

Calificación

CADU 20V HR A+
Perspectiva Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings

Contactos

Heinz Cederborg
Director Asociado de Deuda
Corporativa / ABS
Analista Responsable
heinz.cederborg@hrratings.com

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

Jorge Antón
Analista de Corporativos
jorge.anton@hrratings.com

HR Ratings ratificó la calificación de HR A+ con Perspectiva Estable para la Emisión de CADU 20V

La ratificación de la calificación de Corpovael (y/o Cadu y/o la Empresa) se basa principalmente en una generación de efectivo superior en 45.9% sobre el escenario base, en los últimos doce meses al tercer trimestre de 2021 (UDM al 3T21). Respecto a las ventas, proyectamos una Tasa Media Anual de Crecimiento (TMAC₂₀₋₂₄) de 6.4% como resultado de una recuperación económica en Quintana Roo derivado principalmente de la reactivación del turismo. De la misma forma, proyectamos un crecimiento en el EBITDA y margen EBITDA derivado de la venta de terrenos en el periodo proyectado con mayor margen de operación que la venta de viviendas. De igual manera, estamos proyectando un incremento en la generación de FLE que alcanzará niveles de P\$664 millones (m) en 2024 como resultado de mayores niveles de rentabilidad proyectados a partir de 2022. Actualmente la Empresa cuenta con una emisión de un Bono Verde con clave de pizarra CADU 20V, con un saldo insoluto de P\$357m. Es importante mencionar que la calificación considera un factor cualitativo positivo relacionado con la garantía contratada con el BID y con SHF abarca el 50% del saldo insoluto de la Emisión y podrá ser utilizada para el pago de principal e intereses de los CEBURS y la garantía líquida considera la constitución de un fondo de reserva por un equivalente del 10% de la Emisión. La emisión tiene vencimiento el 12 de diciembre de 2027, con el pago del principal a fecha de vencimiento y un costo de TIIE 28 + 300 pb. Adicionalmente, cabe mencionar que dichos recursos están destinados financiar o refinanciar Proyectos Verdes, es decir, proyectos que cuenten con la certificación ECOCOSA, EDGE o cualquier otra certificación ambiental aprobada por la Climate Bonds Initiative, los proyectos verdes también deben estar alineados con los ODS.

Características de la Emisión CADU 20V

Emisor	Corpovael, S.A.B. de C.V.
Tipo de Valor	Certificados bursátiles.
Modalidad	Bono verde certificado por el <i>Climate Bonds Initiative</i>
Clave de Pizarra	CADU 20V
Monto del Programa	Hasta P\$2,000m o su equivalente en Unidades de Inversión con Carácter Revolvente
Vigencia del Programa	5 años contados a partir de la fecha de autorización del Programa de la Comisión Nacional de Bancarios y Valores.
Monto de la Emisión	Hasta P\$700m .
Vigencia de la Emisión	2,548 días, que es un plazo equivalente a aproximadamente 7 años a partir de la fecha de colocación.
Tasa de la Emisión	TIIE ₂₈ + Sobretasa por definir.
Amortización de principal	A la fecha de vencimiento. No obstante, el Emisor podrá llevar a cabo el pago de principal antes de la fecha de vencimiento en cuatro pagos iguales de P\$175m, precisamente en las últimas cuatro fechas de pago de intereses sin que constituya una obligación por parte del Emisor y sin que la falta de pago se considere un incumplimiento.
Destino de los fondos	Financiar o refinanciar los Proyectos Verdes, es decir, proyectos que cuenten con la certificación ECOCOSA, EDGE o cualquier otra certificación ambiental aprobada por la <i>Climate Bonds Initiative</i> . Los Proyectos Verdes también deben estar alineados con los ODS
Garantía	La Garantía será lo que resulte menor de entre: P\$350m 50% de la Emisión
Representante común	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero.

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por la Empresa.

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 2021 a 2024.

Supuestos y Resultados ¹	UDM		Escenario Base				Escenario de Estrés					
	3T20	3T21	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2021P	2022P	2023P	2024P
Ventas	3,004	3,502	4,304	3,247	3,110	3,590	4,046	4,159	3,022	3,140	3,517	3,615
EBITDA	307	421	863	258	447	574	660	695	401	345	422	470
Margen EBITDA	10.2%	12.0%	20.1%	8.0%	14.4%	16.0%	16.3%	16.7%	13.3%	11.0%	12.0%	13.0%
Flujo Libre de Efectivo *	1,238	683	286	995	782	505	660	664	542	372	508	517
Servicio de la Deuda	1,393	1,570	1,011	1,993	1,200	1,646	1,241	1,070	1,201	1,714	1,383	1,273
Deuda Total	3,778	3,323	3,713	3,618	3,193	2,595	2,207	1,703	3,293	2,950	2,712	2,511
Deuda Neta	3,203	2,869	3,222	3,052	2,872	2,429	1,978	1,487	3,113	2,825	2,567	2,278
Caja inicial	376	575	674	491	566	321	166	228	566	180	124	143
Años de Pago (DN / FLE)	2.6	4.2	11.3	3.1	3.7	4.8	3.0	2.2	5.7	7.6	5.1	4.4
DSCR **	0.9x	0.4x	0.3x	0.5x	0.7x	0.3x	0.5x	0.6x	0.5x	0.2x	0.4x	0.4x
DSCR con caja inicial	1.2x	0.8x	0.9x	0.7x	1.1x	0.5x	0.7x	0.8x	0.9x	0.3x	0.5x	0.5x
ACP***	0.7x	1.0x	0.7x	0.7x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x	1.1x	1.2x	1.2x	1.2x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T21.

*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).

*** Activos comercializables a pasivos totales (ACP)

¹ Cifras en millones de pesos mexicanos.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Ligera Reducción en Ingresos.** Los ingresos tuvieron una contracción respecto al escenario base de -6.0% derivado de mayores restricciones por parte del Infonavit e instituciones financieras y la entrada en vigor la reforma laboral en materia de subcontratación Como resultado de lo anterior, la Empresa logró escriturar 3,965 viviendas (vs. 5,561 en el escenario base).
- **Mayor generación de EBITDA.** La generación de EBITDA alcanzó niveles en los UDM a 3T21 de P\$421m +37.1% a/a, debido a menores comisiones pagadas por una disminución de las ventas registradas en Ciudad de México, ante la culminación de la venta del desarrollo Oasis en 2020 y la desaceleración en la venta de Torre Lago en el 3T21. Esta generación de EBITDA se tradujo en un margen EBITDA de 12.0% (vs. 10.2% a/a).

Mayor generación de FLE. El Flujo Libre de Efectivo cerró en los UDM 3T21 P\$683m (+45.9% vs. P\$569m en el escenario base). Esto, derivado de menores presiones en capital de trabajo, principalmente por de inventarios, en línea con la estrategia de la Empresa de generar más FLE para destinarlo al pago de la deuda y mantener la operación de la Empresa.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Crecimiento en Ventas.** Estimamos una $TMAC_{20-24}$ de 6.4%, que alcanzaría niveles de P\$4,159m en 2024 (vs. P\$3,247m en 2020), como resultado de la recuperación paulatina de la demanda, principalmente en el estado de Quintana Roo, impulsada por la escrituración de viviendas en el desarrollo de Aldea Tulum y la recuperación económica de la zona.
- **Incremento en EBITDA.** Un incremento en el EBITDA y Margen EBITDA alcanzando niveles de P\$695m y 16.7% se daría como consecuencia de una recuperación de ventas principalmente en el estado de Quintana Roo. De la misma forma, estamos proyectando un incremento en el margen bruto resultado de la venta de terrenos en 2022, 2023 y 2024. Los terrenos tienen un margen bruto de ~64% (vs. ~28% de la venta de viviendas).
- **Menor nivel de endeudamiento.** Estimamos niveles de deuda total de P\$1,703m en 2024. La disminución proyectada está en línea con la política de desapalancamiento que mantiene la Empresa, resultando en un DSCR promedio para el periodo proyectado de 0.5x.

Factores que pudieran subir la calificación

- **Mayor generación de FLE.** En caso de que la Empresa incremente su generación de FLE 23.0% mayor que nuestras proyecciones, mediante un eficiente capital de trabajo, mostrando un incremento en el DSCR por arriba de 0.6x de manera sostenida, la calificación podría modificarse al alza.
- **Incremento en margen EBITDA.** Si el margen EBITDA tuviera un incremento en 35.0%, derivada de una mayor absorción de gastos como resultado de mayores eficiencias operativas, y esté alcanzara niveles promedio por arriba de 20.4%, esto podría impactar positivamente a la calificación.

Factores que pudieran bajar la calificación

- **Incremento en Inventarios.** Si los inventarios tuvieran un incremento de días promedio de 578 días como consecuencia de menor rotación de inventario, esto generaría presiones en la generación de efectivo, lo que aumentaría la presión en los DSCR e impactaría negativamente la calificación.
- **Incremento en el Costo de Ventas.** Si los costos de ventas tuvieran un incremento importante mayor a los niveles de inflación proyectado mismos que no se pudiera trasladar a los clientes, esto afectaría los márgenes de operación y, por lo tanto, a la calificación.

Anexo - Escenario Base

Balance en Pesos Nominales (millones)								
	2019*	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	3T20	3T21
ACTIVOS TOTALES	10,012	9,989	10,217	9,731	9,743	9,658	10,090	10,347
Activo Circulante	4,256	4,160	6,394	5,881	5,664	5,326	5,023	6,836
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	491	515	271	116	178	166	575	404
Cuentas por Cobrar a Clientes	297	366	960	964	754	667	385	1,173
Otras Cuentas por Cobrar Neto	705	600	409	434	461	489	1,417	403
Inventarios	2,763	2,679	4,754	4,368	4,271	4,003	2,645	4,857
Activos no Circulantes	5,757	5,829	3,823	3,849	4,079	4,332	5,067	3,511
Cuentas y Doctos. por Cobrar	211	574	240	260	282	305	0	0
Pagos Anticipados	143.8	0	192	0	0	0	0	192
Inventario inmobiliarios LP	5,179	4,975	3,034	3,221	3,418	3,628	4,913	2,990
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	63	46	41	42	43	47	49	41
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	4	0	0	0	0	0	0	0
Otros Activos	155	235	315	326	336	352	105	289
Impuestos diferidos	23	139	219	228	238	247	56	217
Efectivo restringido***	0	50	50	50	50	50	0	50
Impuestos por recuperar	107	24	24	25	27	28	24	0
Arrendamientos	26	22	22	22	22	27	25	22
PASIVOS TOTALES	5,175	5,029	4,907	4,140	3,799	3,316	5,127	5,086
Pasivo Circulante	2,217	1,522	2,168	1,651	1,579	708	1,821	1,128
Pasivo con Costo	1,696	889	1,398	1,038	903	0	1,277	322
Proveedores	261	284	429	240	271	295	219	482
Impuestos por Pagar	69	132	132	133	134	135	71	132
Depositos para viviendas	191	217	208	240	270	278	254	193
Pasivos por Arrendamiento	6	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos no Circulantes	2,958	3,507	2,739	2,488	2,220	2,608	3,306	3,958
Pasivo con Costo	2,017	2,729	1,795	1,557	1,303	1,703	2,500	3,001
Impuestos Diferidos	920	761	928	914	899	882	788	940
Otros Activos	20	17.0	17	18	18	22	17	17
Pasivos por Arrendamiento	20	17	17	18	18	22	17	17
CAPITAL CONTABLE	4,837	4,959	5,310	5,591	5,945	6,342	4,963	5,261
Minoritario	139	126	239	272	315	362	126	287
Utilidad del Ejercicio	3	22	22	34	42	48	15	70
Mayoritario	4,698	4,834	5,072	5,319	5,630	5,980	4,837	4,974
Capital Contribuido	1,613	1,705	1,678	1,678	1,678	1,678	1,705	1,678
Utilidades Acumuladas	3,074	3,130	3,295	3,394	3,642	3,642	3,133	3,295
Utilidad del Ejercicio	10	-2	99	247	311	660	-0	1
Deuda Total	3,713	3,618	3,193	2,595	2,207	1,703	3,778	3,323
Deuda Neta	3,222	3,052	2,872	2,429	1,978	1,487	3,203	2,869
Días Cuenta por Cobrar Clientes	34	43	121	88	74	60	44	92
Días Inventario	501	567	622	633	530	497	642	462
Días por Pagar Proveedores	30	33	58	26	35	37	36	45

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 4T21.

*** Fondo de reserva garantizar el Bono Verde

Modelo (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)								
	2019*	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	9M20	9M21
Ventas Netas	4,304	3,247	3,110	3,590	4,046	4,159	2,104	2,359
Venta de bienes	4,094	3,038	2,732	3,359	3,814	3,926	2,035	2,067
Construcción	20	150	134	156	156	156	8	75
Venta de terrenos	189	59	245	75	77	77	62	217
Costos de Operación	2,917	2,529	2,248	2,581	2,905	2,982	1,607	1,696
Utilidad Operativa bruta	1,386	718	862	1,009	1,141	1,177	498	663
Gastos de Generales	523	460	415	434	482	482	326	329
EBITDA	863	258	447	574	660	695	171	334
Depreciación y Amortización	33	26	32	37	39	28	15	11
Depreciación	16	14	20	25	27	16	9	6
Amortización	7	12	12	12	12	12	5	5
Utilidad de Operación	831	232	415	537	620	666	157	323
Otros Ingresos y (gastos) netos	0	0	-11	0	0	0	0	-11
Utilidad de Oper. Neto	831	232	404	537	620	666	157	313
Ingresos por Intereses	15	13	20	16	15	14	11	9
Intereses Pagados	43	73	81	151	130	113	45	49
Resultado del Financiamiento	-28	-60	-61	-135	-116	-99	-35	-40
Utilidad después del RIF	802	172	342	402	505	567	122	273
Participación en Subsidiarias	2	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad antes de Impuestos	804	172	342	402	505	567	122	273
Impuestos sobre la Utilidad	172	25	133	121	151	170	-4	112
Impuestos Causados	252	103	145	134	166	187	-4	112
Impuestos Diferidos	-80	-77	-12	-14	-15	-17	0	0
Utilidad Neta Consolidada	633	147	210	281	353	397	126	161
Participación minoritaria	37	42	112	34	42	48	20	161
Participación mayoritaria	596	105	98	247	311	350	106	1
<i>Cifras UDM</i>								
Cambio en Ventas (%)	-7.0%	-24.5%	-4.2%	15.4%	12.7%	2.8%	-35.1%	16.6%
Margen Bruto	32.2%	22.1%	27.7%	28.1%	28.2%	28.3%	25.3%	25.2%
Margen EBITDA	20.1%	8.0%	14.4%	16.0%	16.3%	16.7%	10.2%	12.0%
Tasa de Impuestos (%)	21.3%	14.7%	38.7%	30.0%	30.0%	30.0%	35.7%	43.7%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	69	71	75	85	94	84	61	86
Retorno sobre Capital Empleado (%)	19.7%	5.9%	9.8%	10.2%	12.6%	0.0%	6.8%	10.6%
Intereses capitalizables	189	144	138	113	88	68	182	145
Intereses totales pagados	378	310	331	264	218	181	273	267
Tasa Pasiva	10.2%	8.0%	9.8%	9.2%	9.4%	9.3%	1.7%	2.1%
Tasa Activa	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.6%	1.3%	0.9%

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 4T21.

Modelo (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)	2019*	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	9M20	9M21
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	804	172	342	402	505	567	122	273
Depreciación y Amortización	33	26	32	37	39	28	15	11
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	2	0	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-15	-13	-20	-16	-15	-14	-11	-9
Partidas Relacionadas con Actividades de Invers	20	13	12	21	24	14	4	2
Intereses Devengados	43	73	81	151	130	113	45	49
Otras Partidas	220	219	219	113	88	68	138	188
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	263	291	300	264	218	181	183	237
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util	1,087	477	655	687	747	762	310	512
Decremento (Incremento) en Clientes	139	110	188	-4	210	86	-89	-25
Decremento (Incremento) en Inventarios	-292	399	-119	200	-101	58	384	-177
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar	-483	-280	-511	-54	-57	-61	-333	-262
Incremento (Decremento) en Proveedores	101	94	404	-189	30	25	138	456
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-309	-219	16	33	32	9	-172	1
Capital de trabajo	-844	104	-22	-14	114	116	-71	-7
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-49	-69	-33	-134	-166	-187	64	0
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-893	36	-55	-148	-52	-71	8	-7
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper	194	512	600	539	695	691	302	504
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-7	0	-15	-26	-27	-20	0	0
Inversión en Activos Intangibles	-11	-12	-14	-13	-12	-17	-8	-7
Acciones en Tesorería	0	0	-29	0	0	0	0	-29
Intereses Cobrados	15	13	20	16	15	14	11	9
Flujos Netos de Actividades de Inversión	-3	1	-38	169	-24	-23	3	-27
Efectivo Excedente	191	514	562	708	670	669	304	478
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	3,566	1,648	1,386	800	650	400	1,354	1,136
Financiamientos Bursátiles	500	502	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos	-10	0	7	13	12	17	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	-3,549	-2,245	-1,811	-1,398	-1,038	-903	-1,289	-1,431
Amortización de Financiamientos Bursátiles	-160	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	-9	-10	-12	-12	-12	-12	-7	-5
Intereses Pagados y otras partidas	-378	-310	-331	-264	-218	-181	-273	-267
Intereses Pagados por arrendamientos	0	0	-0	-0	-0	-0	0	0
Financiamiento "Ajeno"	-40	-414	-761	-862	-607	-680	-214	-568
Recompra de Acciones	-35	0	0	0	0	0	0	0
Otras entradas y salidas de efectivo	-9	-25	-46	-1	-1	-1	-7	-22
Dividendos Pagados	-289	0	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Propio"	-334	-25	-46	-1	-1	-1	-7	-22
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-374	-439	-807	-863	-608	-681	-221	-590
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-183	74	-245	-155	62	-12	84	-112
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	674	491	566	321	166	228	491	566
Efectivo y equiv. al final del Periodo	491	566	321	166	228	216	575	454
<i>Cifras UDM</i>								
Capex de Mantenimiento	-23	-18	-23	-26	-27	-20	-27	-16
Ajustes especiales	115	511	217	4	5	5	764	-8
Flujo Libre de Efectivo	286	995	782	505	660	664	1,238	683
Amortización de Deuda	3,718	2,254	1,811	1,398	1,038	903	2,763	2,387
Revolencia automática	-3,070	-558	-922	0	0	0	-1,727	-1,110
Amortización de Deuda Final	648	1,696	889	1,398	1,038	903	1,036	1,277
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	363	297	311	248	203	167	358	293
Servicio de la Deuda	1,011	1,993	1,200	1,646	1,241	1,070	1,393	1,570
DSCR	0.3	0.5	0.7	0.3	0.5	0.6	0.9	0.4
Caja Inicial Disponible	674	491	566	321	166	228	352	575
DSCR con Caja Inicial	0.9	0.7	1.1	0.5	0.7	0.8	1.1	0.8
Deuda Neta a FLE	11.3	3.1	3.7	4.8	3.0	2.2	2.6	4.2
Deuda Neta a EBITDA	3.7	11.8	6.4	4.2	3.0	2.1	10.4	6.8

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 4T21.

Anexo - Escenario de Estrés

Modelo (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)								
	2019*	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	3T20	3T21
ACTIVOS TOTALES	10,012	9,989	10,160	9,709	9,660	9,673	10,090	10,347
Activo Circulante	4,256	4,160	6,337	5,859	5,580	5,341	5,023	6,836
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	491	515	130	75	94	182	575	404
Cuentas por Cobrar a Clientes	297	366	974	967	754	667	385	1,173
Otras Cuentas por Cobrar Neto	705	600	409	434	461	489	1,417	403
Inventarios	2,763	2,679	4,824	4,383	4,272	4,003	2,645	4,857
Activos no Circulantes	5,757	5,829	3,823	3,849	4,079	4,332	5,067	3,511
Cuentas y Doctos. por Cobrar	211	574	240	260	282	305	0	0
Pagos Anticipados	143.8	0	192	0	0	0	0	192
Inventario inmobiliarios LP	5,179	4,975	3,034	3,221	3,418	3,628	4,913	2,990
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	63	46	41	42	43	47	49	41
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	4	0	0	0	0	0	0	0
Otros Activos	155	235	315	326	336	352	105	289
Impuestos diferidos	23	139	219	228	238	247	56	217
Efectivo restringido***	0	50	50	50	50	50	0	50
Impuestos por recuperar	107	24	24	25	27	28	24	0
Arrendamientos	26	22	22	22	22	27	25	22
PASIVOS TOTALES	5,175	5,029	4,883	4,327	4,120	3,932	5,127	5,086
Pasivo Circulante	2,217	1,522	2,081	1,567	1,517	482	1,821	1,128
Pasivo con Costo	1,696	889	1,443	1,138	1,051	0	1,277	322
Proveedores	261	284	303	86	96	105	219	482
Impuestos por Pagar	69	132	132	133	134	135	71	132
Depositos para viviendas	191	217	202	210	235	242	254	193
Pasivos por Arrendamiento	6	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos no Circulantes	2,958	3,507	2,803	2,760	2,603	3,450	3,306	3,958
Pasivo con Costo	2,017	2,729	1,850	1,812	1,661	2,511	2,500	3,001
Impuestos Diferidos	920	761	936	931	925	917	788	940
Otros Activos	20	17.0	17	18	18	22	17	17
Pasivos por Arrendamiento	20	17	17	18	18	22	17	17
CAPITAL CONTABLE	4,837	4,959	5,277	5,382	5,540	5,741	4,963	5,261
Minoritario	139	126	272	284	303	327	126	287
Utilidad del Ejercicio	3	22	55	13	19	24	15	70
Mayoritario	4,698	4,834	5,005	5,098	5,237	5,414	4,837	4,974
Capital Contribuido	1,613	1,705	1,678	1,678	1,678	1,678	1,705	1,678
Utilidades Acumuladas	3,074	3,130	3,295	3,328	3,420	3,420	3,133	3,295
Utilidad del Ejercicio	10	-2	33	92	139	316	-0	1
Deuda Total	3,713	3,618	3,293	2,950	2,712	2,511	3,778	3,323
Deuda Neta	3,222	3,052	3,113	2,825	2,567	2,278	3,203	2,869
Días Cuenta por Cobrar Clientes	34	43	125	101	85	69	44	92
Días Inventario	501	567	643	729	609	571	642	462
Días por Pagar Proveedores	30	33	55	15	21	22	36	45

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 4T21.

*** Fondo de reserva garantizar el Bono Verde

Modelo (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)								
	2019*	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	9M20	9M21
Ventas Netas	4,304	3,247	3,022	3,140	3,517	3,615	2,104	2,359
Venta de bienes	4,094	3,038	2,651	2,905	3,281	3,377	2,035	2,067
Construcción	20	150	126	160	160	160	8	75
Venta de terrenos	189	59	245	75	77	77	62	217
Costos de Operación	2,917	2,529	2,183	2,257	2,525	2,592	1,607	1,696
Utilidad Operativa bruta	1,386	718	839	882	992	1,023	498	663
Gastos de Generales	523	460	438	537	570	553	326	329
EBITDA	863	258	401	345	422	470	171	334
Depreciación y Amortización	33	26	32	37	39	28	15	11
Depreciación	16	14	20	25	27	16	9	6
Amortización	7	12	12	12	12	12	5	5
Utilidad de Operación	831	232	368	308	383	441	157	323
Otros Ingresos y (gastos) netos	0	0	-11	0	0	0	0	-11
Utilidad de Oper. Neto	831	232	358	308	383	441	157	313
Ingresos por Intereses	15	13	20	16	15	13	11	9
Intereses Pagados	43	73	82	174	172	166	45	49
Resultado del Financiamiento	-28	-60	-62	-158	-157	-154	-35	-40
Utilidad después del RIF	802	172	295	150	226	288	122	273
Participación en Subsidiarias	2	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad antes de Impuestos	804	172	295	150	226	288	122	273
Impuestos sobre la Utilidad	172	25	118	45	68	86	-4	112
Impuestos Causados	252	103	122	51	73	94	-4	112
Impuestos Diferidos	-80	-77	-4	-6	-5	-8	0	0
Utilidad Neta Consolidada	633	147	177	105	158	201	126	161
Participación minoritaria	37	42	145	13	19	24	20	161
Participación mayoritaria	596	105	32	92	139	177	106	1
<i>Cifras UDM</i>								
Cambio en Ventas (%)	-7.0%	-24.5%	-6.9%	3.9%	12.0%	2.8%	-35.1%	16.6%
Margen Bruto	32.2%	22.1%	27.8%	28.1%	28.2%	28.3%	25.3%	25.2%
Margen EBITDA	20.1%	8.0%	13.3%	11.0%	12.0%	13.0%	10.2%	12.0%
Tasa de Impuestos (%)	21.3%	14.7%	40.1%	30.0%	30.0%	30.0%	35.7%	43.7%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	69	71	73	74	82	73	61	86
Retorno sobre Capital Empleado (%)	19.7%	5.9%	8.6%	5.7%	7.6%	0.0%	6.8%	10.6%
Intereses capitalizables	189	144	138	113	88	68	182	145
Intereses totales pagados	378	310	332	287	260	235	273	267
Tasa Pasiva	10.2%	8.0%	9.8%	9.2%	9.4%	9.2%	1.7%	2.1%
Tasa Activa	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.3%	0.9%

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 4T21.

Modelo (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)								
	2019*	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	9M20	9M21
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	804	172	295	150	226	288	122	273
Depreciación y Amortización	33	26	32	37	39	28	15	11
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	2	0	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-15	-13	-20	-16	-15	-13	-11	-9
Partidas Relacionadas con Actividades de Invers	20	13	12	21	24	16	4	2
Intereses Devengados	43	73	82	174	172	166	45	49
Otras Partidas	220	219	219	113	88	68	138	188
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	263	291	301	287	260	235	183	237
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util	1,087	477	609	458	510	538	310	512
Decremento (Incremento) en Clientes	139	110	174	7	214	86	-89	-25
Decremento (Incremento) en Inventarios	-292	399	-189	254	-86	59	384	-177
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar	-483	-280	-511	-54	-57	-61	-333	-262
Incremento (Decremento) en Proveedores	101	94	277	-217	11	9	138	456
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-309	-219	10	9	26	8	-172	1
Capital de trabajo	-844	104	-238	-1	107	101	-71	-7
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-49	-69	-11	-51	-73	-94	64	0
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-893	36	249	-52	34	7	8	-7
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper	194	512	360	406	544	544	302	504
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-7	0	-15	-26	-27	-20	0	0
Inversión en Activos Intangibles	-11	-12	-14	-13	-12	-17	-8	-7
Acciones en Tesorería	0	0	-29	0	0	0	0	-29
Intereses Cobrados	15	13	20	16	15	13	11	9
Flujos Netos de Actividades de Inversión	-3	1	-38	169	-25	-24	3	-27
Efectivo Excedente	191	514	322	575	519	520	304	478
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	3,566	1,648	1,486	1,100	900	850	1,354	1,136
Financiamientos Bursátiles	500	502	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos	-10	0	7	13	12	17	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	-3,549	-2,245	-1,811	-1,443	-1,138	-1,051	-1,289	-1,431
Amortización de Financiamientos Bursátiles	-160	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	-9	-10	-12	-12	-12	-12	-7	-5
Intereses Pagados y otras partidas	-378	-310	-332	-287	-260	-235	-273	-267
Intereses Pagados por arrendamientos	0	0	-0	-0	-0	-0	0	0
Financiamiento "Ajeno"	-40	-414	-662	-630	-499	-431	-214	-568
Recompra de Acciones	-35	0	0	0	0	0	0	0
Otras entradas y salidas de efectivo	-9	-25	-46	-1	-1	-1	-7	-22
Dividendos Pagados	-289	0	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Propio"	-334	-25	-46	-1	-1	-1	-7	-22
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-374	-439	-708	-631	-500	-432	-221	-590
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-183	74	-386	-56	19	88	84	-112
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	674	491	566	180	124	143	491	566
Efectivo y equiv. al final del Periodo	491	566	180	124	143	231	575	454
<i>Cifras UDM</i>								
Capex de Mantenimiento	-23	-18	-23	-26	-27	-20	-27	-16
Ajustes especiales	115	511	217	4	5	5	764	-8
Flujo Libre de Efectivo	286	995	542	372	508	517	1,238	683
Amortización de Deuda	3,718	2,254	1,811	1,443	1,138	1,051	2,763	2,387
Revolencia automática	-3,070	-558	-922	0	0	0	-1,727	-1,110
Amortización de Deuda Final	648	1,696	889	1,443	1,138	1,051	1,036	1,277
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	363	297	312	271	245	222	358	293
Servicio de la Deuda	1,011	1,993	1,201	1,714	1,383	1,273	1,393	1,570
DSCR	0.3	0.5	0.5	0.2	0.4	0.4	0.9	0.4
Caja Inicial Disponible	674	491	566	180	124	143	352	575
DSCR con Caja Inicial	0.9	0.7	0.9	0.3	0.5	0.5	1.1	0.8
Deuda Neta a FLE	11.3	3.1	5.7	7.6	5.1	4.4	2.6	4.2
Deuda Neta a EBITDA	3.7	11.8	7.8	8.2	6.1	4.8	10.4	6.8

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 4T21.



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

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Análisis

Dirección General de Análisis / Análisis Económico

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

FP Estructuradas / Infraestructura

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

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

Instituciones Financieras / ABS

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

Akira Hirata +52 55 8647 3837
akira.hirata@hrratings.com

FP Quirografarias / Deuda Soberana / Análisis Económico

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

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

Deuda Corporativa / ABS

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

Heinz Cederborg +52 55 8647 3834
heinz.cederborg@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

Operaciones

Dirección de Operaciones

Daniela Dosal +52 55 1253 6541
daniela.dosal@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 calificadoradora:

Evaluación de Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, agosto de 2021
Metodología de Garantías Parciales para Emisiones de Deuda Estructuradas y Quirografarias, Marzo 2019

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 20V: HR A+ / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	CADU 20V: 12 de noviembre de 2020
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T17-3T21
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).	El BID tiene las calificaciones de "AA" con Perspectiva Positiva por S&P, "Aa1" con Perspectiva Estable, por Moody's y "AAA" con Perspectiva Estable por Fitch.
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 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 calificadoradora 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, 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).