

PCR Verum Ratifica Calificaciones Corporativas de 'A-/M' y '2/M' a CADU Inmobiliaria; Perspectiva 'Estable'

Monterrey, Nuevo León (Diciembre 27, 2021): PCR Verum ratificó las calificaciones corporativas de 'A-/M' y '2/M' para el largo y corto plazo, respectivamente, a Corpovael, S.A.B. de C.V. y Subsidiarias ('CADU Inmobiliaria' o 'CADU'). Del mismo modo, fueron ratificadas las calificaciones de 'A-/M' para cada una de las emisiones de CBs con clave de pizarra 'CADU 18' y 'CADU 19'; así como la calificación de 'AA-/M' correspondiente a 'CADU 20V'. La perspectiva de largo plazo se mantiene como 'Estable'.

La ratificación en las calificaciones de CADU obedece al buen avance en la reducción de sus niveles de apalancamiento, a reserva de que por el momento permanecen elevados en vista de la modesta recuperación en su volumen de venta y rentabilidad; no obstante, contemplamos una expectativa positiva para su recuperación en los próximos trimestres, teniendo en cuenta su nuevo modelo operativo más conservador y enfocado en la generación de flujo de efectivo. Se destaca que la compañía exhibe un adecuado perfil de vencimientos de deuda para el corto plazo, lo cual le permitirá sortear las presiones en la demanda que persisten en su región de mayor influencia; a su vez, las calificaciones incorporan su buena capacidad operativa, con una sólida posición de liderazgo en su región de mayor influencia. Por su parte, las calificaciones se encuentran limitadas por los riesgos inherentes al sector de la vivienda en México, junto con la elevada concentración geográfica que presenta en el estado de Quintana Roo, así como por segmento en vista de su evolución reciente y planes a futuro.

La calificación de 'CADU 20V' refleja la mejora crediticia brindada por una garantía parcial otorgada de manera conjunta por la Corporación Interamericana de Inversiones y SHF, equivalente al 50% del monto emitido. En opinión de PCR Verum, ambas instituciones poseen la más alta calidad de crédito existente en escala nacional.

En los 9M21, CADU acumuló 2,689 unidades escrituradas (-0.5% vs 9M20), todavía lejana de su volumen de venta previo a la pandemia en vista de la caída del 46.3% ocurrida en 2020. Contemplando su fuerte concentración en Quintana Roo (9M21: 94.0% de las unidades escrituradas; 2020: 93.3%), la compañía resintió presiones agudas sobre su demanda, inicialmente por la baja en la actividad turística, agregándose en el último año complicaciones que se espera sean temporales por el cambio en el sistema para la evaluación de créditos del Infonavit y la reforma laboral. Adicionalmente, cabe señalar que en la comparativa influye la acumulación de entregas en los proyectos dirigidos al segmento 'Medio' en la Ciudad de México durante 2020, aunado a que la compañía ha optado gradualmente por limitar su inventario en algunas plazas de Quintana Roo.

El repunte del 12.1% en las Ventas Netas en 9M21 vs 9M20, con un monto de Ps\$2,359 millones, incorporó en buena medida a la venta de una parte del terreno en donde se desarrolla el proyecto 'Aldea Tulum'. Puntualmente, el desplazamiento de viviendas significó Ps\$2,067 millones (87.6% de la mezcla total), con un leve crecimiento del 1.6% vs 9M20. En medio de la pandemia, el grado de recuperación en las Ventas Netas ha sido moderado, esperando que para el cierre del ejercicio CADU acumule un monto similar al observado en 2020 (Ps\$3,297 millones, -23.4%), pudiendo darse una mayor recuperación hasta 2022 cuando se consolide nuevamente la demanda de vivienda en su región de mayor influencia.

El margen EBITDA se situó en 18.4% en los UDM al 3T21 (2020: 14.9%), exhibiendo una moderada recuperación; sin embargo, el registro específicamente en el último trimestre fue de un 27.4%, cercano a los valores históricos que mantuvieron a la empresa como referente en el sector. CADU ha sorteado la reducción en su volumen de venta con buenos avances en su rentabilidad operativa; si bien, ésta permanecería lejana en términos de monto, se espera que durante 2022 recupere los valores históricos al menos en sus márgenes (~20%). Para el cierre del presente ejercicio proyectamos que CADU acumule un EBITDA de ~Ps\$700 millones, partiendo de Ps\$492.5 millones en 2020 y de niveles superiores a Ps\$1,000 millones previo a la pandemia.

CADU ha reducido su apalancamiento a pesar de la moderada recuperación en su volumen de venta y rentabilidad. En los UDM al 3T21, el saldo de su Deuda Total se redujo un 12.0%, al dirigir buena parte de los



remanentes de su flujo de efectivo operativo para ello. La razón de Deuda Neta a EBITDA UDM se ajustó a 4.4x, destacando el buen avance respecto a 6.1x al cierre de 2020. Ante los planes de la compañía, con una mayor dinámica en su desarrollo de proyectos en los próximos meses, la expectativa es que el apalancamiento pueda incrementarse nuevamente de forma moderada en el corto plazo, no obstante, contemplamos que consolide una reducción hasta los niveles previos a la pandemia de ~3x durante segunda mitad de 2022 o principios de 2023. Favorablemente, su perfil de vencimientos para el corto plazo contempla leves compromisos por Ps\$67 millones en el 4T21 y Ps\$256 millones en 2022, situación que le brinda una razonable flexibilidad financiera.

La expectativa es que la compañía continúe con una reducida escala de negocio respecto a lo que alcanzó previo a la pandemia; en este sentido, uno de sus principales retos ha sido el ajustar su posición financiera (apalancamiento, liquidez, flujo y márgenes) en esta línea. CADU ha modificado su modelo operativo para proteger su liquidez con una adecuada generación de flujo de efectivo, en contraste con los ejercicios anteriores cuando priorizaron inversiones para futuro crecimiento. La compañía se ha ido adaptando a un nuevo esquema 'Just in time' que le ha permitido reducir su intensivo requerimiento de capital de trabajo, manejando ahora relativamente bajos niveles de inventario de vivienda terminada.

Al cierre del 3T21, su efectivo y equivalentes era de Ps\$453.9 millones, -21.1% en los UDM tras una importante reducción en el saldo de su Deuda Total. Por su parte, la razón de EBITDA a Servicio de Deuda registró una sólida mejora a 1.1x, a partir de niveles de 0.3x y 0.6x en 2020 y 2019, respectivamente; del mismo modo, la de EBITDA a Gastos Financieros avanzó a 2.5x, a partir de 1.8x en 2020.

La perspectiva para las calificaciones de largo plazo es 'Estable'. Las calificaciones de CADU podrían mejorar en la medida que ésta logre reducir su apalancamiento de forma sostenidas y alcance nuevamente los niveles observados previo a la contingencia sanitaria (2.5x, Deuda Neta / EBITDA), acompañado de un fortalecimiento relativo en su flujo de efectivo y rentabilidad. Por el contrario, las calificaciones se verían afectadas a la baja ante un retroceso en la recuperación de la operación y su desempeño financiero, que lleven a que sus niveles de apalancamiento, rentabilidad y liquidez no mejoren de acuerdo con las expectativas de PCR Verum.

CADU Inmobiliaria se dedica al desarrollo, construcción y venta de viviendas terminadas a través de sus 23 subsidiarias. La compañía tiene su sede corporativa en Cancún, Quintana Roo, en donde históricamente ha concentrado buena parte de sus operaciones, dirigida principalmente al segmento de 'Interés Social' (precio hasta Ps\$1 millón por unidad). Se destaca que en años recientes se diversificó de forma moderada hacia otros segmentos de vivienda de mayor valor, renovando su estrategia en busca de mejorar su rentabilidad.

Factores ESG

CADU cuenta con factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza en un nivel sólido. La compañía ha mantenido un gobierno corporativo sano de acuerdo con las mejores prácticas en la industria, contemplando una serie de políticas y controles que le han permitido operar con un alto grado de institucionalización. Asimismo, se ha mantenido apegada a la legislación vigente en todo lo referente a temas ambientales, aspecto que contempla de forma relevante dentro de su estrategia. En 2020 se convirtió en la primera empresa no gubernamental en emitir un bono verde en México ('CADU 20V') y el primero certificado en Latinoamérica por *Climate Bond Initiative* (CBI) para el sector vivienda bajo el criterio de *Low Carbon Buildings*. La compañía forma parte del programa de Hipoteca Verde del Gobierno Federal, aunado a que contribuye instalación de ecotecnologías para el ahorro energético y reducción de emisiones de CO₂, a su vez, destacándose como el mayor desarrollador de vivienda certificada ECOASA (~20% del total en su historia).

La siguiente metodología fue utilizada para la determinación de estas calificaciones:

- Metodología de Corporativos (Abril 2020, aprobada en Octubre 2020).
- Metodología de Garantías Parciales (Abril 2020, aprobada en Octubre 2020).



Información de Contacto:

Jesús Hernández de la Fuente
Director Asociado
M jesus.hernandez@verum.mx

Daniel Martínez Flores
Director General Adjunto de Análisis
M daniel.martinez@verum.mx

Karen Montoya Ortiz
Analista
M karen.montoya@verum.mx

Oficina CDMX
Amores #707 P.H. 1 Col. del Valle
Del. Benito Juárez, CDMX
C.P. 03100
T (52 55) 6276 2026

Oficina Monterrey
Av. Lázaro Cárdenas #2321, Mezzanine
Col. Residencial San Agustín
San Pedro Garza García, N.L., C.P. 66260
T (52 81) 1936 6692

Información Regulatoria:

La última revisión de las calificaciones de CADU Inmobiliaria se realizó el 12 de noviembre de 2020. La información financiera utilizada para el análisis y determinación de estas calificaciones comprende un periodo que abarca desde el 1 de enero de 2016 hasta el 30 de septiembre de 2021.

En términos de la disposición Quinta de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Instituciones Calificadoras de Valores, se informa que el riesgo contraparte de CADU Inmobiliaria ha sido calificado por HR Ratings en 'HR BBB para el largo plazo y HR 3' para el corto plazo con 'Perspectiva Estable', mientras que el de sus emisiones con clave de pizarra 'CADU 18' y 'CADU 19' fue calificado en 'HR BBB', así como el de 'CADU 20V' en 'HR A+', el 15 de diciembre de 2021.

El significado de las calificaciones, una explicación sobre la forma en que se determinan y la periodicidad con la que se les da seguimiento, sus particularidades, atributos y limitaciones, así como las metodologías de calificación, la estructura y proceso de votación del comité que determinó las calificaciones y los criterios para el retiro o suspensión de una calificación pueden ser consultados en nuestro sitio de internet <http://www.pcrverum.mx>.

De conformidad con la metodología de calificación antes indicada y en términos del artículo 7, fracción III, de las *Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores*, se hace notar que las calificaciones en cuestión pueden estar sujetas a actualización en cualquier momento. Las calificaciones otorgadas son una opinión con respecto a la calidad crediticia, la fortaleza financiera o la capacidad de administración de activos, o relativa al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social de la emisora, todo ello con respecto a la emisora o emisión en cuestión, y por tanto no constituyen recomendación alguna para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar al cabo algún negocio, operación o inversión.

Las calificaciones antes indicadas están basadas en información proporcionada por la emisora y/u obtenida de fuentes que se asumen precisas y confiables, dentro de la cual se incluyen estados financieros auditados, información operativa, presentaciones corporativas, análisis sectoriales y regulatorios, entre otras, misma que fue revisada por Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. exclusivamente en la medida necesaria y en relación al otorgamiento de las calificaciones en cuestión, de acuerdo con la metodología referida anteriormente. En ningún caso deberá entenderse que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. ha en forma alguna validado, garantizado o certificado la precisión, exactitud o totalidad de dicha información, por lo que no asume responsabilidad alguna por cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el análisis de tal información.

La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y la opinión sobre la capacidad de la emisora 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 las calificaciones, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. Las calificaciones en cuestión consideran un análisis de la calidad crediticia o fortaleza financiera relativa a la emisora, pero no necesariamente refleja una probabilidad estadística de incumplimiento de pago. Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. emite la calificación de que se trata con apego estricto a las sanas prácticas de mercado, a la normatividad aplicable y a su Código de Conducta, el cual se puede consultar en <http://www.pcrverum.mx>.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor (o en su nombre) por lo que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. ha percibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. No obstante, se hace notar que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. no ha recibido ingresos de la emisora por conceptos diferentes a los relacionados con el estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación de la calidad crediticia y el otorgamiento de una calificación.

