

A NRSRO Rating\*

**Calificación**

CADU 18 HR BBB  
CADU 19 HR BBB

Perspectiva Estable

**Evolución de la Calificación Crediticia**



Fuente: HR Ratings

**Contactos**

**José Luis Cano**  
Director Ejecutivo de Deuda Corporativa / ABS  
Analista Responsable  
joseluis.cano@hrratings.com

**Samuel Eigure-Lascano**  
Analista Sr. de Corporativos  
samuel.eigurelascano@hrratings.com

**Estefanía Cabrera**  
Analista de Corporativos  
estefania.cabrera@hrratings.com

**Luis Miranda**  
Director Ejecutivo Senior de Deuda Corporativa / ABS  
luis.miranda@hrratings.com

**HR Ratings revisó a la baja la calificación de HR A- a HR BBB, modificando la Perspectiva de Negativa a Estable, para las emisiones CADU 18 y CADU 19**

La modificación de la calificación a la baja para CADU obedece a la disminución operativa observada y esperada para los siguientes periodos. En los últimos doce meses (UDM) al 3T20, los ingresos y EBITDA fueron inferiores 23.4% y 56.0%, respectivamente, al escenario de estrés de nuestra revisión anterior, lo que se debe a restricciones impuestas sobre las actividades de construcción durante la pandemia COVID-19 y una menor demanda durante el periodo de contingencia en la zona de mayor influencia de la Empresa, que tiene una importante dependencia del sector turismo. Al 3T20 UDM, se observó una contracción de aproximadamente el 50.0% a/a en el número de viviendas, ante dicha caída CADU realizó descuentos y promociones, llevando el margen EBITDA a niveles de 11.3%. Aun ante las acciones realizadas por la Empresa para mejorar su liquidez, mediante el uso de cadenas productivas, y la contracción temporal de inventarios, el Flujo Libre de Efectivo (FLE) fue -18.0% al esperado al 3T20 UDM en nuestro escenario de estrés. Siguiendo la tendencia observada, para el periodo 2020-2022 se proyecta una generación de FLE 46.2% inferior al estimado en el escenario de estrés de nuestra revisión anterior.

Actualmente la Empresa cuenta con dos emisiones de Certificados Bursátiles (CEBURS) al amparo del Programa autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), con clave de pizarra CADU 18 y CADU 19, con un saldo insoluto de P\$486m y P\$500m, respectivamente. Adicionalmente, cabe mencionar que ante la pandemia la estrategia principal tomada por la Empresa fue la de preservar la liquidez, por lo que llevaron a cabo las siguientes medidas:

- **Prórroga del pago a principal.** El 14 de mayo de 2020, se llevaron a cabo Asambleas de tenedores para las emisiones bursátiles CADU 18 y CADU 19, en las que se acordó la prórroga de los pagos de capital de CADU 18, para los meses de mayo a diciembre de 2020.
- **Aprobación de una dispensa en el cumplimiento de los covenants.** Para los años 2020 y 2021. Las dispensas aprobadas de las obligaciones de no hacer fueron las siguientes:
  - Razón de Pasivo Total / Capital Contable no sea mayor a 3.0 veces.
  - Razón de Deuda Neta / UAFIDA UDM no sea mayor a 3.0 veces.
  - Razón de UAFIDA UDM / intereses pagados UDM no sea menor a 2.5 veces.

Características de emisiones vigentes				
Clave de Pizarra	Fecha de Vencimiento	Tasa	Monto de la Emisión	Saldo Insoluto (Millones)
CADU 18	Feb-23	TIIE 28 + 290 pb	\$ 500	\$ 486
CADU 19	Abril-24	TIIE 28 + 290 pb	\$ 500	\$ 500

Fuente: HR Ratings con base en información al 3T20

## Principales Factores Considerados

En función de la metodología de HR Ratings, se llevaron a cabo las proyecciones para CADU considerando un escenario base y uno de estrés, en donde se estima la evolución de las principales métricas de análisis, con el principal objetivo de determinar la capacidad de la Empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras en los siguientes años. En la siguiente tabla se pueden observar los resultados históricos y proyectados para los años de 2020 a 2023.

Supuestos y Resultados <sup>1</sup>	UDM		Escenario Base						Escenario de Estrés			
	3T19	3T20	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2020P	2021P	2022P	2023P
Ventas	4,630	3,004	4,626	4,304	3,054	3,614	3,856	4,085	2,904	3,221	3,414	3,622
Margen EBITDA	20.7%	10.2%	20.6%	20.1%	8.0%	16.0%	17.0%	18.2%	5.8%	13.0%	13.2%	13.7%
EBITDA	957	307	952	863	245	578	656	744	168	419	451	496
Flujo Libre de Efectivo *	(52)	452	62	284	308	355	393	335	238	244	314	278
CAPEX	31	7	34	7	6	24	24	24	5	22	22	22
Deuda Total	3,702	3,778	3,361	3,713	3,978	3,818	3,752	3,743	3,978	3,738	3,665	3,541
Deuda Neta	3,350	3,203	2,853	3,222	3,277	3,236	3,153	3,010	3,294	3,299	3,323	3,188
Años de Pago (DN / EBITDA)	3.5	10.4	3.0	3.7	13.4	5.6	4.8	4.0	19.6	7.9	7.4	6.4
Años de Pago (DN / FLE)	NA	7.1	45.9	11.4	10.6	9.1	8.0	9.0	13.8	13.5	10.6	11.5
DSCR **	NA	0.3x	0.1x	0.3x	0.3x	0.3x	0.4x	0.4x	0.2x	0.2x	0.3x	0.3x
DSCR con caja inicial	0.8x	0.6x	0.8x	0.9x	0.8x	1.0x	1.0x	1.0x	0.7x	0.7x	0.7x	0.6x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T20.

\*Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Actividades de Operación - Capex de Mantenimiento (Depreciación) + Diferencia en Cambios + Dividendos Cobrados.

\*\* Cobertura del Servicio de la Deuda = FLE / Servicio de la Deuda (Intereses Netos + Amortizaciones de Principal).

<sup>1</sup> Cifras en millones de pesos mexicanos.

## Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Caída en ventas y márgenes operativos.** Al 3T20 UDM, CADU presentó una caída del 35.1% a/a en ventas (P\$3,004m vs. P\$4,630m al 3T19 UDM) y -23.4% respecto al escenario de estrés como consecuencia de una disminución en el número de unidades cerrando en 4,184 (vs. 7,895 al 3T19 UDM). La Empresa realizó descuentos y promociones en las viviendas pertenecientes al sector medio y residencial para contrarrestar la caída impactando negativamente el margen EBITDA el cual disminuyó a 11.3% (vs. 20.7% al 3T19 y 19.6% en el escenario de estrés).
- **Flujo Libre de Efectivo.** A pesar de una caída en los resultados operativos, el FLE fue de P\$440m, superior a los -P\$52m observados al 3T19 UDM, donde la suspensión en la construcción ocasionó una disminución temporal en el inventario y mayores días por pagar a proveedores, lo cual sumado a una estructura de deuda con más del 70.0% del total a Largo Plazo, resultó en una métrica de DSCR de 0.3x (vs. 0.4x en el escenario base) y una métrica de Años de Pago (DN/FLE) de 7.3 años.
- **Estructura de Deuda.** Al cierre del 3T20, la deuda total de CADU es de P\$3,778m (+2.1%, a/a vs. P\$3,702m al 3T19) y considerando los niveles de caja, una deuda neta de P\$3,203m (-4.4% a/a vs. P\$3,350m al 3T19). El comportamiento observado en los niveles de endeudamiento fue consecuencia de la liquidación de CADU15 durante el 4T19, las prórrogas sobre el pago de capital otorgadas por los tenedores de la emisión CADU 18 hasta diciembre del 2020 y el uso de líneas de crédito revolventes para hacer frente a las contingencias derivadas del COVID-19.

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Recuperación en ventas a partir de 2021.** Para el año en curso, se espera una caída anual de 29.0% y posteriormente una TMAC de 10.2%, como resultado de una recuperación paulatina de la demanda principalmente en Quinta Roo, impulsados por el inicio de escrituraciones en Tulum durante el cuarto trimestre del año en curso y la recuperación económica de la zona ligada con la reapertura del turismo.

- **Estructura de deuda a LP.** Como resultado de las prórrogas realizadas a los pagos a capital de las emisiones CADU18 y CADU19, así como la emisión de un bono verde con pago a vencimiento de 7.0 años, se espera que la Empresa mantenga una estructura de deuda de LP. Esto en conjunto con la generación de FLE proyectado, esperamos un DSCR promedio de 0.4x y una métrica de Años de Pago (DN/FLE) promedio de 9.2 años para el periodo de análisis.

### Factores que podrían subir la calificación

- **Incremento en los márgenes operativos.** En caso de que la Empresa registre una mejora sostenida en los márgenes operativos, que le permitan a la Empresa alcanzar un incremento en la generación de FLE para cerrar el DSCR en valores promedio de manera sostenida superiores a 0.6x. Esto por una mayor fortaleza para hacer frente al Servicio de la Deuda con flujo propio

### Factores que podrían bajar la calificación

- **Resultados por debajo del escenario base.** Como consecuencia de un menor número de escrituraciones, los ingresos de CADU pudieran no absorber por completo los promociones y descuentos otorgados, deteriorando la rentabilidad. Dando como consecuencia, una menor generación de flujo libre de efectivo que la esperada, de 0.2x, situación que pudiera tener un impacto negativo en la calificación.

Anexo - Escenario Base

CADU (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)

	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	2023P	3T19	3T20
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>7,636</b>	<b>9,383</b>	<b>10,012</b>	<b>10,227</b>	<b>10,504</b>	<b>10,923</b>	<b>11,525</b>	<b>9,563</b>	<b>10,090</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>4,573</b>	<b>4,870</b>	<b>4,256</b>	<b>4,885</b>	<b>4,897</b>	<b>4,989</b>	<b>5,587</b>	<b>4,382</b>	<b>5,023</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	608	508	491	701	581	599	733	352	575
Cuentas por Cobrar a Clientes	463	436	297	417	410	408	436	396	385
Partes Relacionadas	97	156	219	285	345	414	373	208	198
Inventarios	2,855	3,513	2,763	2,681	2,811	2,823	3,292	2,651	2,645
Otras Cuentas por Cobrar <sup>1</sup>	549	257	485	801	750	745	752	776	1,219
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>3,063</b>	<b>4,513</b>	<b>5,757</b>	<b>5,342</b>	<b>5,608</b>	<b>5,935</b>	<b>5,938</b>	<b>5,181</b>	<b>5,067</b>
Cuentas y Doctos. por Cobrar	0	14	211	0	0	0	0	0	0
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	67	89	63	39	37	35	33	84	49
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	218	235	27	30	33	30	27	50	56
Efectivo Restringido	158	166	0	0	0	0	0	24	0
Otros Activos No Circulantes	60	69	27	30	33	30	27	26	56
Impuestos Diferidos	41	80	107	128	141	155	108	0	24
Otros Activos LP	2,737	4,095	5,323	5,107	5,356	5,670	5,727	5,047	4,913
Inventarios a LP	2,737	3,971	5,179	4,962	5,209	5,522	5,577	4,923	4,913
Pagos Anticipados	0	125	144	145	147	148	150	125	0
Activos por derechos de uso	0	0	26	37	41	45	43	0	25
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>3,597</b>	<b>4,774</b>	<b>5,175</b>	<b>5,255</b>	<b>5,176</b>	<b>5,212</b>	<b>5,355</b>	<b>4,659</b>	<b>5,127</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,369</b>	<b>1,331</b>	<b>2,217</b>	<b>1,143</b>	<b>1,151</b>	<b>1,155</b>	<b>1,195</b>	<b>1,342</b>	<b>1,821</b>
Pasivo con Costo	744	648	1,696	660	666	658	663	1,036	1,277
Proveedores	459	160	261	266	258	272	279	212	219
Impuestos por Pagar	37	28	69	38	42	32	35	2	71
Otros sin Costo	129	494	191	178	185	193	218	92	254
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>2,228</b>	<b>3,443</b>	<b>2,958</b>	<b>4,113</b>	<b>4,025</b>	<b>4,057</b>	<b>4,160</b>	<b>3,317</b>	<b>3,306</b>
Pasivo con Costo	1,576	2,713	2,017	3,318	3,152	3,093	3,080	2,666	2,500
Impuestos Diferidos	652	731	920	774	851	940	1,060	650	788
Pasivos por Arrendamientos	0	0	20	21	22	24	20	0	17
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>4,039</b>	<b>4,609</b>	<b>4,837</b>	<b>4,971</b>	<b>5,328</b>	<b>5,711</b>	<b>6,169</b>	<b>4,904</b>	<b>4,963</b>
<b>Minoritario</b>	<b>55</b>	<b>104</b>	<b>139</b>	<b>134</b>	<b>157</b>	<b>182</b>	<b>211</b>	<b>138</b>	<b>126</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	41	86	136	111	134	157	182	127	111
Utilidad del Ejercicio	14	18	3	23	23	25	29	11	15
<b>Mayoritario</b>	<b>3,984</b>	<b>4,505</b>	<b>4,698</b>	<b>4,837</b>	<b>5,171</b>	<b>5,529</b>	<b>5,958</b>	<b>4,766</b>	<b>4,837</b>
Capital Contribuido	171	171	171	170	170	170	170	171	170
Utilidades Acumuladas	3,102	3,556	4,012	4,561	4,667	5,001	5,360	4,010	4,561
Utilidad del Ejercicio	711	778	516	106	334	359	429	585	106
<b>Deuda Total</b>	<b>2,320</b>	<b>3,361</b>	<b>3,713</b>	<b>3,978</b>	<b>3,818</b>	<b>3,752</b>	<b>3,743</b>	<b>3,702</b>	<b>3,778</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>1,712</b>	<b>2,853</b>	<b>3,222</b>	<b>3,277</b>	<b>3,236</b>	<b>3,153</b>	<b>3,010</b>	<b>3,350</b>	<b>3,203</b>
<b>Días Cuenta por Cobrar Clientes</b>	<b>35</b>	<b>44</b>	<b>34</b>	<b>47</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>35</b>	<b>44</b>
<b>Días Inventario</b>	<b>643</b>	<b>852</b>	<b>980</b>	<b>1,156</b>	<b>1,125</b>	<b>1,113</b>	<b>1,133</b>	<b>493</b>	<b>642</b>
<b>Días por Pagar Proveedores</b>	<b>37</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>25</b>	<b>36</b>

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

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 4T20.

1) Incluye pagos anticipados, deudores diversos, ISR por recuperar, IVA por recuperar y otras cuentas por cobrar.

CADU (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)									
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	2023P	9M19	9M20
<b>Ventas Netas</b>	4,507	4,626	4,304	3,054	3,614	3,856	4,085	3,404	2,104
Venta de Viviendas	4,030	4,138	4,094	2,955	3,429	3,659	3,869	3,204	2,035
Servicios de Construcción y Venta de Terrenos	477	488	209	99	186	197	216	200	69
<b>Costos de Operación</b>	3,133	3,164	2,917	2,380	2,566	2,699	2,819	2,279	1,607
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	1,375	1,462	1,386	674	1,048	1,157	1,266	1,124	498
Gastos de Generales	436	509	523	429	470	501	523	397	326
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	939	952	863	245	578	656	744	727	171
Depreciación y amortización	11	12	33	33	34	34	34	9	15
Depreciación PP&E	11	12	26	26	26	26	26	9	9
Amortización <sup>1</sup>	0	0	7	7	7	8	8	0	5
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	928	940	831	212	545	622	710	718	157
PTU Causado	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	928	940	831	212	545	622	710	718	157
Ingresos por Intereses	37	35	15	14	18	12	20	14	11
Intereses Pagados	27	36	43	40	52	86	75	23	45
Ingreso Financiero Neto	11	(1)	(28)	(27)	(35)	(75)	(55)	(9)	(35)
Resultado Cambiario	2	(0)	(0)	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	13	(2)	(28)	(27)	(35)	(75)	(55)	(9)	(35)
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	940	940	804	186	510	547	655	709	122
Impuestos sobre la Utilidad	195	111	252	52	153	164	196	90	(4)
Impuestos Causados	86	71	82	66	76	75	77	90	(4)
Impuestos Diferidos	109	40	170	(14)	77	89	119	0	0
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	746	830	552	134	357	383	458	619	126
Participación minoritaria en la utilidad	35	51	37	28	23	25	29	34	20
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	711	778	516	106	334	359	429	585	106
<i>Cifras UDM</i>								<i>Cifras 9M</i>	
Cambio en Ventas (%)	12.1%	2.6%	-7.0%	-29.0%	18.4%	6.7%	5.9%	0.1%	-38.2%
Margen Bruto	30.5%	31.6%	32.2%	22.1%	29.0%	30.0%	31.0%	33.0%	23.6%
Margen EBITDA	20.8%	20.6%	20.1%	8.0%	16.0%	17.0%	18.2%	21.4%	8.1%
EBITDA Ajustado <sup>2</sup>	1,042	1,111	1,045	382	717	762	840	1,070	408
Margen EBITDA Ajustado	23.1%	24.0%	24.3%	12.5%	19.8%	19.7%	20.6%	31.4%	19.4%
Tasa de Impuestos (%)	20.7%	11.8%	31.3%	27.8%	30.0%	30.0%	30.0%	12.7%	-3.4%
<b>Operativo</b>									
Volumen de Ventas	10,190	7,837	7,416	3,913	4,940	5,750	6,163	5,935	2,703
Precio Promedio (Miles de pesos)	396	528	552	755	694	636	628	540	753
Intereses capitalizables en costo de ventas	104	158	189	144	146	114	104	112	106
<b>Intereses totales pagados</b>	208	363	398	384	376	344	305	274	287
Tasa Pasiva (incluye intereses capitalizables)	9.7%	12.8%	11.3%	10.0%	9.6%	9.1%	8.2%	10.3%	10.2%
<b>Tasa Activa</b>	3.5%	2.9%	1.6%	1.3%	1.2%	1.2%	1.7%	2.6%	1.3%

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

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 4T20.

1) Incluye amortización de arrendamientos capitalizables por IFRS 16.

2) EBITDA Ajustado por intereses capitalizados en inventarios.

CADU (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)									
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	2023P	9M19	9M20
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	940	940	804	186	510	547	655	709	122
Depreciación y Amortización	11	12	33	33	34	34	34	9	15
Intereses a Favor	(37)	(35)	(15)	(14)	(18)	(12)	(20)	(14)	(11)
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>(27)</b>	<b>(23)</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>14</b>	<b>(5)</b>	<b>4</b>
Intereses Devengados	27	36	43	40	52	86	75	0	45
Otras Partidas de Financiamiento ***	104	158	220	176	146	114	104	112	138
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>130</b>	<b>194</b>	<b>263</b>	<b>217</b>	<b>198</b>	<b>200</b>	<b>179</b>	<b>112</b>	<b>184</b>
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>1,044</b>	<b>1,112</b>	<b>1,087</b>	<b>421</b>	<b>724</b>	<b>769</b>	<b>848</b>	<b>816</b>	<b>310</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	(78)	(4)	139	(120)	7	2	(28)	42	(89)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(986)	(1,461)	(292)	300	(377)	(325)	(525)	(352)	384
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	14	(56)	(483)	(194)	(23)	(80)	79	(234)	(333)
Incremento (Decremento) en Proveedores	69	(3)	101	5	(8)	14	7	(107)	138
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	224	331	(309)	(158)	11	(3)	29	(217)	(172)
<b>Capital de trabajo</b>	<b>(758)</b>	<b>(1,193)</b>	<b>(844)</b>	<b>(167)</b>	<b>(391)</b>	<b>(391)</b>	<b>(438)</b>	<b>(867)</b>	<b>(71)</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos <sup>1</sup>	(85)	(80)	(49)	(6)	(76)	(75)	(77)	14	64
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>(843)</b>	<b>(1,273)</b>	<b>(893)</b>	<b>(173)</b>	<b>(467)</b>	<b>(467)</b>	<b>(515)</b>	<b>(853)</b>	<b>(8)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>201</b>	<b>(161)</b>	<b>194</b>	<b>248</b>	<b>257</b>	<b>303</b>	<b>333</b>	<b>(37)</b>	<b>302</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(26)	(34)	(7)	(6)	(24)	(24)	(24)	0	0
Intereses Cobrados	37	35	15	14	18	12	20	14	11
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>33</b>	<b>(9)</b>	<b>(9)</b>	<b>(1)</b>	<b>14</b>	<b>11</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>214</b>	<b>(160)</b>	<b>203</b>	<b>282</b>	<b>248</b>	<b>294</b>	<b>332</b>	<b>(22)</b>	<b>313</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	2,954	3,166	3,566	918	678	744	777	2,066	1,354
Financiamientos Bursátiles	0	500	500	700	0	0	0	500	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(2,467)	(2,542)	(3,549)	(1,275)	(660)	(666)	(658)	(2,115)	(1,289)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(230)	(160)	(160)	(14)	0	0	0	(120)	0
Amortización de Arrendamientos IFRS 16	0	0	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	0	0
Intereses Pagados, incluye capitalizables	(208)	(363)	(398)	(384)	(376)	(344)	(305)	(274)	(287)
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>49</b>	<b>601</b>	<b>(51)</b>	<b>(65)</b>	<b>(368)</b>	<b>(276)</b>	<b>(197)</b>	<b>57</b>	<b>(222)</b>
Recompra de Acciones	(1)	(3)	(35)	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	(273)	(9)	(7)	0	0	0	(43)	(7)
Dividendos Pagados	(226)	(257)	(289)	0	0	0	0	(291)	0
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>(227)</b>	<b>(533)</b>	<b>(334)</b>	<b>(7)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(334)</b>	<b>(7)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>(178)</b>	<b>68</b>	<b>(385)</b>	<b>(72)</b>	<b>(368)</b>	<b>(276)</b>	<b>(197)</b>	<b>(277)</b>	<b>(229)</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>36</b>	<b>(92)</b>	<b>(183)</b>	<b>210</b>	<b>(120)</b>	<b>17</b>	<b>135</b>	<b>(299)</b>	<b>84</b>
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	730	766	674	491	701	581	598	674	491
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>766</b>	<b>674</b>	<b>491</b>	<b>701</b>	<b>581</b>	<b>598</b>	<b>733</b>	<b>376</b>	<b>575</b>
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	(11)	(12)	(26)	(26)	(26)	(26)	(26)	(12)	(26)
Ajustes especiales <sup>1</sup>	178	235	115	85	124	116	28	145	(55)
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>368</b>	<b>62</b>	<b>284</b>	<b>308</b>	<b>355</b>	<b>393</b>	<b>335</b>	<b>(52)</b>	<b>452</b>
Amortización de Deuda	2,697	2,702	3,709	1,289	660	666	658	2,235	1,289
Revolencia	(2,176)	(1,958)	(3,061)	(700)	0	0	0	(1,649)	(253)
Amortización de Deuda Final	521	744	648	589	660	666	658	586	1,036
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	170	328	383	370	358	333	286	362	401
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>691</b>	<b>1,072</b>	<b>1,032</b>	<b>959</b>	<b>1,018</b>	<b>999</b>	<b>944</b>	<b>948</b>	<b>1,436</b>
<b>DSCR</b>	<b>0.5</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>(0.1)</b>	<b>0.3</b>
Caja Inicial Disponible	730	766	674	491	701	581	598	788	376
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>1.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>4.6</b>	<b>45.9</b>	<b>11.4</b>	<b>10.6</b>	<b>9.1</b>	<b>8.0</b>	<b>9.0</b>	<b>(64.8)</b>	<b>7.1</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.8</b>	<b>3.0</b>	<b>3.7</b>	<b>13.4</b>	<b>5.6</b>	<b>4.8</b>	<b>4.0</b>	<b>1.3</b>	<b>10.4</b>

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

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 4T20.

\*\*\* Se refiere al costo de financiamiento capitalizado reconocido dentro del costo de ventas

1) Ajuste especial por adquisición de Reserva Territorial

**Anexo - Escenario de Estrés**

CADU (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)									
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	2023P	3T19	3T20
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>7,636</b>	<b>9,383</b>	<b>10,012</b>	<b>10,086</b>	<b>10,143</b>	<b>10,405</b>	<b>10,677</b>	<b>9,563</b>	<b>10,090</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>4,573</b>	<b>4,870</b>	<b>4,256</b>	<b>4,784</b>	<b>4,722</b>	<b>4,615</b>	<b>4,882</b>	<b>4,382</b>	<b>5,023</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	608	508	491	684	439	342	353	352	575
Cuentas por Cobrar a Clientes	463	436	297	456	475	470	502	396	385
Partes Relacionadas	97	156	219	295	380	356	247	208	198
Inventarios	2,855	3,513	2,763	2,532	2,663	2,687	3,171	2,651	2,645
Otras Cuentas por Cobrar <sup>1</sup>	549	257	485	817	765	760	609	776	1,219
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>3,063</b>	<b>4,513</b>	<b>5,757</b>	<b>5,302</b>	<b>5,422</b>	<b>5,790</b>	<b>5,795</b>	<b>5,181</b>	<b>5,067</b>
Cuentas y Doctos. por Cobrar	0	14	211	0	0	0	0	0	0
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	67	89	63	39	34	30	26	84	49
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	218	235	27	27	30	27	24	50	56
Efectivo Restringido	158	166	0	0	0	0	0	24	0
Otros Activos No Circulantes	60	69	27	27	30	27	24	26	56
Impuestos Diferidos	41	80	107	128	141	155	156	0	24
Otros Activos LP	2,737	4,095	5,323	5,071	5,176	5,534	5,546	5,047	4,913
Inventarios a LP	2,737	3,971	5,179	4,911	5,015	5,371	5,382	4,923	4,913
Pagos Anticipados	0	125	144	160	161	163	165	125	0
Activos por derechos de uso	0	0	26	37	40	44	42	0	25
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>3,597</b>	<b>4,774</b>	<b>5,175</b>	<b>5,203</b>	<b>5,021</b>	<b>5,020</b>	<b>4,991</b>	<b>4,659</b>	<b>5,127</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>1,369</b>	<b>1,331</b>	<b>2,217</b>	<b>1,365</b>	<b>1,153</b>	<b>1,163</b>	<b>1,087</b>	<b>1,342</b>	<b>1,821</b>
Pasivo con Costo	744	648	1,696	939	724	723	628	1,036	1,277
Proveedores	459	160	261	222	216	229	237	212	219
Impuestos por Pagar	37	28	69	34	38	28	31	2	71
Otros sin Costo	129	494	191	169	176	183	190	92	254
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>2,228</b>	<b>3,443</b>	<b>2,958</b>	<b>3,838</b>	<b>3,868</b>	<b>3,857</b>	<b>3,904</b>	<b>3,317</b>	<b>3,306</b>
Pasivo con Costo	1,576	2,713	2,017	3,038	3,015	2,941	2,914	2,666	2,500
Impuestos Diferidos	652	731	920	779	831	892	970	650	788
Pasivos por Arrendamientos	0	0	20	21	22	24	20	0	17
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>4,039</b>	<b>4,609</b>	<b>4,837</b>	<b>4,882</b>	<b>5,122</b>	<b>5,384</b>	<b>5,686</b>	<b>4,904</b>	<b>4,963</b>
<b>Minoritario</b>	<b>55</b>	<b>104</b>	<b>139</b>	<b>43</b>	<b>58</b>	<b>75</b>	<b>94</b>	<b>138</b>	<b>126</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	41	86	136	111	43	58	75	127	111
Utilidad del Ejercicio	14	18	3	(68)	15	17	19	11	15
<b>Mayoritario</b>	<b>3,984</b>	<b>4,505</b>	<b>4,698</b>	<b>4,839</b>	<b>5,064</b>	<b>5,309</b>	<b>5,592</b>	<b>4,766</b>	<b>4,837</b>
Capital Contribuido	171	171	171	170	170	170	170	171	170
Utilidades Acumuladas	3,102	3,556	4,012	4,561	4,670	4,894	5,139	4,010	4,561
Utilidad del Ejercicio	711	778	516	108	225	245	283	585	106
<b>Deuda Total</b>	<b>2,320</b>	<b>3,361</b>	<b>3,713</b>	<b>3,978</b>	<b>3,738</b>	<b>3,665</b>	<b>3,541</b>	<b>3,702</b>	<b>3,778</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>1,712</b>	<b>2,853</b>	<b>3,222</b>	<b>3,294</b>	<b>3,299</b>	<b>3,323</b>	<b>3,188</b>	<b>3,350</b>	<b>3,203</b>
<b>Días Cuenta por Cobrar Clientes</b>	<b>35</b>	<b>44</b>	<b>34</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>35</b>	<b>44</b>
<b>Días Inventario</b>	<b>643</b>	<b>852</b>	<b>980</b>	<b>1,154</b>	<b>1,159</b>	<b>1,151</b>	<b>1,157</b>	<b>493</b>	<b>642</b>
<b>Días por Pagar Proveedores</b>	<b>37</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>0</b>	<b>25</b>	<b>36</b>

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

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 4T20.

1) Incluye pagos anticipados, deudores diversos, ISR por recuperar, IVA por recuperar y otras cuentas por cobrar.

CADU (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)									
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	2023P	9M19	9M20
<b>Ventas Netas</b>	4,507	4,626	4,304	2,904	3,221	3,414	3,622	3,404	2,104
Venta de Viviendas	4,030	4,138	4,094	2,808	3,054	3,236	3,427	3,204	2,035
Servicios de Construcción y Venta de Terrenos	477	488	209	96	167	178	195	200	69
<b>Costos de Operación</b>	3,133	3,164	2,917	2,323	2,384	2,519	2,662	2,279	1,607
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	1,375	1,462	1,386	581	838	894	960	1,124	498
Gastos de Generales	436	509	523	412	419	444	464	397	326
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	939	952	863	168	419	451	496	727	171
Depreciación y amortización	11	12	33	33	33	34	34	9	15
Depreciación PP&E	11	12	26	26	26	26	26	9	9
Amortización <sup>1</sup>	0	0	7	7	8	8	8	0	5
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	928	940	831	135	385	417	462	718	157
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	928	940	831	135	385	417	462	718	157
Ingresos por Intereses	37	35	15	5	15	12	11	14	11
Intereses Pagados	27	36	43	62	57	55	42	23	45
Ingreso Financiero Neto	11	(1)	(28)	(57)	(42)	(43)	(31)	(9)	(35)
Resultado Cambiario	2	(0)	(0)	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	13	(2)	(28)	(57)	(42)	(43)	(31)	(9)	(35)
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	940	940	804	78	343	374	431	709	122
Impuestos sobre la Utilidad	195	111	252	33	103	112	129	90	(4)
Impuestos Causados	86	71	82	42	51	51	51	90	(4)
Impuestos Diferidos	109	40	170	(9)	52	61	79	0	0
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	746	830	552	45	240	262	302	619	126
Participación minoritaria en la utilidad	35	51	37	(63)	15	17	19	34	20
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	711	778	516	108	225	245	283	585	106
<i>Cifras UDM</i>								<i>Cifras 6M</i>	
Cambio en Ventas (%)	12.1%	2.6%	-7.0%	-32.5%	10.9%	6.0%	6.1%	0.1%	-38.2%
Margen Bruto	30.5%	31.6%	32.2%	20.0%	26.0%	26.2%	26.5%	33.0%	23.6%
Margen EBITDA	20.8%	20.6%	20.1%	5.8%	13.0%	13.2%	13.7%	21.4%	8.1%
EBITDA Ajustado <sup>2</sup>	1,042	1,111	1,052	312	565	564	600	1,070	413
Margen EBITDA Ajustado	23.1%	24.0%	24.5%	10.7%	17.5%	16.5%	16.6%	31.4%	19.6%
Tasa de Impuestos (%)	20.7%	11.8%	31.3%	41.9%	30.0%	30.0%	30.0%	12.7%	-3.4%
<b>Operativo</b>									
Volumen de Ventas	10,190	7,837	7,416	3,818	4,762	5,455	5,863	5,935	2,703
Precio Promedio (Miles de pesos)	396	528	552	735	641	593	585	540	753
Intereses capitalizables en costo de ventas	104	158	189	144	146	114	104	112	106
Intereses capitalizados en inventarios	77	327	355	199	210	210	200	198	104
<b>Intereses totales pagados</b>	208	363	398	406	402	378	346	274	287
Tasa Pasiva (incluye intereses capitalizables)	9.7%	12.8%	11.3%	10.6%	10.4%	10.2%	9.6%	10.3%	10.2%
Tasa Activa	3.5%	2.9%	1.6%	0.5%	1.2%	1.3%	1.2%	2.6%	1.3%

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

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 4T20.

1) Incluye amortización de arrendamientos capitalizables por IFRS 16.

2) EBITDA Ajustado por intereses capitalizados en inventarios.



CADU (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)									
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	2023P	9M19	9M20
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	940	940	804	78	343	374	431	709	122
Depreciación y Amortización	11	12	33	33	33	34	34	9	15
Intereses a Favor	(37)	(35)	(15)	(5)	(15)	(12)	(11)	(14)	(11)
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>(27)</b>	<b>(23)</b>	<b>20</b>	<b>28</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>(5)</b>	<b>4</b>
Intereses Devengados	27	36	43	62	57	55	42	0	45
Otras Partidas de Financiamiento ***	104	158	220	176	146	114	104	112	138
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>130</b>	<b>194</b>	<b>263</b>	<b>238</b>	<b>203</b>	<b>168</b>	<b>146</b>	<b>112</b>	<b>184</b>
<b>Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>1,044</b>	<b>1,112</b>	<b>1,087</b>	<b>345</b>	<b>565</b>	<b>564</b>	<b>600</b>	<b>816</b>	<b>310</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	(78)	(4)	139	(159)	(19)	5	(32)	42	(89)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(986)	(1,461)	(292)	499	(234)	(381)	(495)	(352)	384
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	14	(56)	(483)	(234)	(47)	13	257	(234)	(333)
Incremento (Decremento) en Proveedores	69	(3)	101	(39)	(6)	13	9	(107)	138
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	224	331	(309)	(171)	10	(2)	10	(217)	(172)
<b>Capital de trabajo</b>	<b>(758)</b>	<b>(1,193)</b>	<b>(844)</b>	<b>(104)</b>	<b>(296)</b>	<b>(352)</b>	<b>(251)</b>	<b>(867)</b>	<b>(71)</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos <sup>1</sup>	(85)	(80)	(49)	17	(51)	(51)	(51)	14	64
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>(843)</b>	<b>(1,273)</b>	<b>(893)</b>	<b>(87)</b>	<b>(347)</b>	<b>(403)</b>	<b>(302)</b>	<b>(853)</b>	<b>(8)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>201</b>	<b>(161)</b>	<b>194</b>	<b>258</b>	<b>218</b>	<b>161</b>	<b>298</b>	<b>(37)</b>	<b>302</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(26)	(34)	(7)	(5)	(22)	(22)	(22)	0	0
Intereses Cobrados	37	35	15	5	15	12	11	14	11
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>28</b>	<b>(9)</b>	<b>(7)</b>	<b>(8)</b>	<b>14</b>	<b>11</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>214</b>	<b>(160)</b>	<b>203</b>	<b>286</b>	<b>208</b>	<b>155</b>	<b>290</b>	<b>(22)</b>	<b>313</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	2,954	3,166	3,566	918	899	860	800	2,066	1,354
Financiamientos Bursátiles	0	500	500	700	0	0	0	500	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(2,467)	(2,542)	(3,549)	(1,275)	(939)	(724)	(723)	(2,115)	(1,289)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(230)	(160)	(160)	(14)	0	0	0	(120)	0
Amortización de Arrendamientos IFRS 16	0	0	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	0	0
Intereses Pagados, incluye capitalizables	(208)	(363)	(398)	(406)	(402)	(378)	(346)	(274)	(287)
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>49</b>	<b>601</b>	<b>(51)</b>	<b>(86)</b>	<b>(452)</b>	<b>(252)</b>	<b>(279)</b>	<b>57</b>	<b>(222)</b>
Recompra de Acciones	(1)	(3)	(35)	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	(273)	(9)	(7)	0	0	0	(43)	(7)
Dividendos Pagados	(226)	(257)	(289)	0	0	0	0	(291)	0
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>(227)</b>	<b>(533)</b>	<b>(334)</b>	<b>(7)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(334)</b>	<b>(7)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>(178)</b>	<b>68</b>	<b>(385)</b>	<b>(93)</b>	<b>(452)</b>	<b>(252)</b>	<b>(279)</b>	<b>(277)</b>	<b>(229)</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>36</b>	<b>(92)</b>	<b>(183)</b>	<b>192</b>	<b>(244)</b>	<b>(97)</b>	<b>11</b>	<b>(299)</b>	<b>84</b>
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	730	766	674	491	683	439	342	674	491
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>766</b>	<b>674</b>	<b>491</b>	<b>683</b>	<b>439</b>	<b>342</b>	<b>353</b>	<b>376</b>	<b>575</b>
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	(11)	(12)	(26)	(26)	(26)	(26)	(26)	(12)	(26)
Ajustes especiales <sup>1</sup>	178	235	115	6	52	178	5	145	(55)
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>368</b>	<b>62</b>	<b>284</b>	<b>238</b>	<b>244</b>	<b>314</b>	<b>278</b>	<b>(52)</b>	<b>452</b>
Amortización de Deuda	2,697	2,702	3,709	1,289	939	724	723	2,235	1,289
Revolencia	(2,176)	(1,958)	(3,061)	(700)	0	0	0	(1,649)	(253)
Amortización de Deuda Final	521	744	648	589	939	724	723	586	1,036
Intereses Netos Pagados (Incluy. Capit.)	170	328	383	402	387	366	335	362	401
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>691</b>	<b>1,072</b>	<b>1,032</b>	<b>990</b>	<b>1,326</b>	<b>1,090</b>	<b>1,058</b>	<b>948</b>	<b>1,436</b>
<b>DSCR</b>	<b>0.5</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>(0.1)</b>	<b>0.3</b>
Caja Inicial Disponible	730	766	674	491	683	439	342	788	376
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>1.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>4.6</b>	<b>45.9</b>	<b>11.4</b>	<b>13.8</b>	<b>13.5</b>	<b>10.6</b>	<b>11.5</b>	<b>(64.8)</b>	<b>7.1</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.8</b>	<b>3.0</b>	<b>3.7</b>	<b>19.6</b>	<b>7.9</b>	<b>7.4</b>	<b>6.4</b>	<b>1.3</b>	<b>10.4</b>

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

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Proyecciones a partir del 4T20.

\*\*\* Se refiere al costo de financiamiento capitalizado reconocido dentro del costo de ventas

1) Ajuste especial por adquisición de Reserva Territorial



## HR Ratings Contactos Dirección

### Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

#### Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130  
alberto.ramos@hrratings.com

#### Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130  
fernando.montesdeoca@hrratings.com

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130  
anibal.habeica@hrratings.com

### Análisis

#### Dirección General de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845  
pedro.latapi@hrratings.com

#### Finanzas Públicas Quirografarias / Soberanos

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139  
ricardo.gallegos@hrratings.com

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147  
alvaro.rodriguez@hrratings.com

#### Instituciones Financieras / ABS

Ángel García +52 55 1253 6549  
angel.garcia@hrratings.com

#### Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1253 3140  
alfonso.sales@hrratings.com

#### Dirección General de Análisis Económico

Felix Boni +52 55 1500 3133  
felix.boni@hrratings.com

#### Finanzas Públicas Estructuradas / Infraestructura

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143  
roberto.ballinez@hrratings.com

Roberto Soto +52 55 1500 3148  
roberto.soto@hrratings.com

#### Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 55 1500 3146  
luis.miranda@hrratings.com

José Luis Cano + 52 55 1500 0763  
joseluis.cano@hrratings.com

### Regulación

#### Dirección General de Riesgos

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309  
rogelio.arguelles@hrratings.com

#### Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761  
alejandra.medina@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134  
francisco.valle@hrratings.com



México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. Tel 52 (55) 1500 3130.  
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadora:

Metodología de Riesgo crediticio de Deuda Corporativa, Mayo 2014

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/es/methodology>

**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.**

Calificación anterior	CADU 18: HR A-   Perspectiva Negativa CADU 19: HR A-   Perspectiva Negativa
Fecha de última acción de calificación	CADU 18: 29 de noviembre de 2019 CADU 19; 29 de noviembre de 2019
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T17-3T20
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera anual dictaminada por KPMG, información trimestral pública
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

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (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 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, 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, (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 de México S.A. de C.V. (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, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

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 y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings 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 lo anterior, 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 (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 (o el equivalente en otra moneda).

\*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadoradora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.