T16). El resto de la deuda total está compuesto por disposiciones revolventes sobre sus líneas de crédito con Banco Inbursa, Banco Santander y HSBC para cubrir las necesidades de capital de trabajo; sumando lo anterior Grupo Carso totaliza una deuda de P\$11,017m al 3T17 (vs. P\$10,144m al 3T16).

En términos de generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) durante 2016 se pudo observar movimientos relacionados con la integración de Inmuebles SROM, S.A. de C.V. (Inmuebles SROM) a la consolidación de Grupo Sanborns; considerando principalmente impactos en capital de trabajo en términos de cuantas por cobrar e inventarios de venta. Este efecto fue contrarrestado por los mayores volúmenes de productos de telefonía que mantienen mayor rentabilidad sobre los costos operativos de Grupo Sanborns; permitiendo que el FLE mantuviera una tendencia de crecimiento continúa tras alcanzar P\$5,328m al 2016 (vs. P\$4,643m al 2015 y P\$3,652m dentro de nuestros estimados base para 2016). Asimismo, durante los 9M17 Grupo Carso reportó incrementos en los flujos generados a través del capital de trabajo tras la terminación de proyectos como como i) Túnel de Acapulco, ii) Viaducto El Caminero y iii) Viaducto San Fernando; permitiendo mayor recaudación de flujos por avance de obra. Esto permitió niveles de FLE por P\$5,047m (vs. P\$1,445m en 9M16); impulsado adicionalmente por los dividendos cobrados por P\$360m recibidos a través de la participación en diversos negocios que mantiene Grupo Carso.

Acerca de HR Ratings: Fundada en 2007, HR Ratings es la calificadora internacional, líder en América Latina, y primera de origen mexicano. Con 10 años de experiencia, la firma está comprometida con la transparencia, ha diseñado una rigurosa metodología que se distingue por el monitoreo constante y previsor. Más allá de la emisión de una calificación, los análisis de riesgos de HR Ratings son dinámicos y especializados, facilitando la toma de decisiones ante escenarios actuales y futuros. HR Ratings recibió la autorización por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) en 2007 para emitir calificaciones en México, donde ha calificado a los sectores de Finanzas Públicas, Corporativos, Instituciones Financieras e Infraestructura. Adicionalmente, la Empresa ha trascendido fronteras, en 2012 se convirtió en la primera calificadora latinoamericana en ser registrada por la US Securities and Exchange Commission (SEC) para emitir calificaciones crediticias de valores gubernamentales en los Estados Unidos. Asimismo, en el 2014, fue la primera calificadora latinoamericana en obtener la certificación por parte de la European Securities and Markets Authority (ESMA)