

A NRSRO Rating*

Calificación

CADU 15
CADU 18
CADU 19

HR A
HR A-
HR A-

Perspectiva

Negativa

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings

Contactos

José Luis Cano

Director Ejecutivo de Deuda Corporativa / ABS
joseluis.cano@hrratings.com

Carolina Riesgo

Analista de Corporativos
carolina.riesgo@hrratings.com

Hatsutaro Takahashi

Director Ejecutivo Senior de Deuda Corporativa / ABS
hatsutaro.takahashi@hrratings.com

HR Ratings ratificó la calificación de HR A- y modificó la Perspectiva de Estable a Negativa para las emisiones CADU 18 y CADU 19, y de HR A, modificando la Perspectiva de Estable a Negativa para su emisión CADU 15

La ratificación de las calificaciones de las emisiones y la modificación de la Perspectiva tiene como base la calificación corporativa de CADU, otorgada el 29 de noviembre de 2019, que se fundamenta en la evolución de las principales métricas consideradas (DSCR y Años de Pago), así como en los resultados esperados para el periodo proyectado. En este sentido, el Flujo Libre de Efectivo presentó una disminución al cierre de 2018 y en los Últimos Doce Meses (UDM) al 3T19, principalmente por un lento movimiento en la rotación de inventarios, lo que derivó en una Razón de Cobertura del Servicio de Deuda (DSCR) de 0.3x en 2018 y 0.3x en los UDM al 3T19 (vs. 0.8x en 2017 y 0.5x en los UDM al 3T18). Asimismo, al 3T19 la deuda total incrementó 16.7% y la deuda neta en 31.3%, derivado de la emisión de certificados bursátiles, llevada a cabo en marzo del año en curso por un monto de P\$500m. Cabe señalar que en términos de rentabilidad, el margen EBITDA cerró en 20.7% en los UDM al 3T19 (vs. 20.5% en los UDM al 3T18), lo que se derivó de una estabilidad en el precio promedio, principalmente por la mezcla de vivienda, que continua con un importante enfoque hacia el segmento medio y residencial de CADU. Asimismo, estimamos una recuperación en la venta de unidades de vivienda media y residencial, y por lo tanto en la acumulación de inventarios, que llevaría a una menor presión en el capital de trabajo y a una adecuada generación de FLE para hacer frente a las obligaciones financieras de los siguientes periodos.

Actualmente la Empresa cuenta con tres emisiones de Certificados Bursátiles (CEBURS) al amparo del Programa autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), con clave de pizarra CADU 15, CADU 18 y CADU 19, por un monto total de P\$400m, P\$500m y P\$500m respectivamente. Cabe mencionar que al cierre del año en curso la emisión de CADU 15 llegaría al final de su amortización, con lo que la Empresa solo contaría con las obligaciones de pago de las emisiones CADU 18 y CADU 19, las cuales presentan un vencimiento de pago a partir del año 2023. Asimismo, la emisión CADU 15 cuenta con un contrato de fideicomiso irrevocable de garantía, administración y fuente de pago. Esta garantía sirve como fuente adicional de pago de las obligaciones financieras de la Emisión y se ha ido constituyendo con el tiempo. A continuación se muestran las principales características de las emisiones antes mencionadas:

Características de emisiones vigentes					
Clave de Pizarra	Fecha de Vencimiento	Días por Vencer	Tasa	Monto de la Emisión	Saldo Insoluto (Millones)
CADU 15	Dec-19	117	TIIE 28 + 290 pb	\$ 400	\$ 40
CADU 18	Feb-23	1,249	TIIE 28 + 290 pb	\$ 500	\$ 500
CADU 19	Feb-24	1,614	TIIE 28 + 290 pb	\$ 500	\$ 500

Fuente: HR Ratings con base en información al 3T19

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 2019 a 2022.

Supuestos y Resultados ¹	UDM		Escenario Base				Escenario de Estrés						
	3T18	3T19	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos Totales	4,793	4,630	4,022	4,507	4,626	4,435	4,676	4,954	5,251	4,235	4,257	4,400	4,513
Margen EBITDA	20.5%	20.7%	19.3%	20.8%	20.6%	20.5%	20.6%	20.4%	20.5%	20.1%	20.2%	20.0%	19.9%
Margen EBITDA Ajustado*	23.4%	23.8%	22.5%	23.1%	23.6%	23.8%	23.7%	23.3%	23.3%	23.5%	23.3%	23.3%	23.2%
EBITDA	980	957	774	939	952	911	965	1,010	1,077	851	858	879	900
Capital de Trabajo	(1,204)	(1,237)	(1,448)	(758)	(1,193)	(955)	(293)	(319)	(462)	(1,063)	(575)	(562)	(512)
Flujo Libre de Efectivo *	443	243	130	528	327	484	813	862	792	322	437	504	584
Deuda Total	3,171	3,702	1,982	2,320	3,371	3,681	3,614	3,466	3,353	3,761	3,866	4,110	4,280
Deuda Neta	2,552	3,350	1,389	1,712	2,862	3,347	3,217	3,092	3,018	3,510	3,744	3,978	4,094
Años de Pago (DN / EBITDA)	2.6	3.5	1.8	1.8	3.0	3.7	3.3	3.1	2.8	4.1	4.4	4.5	4.6
Años de Pago (DN / FLE)	5.8	13.8	10.7	3.2	8.7	6.9	4.0	3.6	3.8	10.9	8.6	7.9	7.0
DSCR **	0.5x	0.3x	1.0x	0.8x	0.3x	0.5x	0.8x	0.8x	0.9x	0.3x	0.4x	0.4x	0.6x
DSCR con caja inicial	1.6x	1.0x	11.5x	1.8x	1.0x	1.1x	1.1x	1.2x	1.3x	1.0x	0.6x	0.5x	0.7x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T19.

*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).

¹ Cifras en millones de pesos mexicanos.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Comportamiento de los Ingresos Totales.** En los UDM al 3T19, los ingresos totales presentaron una caída de -3.4%, que fue resultado de un -12.6% en 2018 y 10.2% en los primeros nueve meses de 2019 (9M19) para la vivienda social; 17.7% en 2018 y -30.8% en los 9M19 para la vivienda media, y finalmente 100.0% en 2018 y 117.5% en los 9M19 para la vivienda residencial. El crecimiento en la vivienda residencial derivó a un precio promedio de P\$555 miles en 2018 (vs. P\$396 miles en 2017), y de P\$543 miles en los 9M19 (vs. P\$507 miles en los 9M18).
- **Tendencia en los niveles de FLE.** Por una mayor presión en el capital de trabajo, derivado de la acumulación de inventarios durante el año en curso, por menores escrituraciones dentro de los diferentes segmentos de venta, el FLE presentó una disminución 38.1% en 2018 y 45.3% en los UDM al 3T19, cerrando en P\$327m y P\$243m, respectivamente (vs. P\$528m en 2017 y P\$443m en los UDM al 3T18).
- **Crecimiento de los Niveles de Endeudamiento.** Al cierre del 3T19 la deuda total cerró en P\$3,702m (vs. P\$3,171m al 3T18), y la deuda neta en P\$3,350m (vs. P2,552m en el 3T18), que fue resultado de la emisión de CEBURS (CADU 19) por un monto de P\$500m y se realizó en marzo 2019. En este sentido, el DSCR y el DSCR con caja cerraron en 0.3x y 1.0x, respectivamente (vs. 0.5x y 1.6x en el 3T18).

Expectativas para Periodos Futuros

- **Continuidad en la Mezcla de Vivienda.** Para el periodo proyectado se esperaría una mezcla similar en la proporción de los ingresos totales para la vivienda media y residencial, debido a los desarrollos que se encuentran activos, así como a la reserva territorial de la Empresa, lo que llevaría a una estabilidad en los niveles de EBITDA, con un margen EBITDA y un margen EBITDA Ajustado promedio de 20.5% y 23.5%

durante 2019-2022. Cabe señalar que el precio promedio de venta se mantendría en los niveles observados durante 2018 y 2019, principalmente por los desarrollos de vivienda media que se encuentran en proceso de escrituración, así como los desarrollos de vivienda residencial plus en la plaza de Cancún (*Allure y Blume*).

- **Comportamiento del FLE y de la Deuda Total.** Por la escrituración de unidades estimada durante 2020 y 2021, se esperaría una disminución en los inventarios de vivienda terminada, lo que se reflejaría en una estabilidad en el FLE del periodo proyectado. Asimismo, los niveles de endeudamiento se comportarían de acuerdo con la terminación de los desarrollos activos y por iniciar, debido a que los créditos puente se encuentran calzados en dichos desarrollos. Lo anterior permitiría una capacidad de pago adecuada para las obligaciones financieras de la Empresa, con un DSCR promedio de 0.9x y una Razón de Años de Pago de DN a FLE de 4.6 años para el periodo proyectado de 2019 a 2022.

Factores adicionales considerados

- **Reserva Territorial Estratégica.** Por la experiencia generada, la integración vertical, así como por factores estratégicos (crecimiento poblacional, económico e industrial), se esperaría que la Empresa continúe con el desarrollo de proyectos inmobiliarios en las plazas donde actualmente participa, incluyendo el inicio de operaciones en Tulum y Querétaro. En este sentido, en los UDM al 3T19 el total de unidades vendidas en Cancún y Playa del Carmen representaron 72.2% (vs. 72.8% en los UDM al 3T18).

Factores que podrían subir la calificación

- **Crecimiento en los Niveles de FLE.** A través del crecimiento en los niveles de EBITDA, por una tendencia positiva y constante en las ventas de vivienda, el capital de trabajo (inventarios, clientes y proveedores) presentaría una menor presión, lo que llevaría a una generación de FLE creciente y sumado a una estabilidad en los niveles de la deuda total y la deuda neta, el DSCR y los Años de Pago de Deuda Neta a FLE presentarían niveles promedio superiores a 1.5x y niveles inferiores a 3.0 años, respectivamente para el periodo proyectado de 2019 a 2022.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Mayor Deterioro en la Rotación de Inventarios.** Por una continuidad en la acumulación de inventarios, derivado de un mayor nivel de incertidumbre en los clientes potenciales de la Empresa (decisión de compra), así como por una disminución en la rentabilidad operativa, la generación de FLE y la capacidad de pago de las obligaciones financieras presentarían un deterioro, reflejándose en un DSCR promedio por debajo de 0.5x (2019-2022), lo que presionaría los niveles de calificación.



Credit
Rating
Agency

A NRSRO Rating*

CADU

Corpovael, S.A.B de C.V.

HR A- | HR A

HR2

Corporativos
28 de noviembre de 2019

Perfil de la Empresa

Corpovael S.A.B. de C.V. es una empresa que integra a diversas subsidiarias cuya principal actividad es el diseño, urbanización, edificación, promoción y venta de viviendas de interés social, medio y residencial. Cuenta con presencia en Quintana Roo (Cancún y Playa del Carmen), Aguascalientes, Chihuahua, Jalisco y Valle de México. Desde su fundación a la fecha la Empresa ha escriturado más de 100,000 viviendas. Sus operaciones se concentran primordialmente en las localidades de Cancún y Playa del Carmen, donde cuenta con una importante presencia, así como en los Estados de Jalisco, Aguascalientes, Guanajuato, Estado de México, Ciudad de México y Chihuahua, lo que refleja su estrategia de diversificación geográfica, que consiste en posicionarse en plazas con alta demanda de vivienda, en la experiencia generada en dichas plazas y en el crecimiento tanto industrial, comercial y poblacional en las plazas de participación.

Anexo - Escenario Base

CADU (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)									
	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
ACTIVOS TOTALES	6,355	7,636	9,393	10,058	10,701	11,314	12,027	8,618	9,563
Activo Circulante	4,467	4,573	5,182	6,744	7,116	7,237	7,758	6,288	7,208
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	594	608	508	334	398	374	334	619	352
Cuentas por Cobrar a Clientes	416	463	436	481	511	589	709	845	396
Otras Cuentas Por Cobrar	552	647	824	906	915	921	928	355	1,079
Inventarios	2,905	2,855	3,414	5,022	5,293	5,352	5,787	4,470	5,381
Activos no Circulantes	1,888	3,063	4,211	3,314	3,586	4,078	4,269	2,330	2,355
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	53	67	89	178	402	647	843	83	84
Inventario a Largo Plazo***	1,623	2,737	3,808	2,999	3,037	3,275	3,263	2,078	2,192
Otros Activos a LP	211	259	315	138	146	156	163	169	79
Efectivo Restringido ⁽¹⁾	136	158	166	0	0	0	0	169	24
Otros Activos	56	60	69	56	59	62	65	0	55
Impuestos Diferidos	19	41	80	82	88	94	99	0	0
PASIVOS TOTALES	2,834	3,597	4,784	5,010	5,103	5,120	5,198	4,254	4,659
Pasivo Circulante	852	1,369	1,335	1,344	1,352	1,360	1,826	1,058	1,342
Pasivo con Costo	521	744	652	682	628	564	935	586	1,036
Proveedores y Proveedores de Terrenos	243	459	394	306	306	307	316	340	212
Impuestos por Pagar	36	37	28	31	34	37	40	4	2
Otros sin Costo	52	129	260	325	384	453	534	128	92
Pasivos no Circulantes	1,983	2,228	3,449	3,666	3,751	3,761	3,373	3,196	3,317
Pasivo con Costo	1,462	1,576	2,718	2,999	2,986	2,903	2,418	2,585	2,666
Impuestos Diferidos	521	652	731	667	765	858	955	611	650
CAPITAL CONTABLE	3,521	4,039	4,609	5,048	5,599	6,194	6,828	4,365	4,904
Minoritario	23	55	104	144	183	225	267	88	138
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	18	20	53	104	144	183	225	55	104
Utilidad del Ejercicio	5	35	51	40	39	42	43	33	34
Mayoritario	3,498	3,984	4,505	4,904	5,416	5,969	6,561	4,277	4,766
Capital Contribuido	171	171	171	171	171	171	171	171	171
Utilidades Acumuladas	2,745	3,102	3,556	4,010	4,531	5,058	5,609	3,557	4,010
Utilidad del Ejercicio	581	711	778	723	713	740	780	549	585
Deuda Total	1,982	2,320	3,371	3,681	3,614	3,466	3,353	3,171	3,702
Deuda Neta	1,389	1,712	2,862	3,347	3,217	3,092	3,018	2,552	3,350
Días Cuenta por Cobrar Clientes	32	35	44	37	33	32	27	43	35
Días Inventario	483	515	623	821	615	616	592	575	748
Días por Pagar Proveedores	37	37	40	30	33	32	31	39	32

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones de HR Ratings a partir del 4T19.

*** Se refiere a la reserva territorial de la Empresa.

(1) Corresponde al Fondo de Reserva constituido para el pago de la Emisión CADU 15.



Credit
Rating
Agency

CADU
Corpovael, S.A.B de C.V.

HR A- | HR A
HR2

Corporativos
28 de noviembre de 2019

A NRSRO Rating*

CADU (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
Ventas Netas	4,022	4,507	4,626	4,435	4,676	4,954	5,251	3,399	3,404
Costo de Ventas	2,872	3,133	3,164	3,006	3,181	3,388	3,573	2,340	2,279
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	1,150	1,375	1,462	1,429	1,494	1,566	1,678	1,059	1,124
Gastos de Generales	375	436	509	518	530	556	600	337	397
UOPADA (EBITDA)	774	939	952	911	965	1,010	1,077	722	727
Depreciación y Amortización	13	11	12	13	30	39	56	9	9
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos	762	928	940	898	935	971	1,022	713	718
Ingresos por Intereses	31	37	35	29	44	44	40	24	14
Intereses Pagados	22	27	36	38	39	38	33	22	23
Ingreso Financiero Neto	9	11	(1)	(8)	5	6	7	3	(9)
Resultado Integral de Financiamiento	9	13	(2)	(8)	5	6	7	3	(9)
Utilidad después del RIF	771	940	939	890	940	978	1,029	716	709
Utilidad antes de Impuestos	771	940	940	890	940	978	1,029	716	709
Impuestos sobre la Utilidad	184	195	111	126	188	196	206	133	90
Impuestos Causados	93	86	71	110	90	102	109	133	90
Impuestos Diferidos	91	109	40	17	98	93	97	0	0
Utilidad Neta Consolidada	587	746	830	764	752	782	823	582	619
Participación minoritaria en la utilidad	5	35	51	40	39	42	43	33	34
Participación mayoritaria en la utilidad	581	711	778	723	713	740	780	549	585
<i>Cifras UDM</i>									
Cambio en Ventas (%)	14.2%	12.1%	2.6%	-4.1%	5.4%	5.9%	6.0%	15.6%	-3.4%
Margen Bruto	28.6%	30.5%	31.6%	32.2%	32.0%	31.6%	31.9%	30.3%	33.0%
Margen EBITDA	19.3%	20.8%	20.6%	20.5%	20.6%	20.4%	20.5%	20.5%	20.7%
Margen EBITDA Ajustado***	22.5%	23.1%	23.6%	23.8%	23.7%	23.3%	23.3%	23.4%	23.8%
Tasa de Impuestos (%)	23.9%	20.7%	11.8%	14.2%	20.0%	20.0%	20.0%	14.6%	7.2%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	75.6	67.5	52.2	25.0	11.6	7.7	63.3	57.8	55.1
Retorno sobre Capital Empleado (%)	20.2%	18.1%	18.1%	14.0%	16.6%	16.3%	17.0%	17.3%	13.9%
Tasa Pasiva	8.9%	9.3%	12.6%	10.8%	11.0%	12.3%	11.9%	10.4%	11.0%
Tasa Activa	2.7%	3.5%	2.9%	3.2%	6.7%	6.2%	5.6%	2.6%	2.3%
Intereses pagados Reportados	156	208	363	391	403	432	393	22	23
Interés Capitalizado a inventarios	131	104	139	143	144	146	147	139	142

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19

*** Margen EBITDA Ajustado = (EBITDA 12 meses + Intereses Capitalizados 12 meses) / Ventas Totales 12 meses

A NRSRO Rating*

CADU (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)									
	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	771	940	940	890	940	978	1,029	716	709
Depreciación y Amortización	13	11	12	13	30	39	56	9	9
Intereses a Favor	(31)	(37)	(35)	(29)	(44)	(44)	(40)	(24)	(14)
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	(19)	(27)	(23)	(16)	(14)	(6)	15	(15)	(5)
Intereses Devengados	22	27	36	14	39	38	33	7	0
Otras Partidas***	131	104	158	150	144	146	147	102	112
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	153	130	194	165	183	184	181	109	112
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	905	1,044	1,112	1,038	1,109	1,156	1,225	809	816
Decremento (Incremento) en Clientes	(588)	(78)	(4)	(44)	(29)	(78)	(120)	(30)	42
Decremento (Incremento) en Inventarios	(872)	(986)	(1,461)	(800)	(309)	(297)	(423)	(1,019)	(352)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(67)	14	(56)	(119)	(18)	(16)	(14)	114	(234)
Incremento (Decremento) en Proveedores	1	69	(3)	(13)	1	1	9	(118)	(107)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	77	224	331	21	62	71	85	232	(217)
Capital de trabajo	(1,448)	(758)	(1,193)	(955)	(293)	(319)	(462)	(822)	(867)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(105)	(85)	(80)	(6)	(90)	(102)	(109)	0	14
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(1,554)	(843)	(1,273)	(961)	(383)	(421)	(571)	(822)	(853)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	(649)	201	(161)	77	726	735	654	(13)	(37)
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(12)	(26)	(34)	(32)	(34)	(36)	(39)	(3)	0
Intereses Cobrados	31	37	35	29	44	44	40	24	14
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	19	13	1	(3)	10	8	1	21	14
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	(630)	214	(160)	74	736	743	655	8	(22)
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	2,505	2,954	3,166	2,286	615	480	450	2,195	2,066
Financiamientos Bursátiles	0	0	500	500	0	0	0	500	500
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,848)	(2,467)	(2,542)	(2,316)	(554)	(456)	(392)	(1,712)	(2,115)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(150)	(230)	(160)	(160)	(129)	(171)	(171)	(120)	(120)
Intereses Pagados y otras partidas	(156)	(208)	(363)	(391)	(403)	(432)	(393)	(250)	(274)
Financiamiento "Ajeno"	351	49	601	(80)	(471)	(580)	(506)	613	57
Recompra de Acciones	(57)	(1)	(3)	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	(10)	0	(273)	(43)	0	0	0	(343)	(43)
Dividendos Pagados	(228)	(226)	(257)	(291)	(202)	(187)	(189)	(257)	(291)
Financiamiento "Propio"	(296)	(227)	(533)	(334)	(202)	(187)	(189)	(600)	(334)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	55	(178)	68	(414)	(672)	(766)	(695)	14	(277)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(574)	36	(91.711)	(340)	64	(23)	(40)	22	(299)
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	1,304	730	766	674	334	397	374	766	674
Efectivo y equiv. al final del Periodo	730	766	674	334	397	374	334	788	375
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	(13)	(11)	(12)	(12)	(13)	(13)	(13)	(12)	(12)
Ajustes especiales ¹	791	338	500	419	100	140	152	460	439
Flujo Libre de Efectivo Ajustado 12m	130	528	327	484	813	862	792	443	243
Amortización de Deuda	1,998	2,697	2,702	2,476	682	628	564	2,716	3,106
Revolencia automática	(1,998)	(2,176)	(1,958)	(1,823)	0	0	0	(2,046)	(2,520)
Amortización de Deuda Final	0	521	744	652	682	628	564	670	586
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	124	170	328	362	360	388	352	244	362
Servicio de la Deuda 12m	124	691	1,072	1,014	1,042	1,015	916	915	948
DSCR 12m	1.0	0.8	0.3	0.5	0.8	0.8	0.9	0.5	0.3
Caja Inicial Disponible	1,304	730	766	674	334	397	374	1,001	679
DSCR con Caja Inicial	11.5	1.8	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.6	1.0
Deuda Neta a FLE	10.7	3.2	8.7	6.9	4.0	3.6	3.8	5.8	13.8
Deuda Neta a EBITDA	1.8	1.8	3.0	3.7	3.3	3.1	2.8	2.6	3.5

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones de HR Ratings a partir del 4T19.

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

(1) Corresponde al monto invertido en nueva reserva territorial por parte de la Empresa durante el periodo.



**Credit
Rating
Agency**

CADU
Corpovael, S.A.B de C.V.

**HR A- | HR A
HR2**

Corporativos
28 de noviembre de 2019

A NRSRO Rating*

Anexo - Escenario de Estrés

CADU (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)									
	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
ACTIVOS TOTALES	6,355	7,636	9,393	10,027	10,748	11,615	12,439	8,618	9,563
Activo Circulante	4,467	4,573	5,182	6,713	7,288	7,701	8,516	6,288	7,208
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	594	608	508	251	123	132	187	619	352
Cuentas por Cobrar a Clientes	416	463	436	490	543	589	686	845	396
Otras Cuentas Por Cobrar	552	647	824	922	930	935	939	355	1,079
Inventarios	2,905	2,855	3,414	5,049	5,693	6,045	6,704	4,470	5,381
Activos no Circulantes	1,888	3,063	4,211	3,315	3,460	3,913	3,923	2,330	2,355
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	53	67	89	178	397	639	833	83	84
Inventario a Largo Plazo***	1,623	2,737	3,808	2,999	2,914	3,115	2,923	2,078	2,192
Otros Activos a LP	211	259	315	138	149	160	168	169	79
Efectivo Restringido ⁽¹⁾	136	158	166	0	0	0	0	169	24
Otros Activos	56	60	69	56	59	62	65	0	55
Impuestos Diferidos	19	41	80	82	90	98	103	0	0
PASIVOS TOTALES	2,834	3,597	4,784	5,028	5,273	5,648	5,961	4,254	4,659
Pasivo Circulante	852	1,369	1,335	1,350	1,422	1,388	1,749	1,058	1,342
Pasivo con Costo	521	744	652	745	761	675	972	586	1,036
Proveedores y Proveedores de Terrenos	243	459	394	255	269	263	259	340	212
Impuestos por Pagar	36	37	28	31	33	35	39	4	2
Otros sin Costo	52	129	260	320	358	416	480	128	92
Pasivos no Circulantes	1,983	2,228	3,449	3,678	3,851	4,259	4,212	3,196	3,317
Pasivo con Costo	1,462	1,576	2,718	3,016	3,105	3,435	3,309	2,585	2,666
Impuestos Diferidos	521	652	731	661	746	824	903	611	650
CAPITAL CONTABLE	3,521	4,039	4,609	5,000	5,475	5,967	6,478	4,365	4,904
Minoritario	23	55	104	142	175	210	245	88	138
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	18	20	53	104	142	175	210	55	104
Utilidad del Ejercicio	5	35	51	38	33	35	35	33	34
Mayoritario	3,498	3,984	4,505	4,858	5,300	5,757	6,233	4,277	4,766
Capital Contribuido	171	171	171	171	171	171	171	171	171
Utilidades Acumuladas	2,745	3,102	3,556	4,010	4,512	4,967	5,423	3,557	4,010
Utilidad del Ejercicio	581	711	778	677	617	619	639	549	585
Deuda Total	1,982	2,320	3,371	3,761	3,866	4,110	4,280	3,171	3,702
Deuda Neta	1,389	1,712	2,862	3,510	3,744	3,978	4,094	2,552	3,350
Días Cuenta por Cobrar Clientes	32	35	44	39	38	34	44	43	35
Días Inventario	483	515	623	856	699	689	731	575	748
Días por Pagar Proveedores	37	37	40	30	34	32	28	39	32

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones de HR Ratings a partir del 4T19.

*** Se refiere a la reserva territorial de la Empresa.

(1) Corresponde al Fondo de Reserva constituido para el pago de la Emisión CADU 15.



Credit
Rating
Agency

CADU

Corpovael, S.A.B de C.V.

**HR A- | HR A
HR2**

Corporativos
28 de noviembre de 2019

A NRSRO Rating*

CADU (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
Ventas Netas	4,022	4,507	4,626	4,235	4,257	4,400	4,513	3,399	3,404
Costo de Ventas	2,872	3,133	3,164	2,885	2,914	3,024	3,093	2,340	2,279
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	1,150	1,375	1,462	1,350	1,343	1,376	1,420	1,059	1,124
Gastos de Generales	375	436	509	500	485	496	520	337	397
UOPADA (EBITDA)	774	939	952	851	858	879	900	722	727
Depreciación y Amortización	13	11	12	13	29	36	50	9	9
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos	762	928	940	838	830	843	849	713	718
Ingresos por Intereses	31	37	35	31	47	41	53	24	14
Intereses Pagados	22	27	36	40	64	67	60	22	23
Ingreso Financiero Neto	9	11	(1)	(9)	(17)	(26)	(7)	3	(9)
Resultado Integral de Financiamiento	9	13	(2)	(9)	(17)	(26)	(7)	3	(9)
Utilidad después del RIF	771	940	939	829	812	817	843	716	709
Utilidad antes de Impuestos	771	940	940	829	812	817	843	716	709
Impuestos sobre la Utilidad	184	195	111	114	162	163	169	133	90
Impuestos Causados	93	86	71	103	78	86	89	133	90
Impuestos Diferidos	91	109	40	11	85	78	79	0	0
Utilidad Neta Consolidada	587	746	830	715	650	654	674	582	619
Participación minoritaria en la utilidad	5	35	51	38	33	35	35	33	34
Participación mayoritaria en la utilidad	581	711	778	677	617	619	639	549	585
<i>Cifras UDM</i>									
Cambio en Ventas (%)	14.2%	12.1%	2.6%	-8.4%	0.5%	3.4%	2.6%	15.6%	-3.4%
Margen Bruto	28.6%	30.5%	31.6%	31.9%	31.5%	31.3%	31.5%	30.3%	33.0%
Margen EBITDA	19.3%	20.8%	20.6%	20.1%	20.2%	20.0%	19.9%	20.5%	20.7%
Margen EBITDA Ajustado***	22.5%	23.1%	23.6%	23.5%	23.5%	23.3%	23.2%	23.4%	23.8%
Tasa de Impuestos (%)	23.9%	20.7%	11.8%	13.7%	20.0%	20.0%	20.0%	14.6%	7.2%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	75.6	67.5	52.2	23.9	10.7	6.9	54.4	57.8	55.1
Retorno sobre Capital Empleado (%)	20.2%	18.1%	18.1%	13.0%	14.2%	13.9%	12.8%	17.3%	13.9%
Tasa Pasiva	8.9%	9.3%	12.6%	10.8%	11.0%	12.3%	10.5%	10.4%	11.0%
Tasa Activa	2.7%	3.5%	2.9%	3.4%	8.1%	7.4%	7.2%	2.6%	2.3%
Intereses pagados Reportados	156	208	363	393	428	460	419	22	23
Interés Capitalizado a inventarios	131	104	139	143	144	146	147	139	142

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19

*** Margen EBITDA Ajustado = (EBITDA 12 meses + Intereses Capitalizados 12 meses) / Ventas Totales 12 meses

A NRSRO Rating*

CADU (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	771	940	940	829	812	817	843	716	709
Depreciación y Amortización	13	11	12	13	29	36	50	9	9
Intereses a Favor	(31)	(37)	(35)	(31)	(47)	(41)	(53)	(24)	(14)
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	(19)	(27)	(23)	(18)	(18)	(5)	(3)	(15)	(5)
Intereses Devengados	22	27	36	17	64	67	60	7	0
Otras Partidas***	131	104	158	150	144	146	147	102	112
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	153	130	194	167	208	212	207	109	112
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	905	1,044	1,112	978	1,002	1,025	1,047	809	816
Decremento (Incremento) en Clientes	(588)	(78)	(4)	(52)	(54)	(46)	(97)	(30)	42
Decremento (Incremento) en Inventarios	(872)	(986)	(1,461)	(826)	(559)	(552)	(467)	(1,019)	(352)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(67)	14	(56)	(136)	(18)	(17)	(12)	114	(234)
Incremento (Decremento) en Proveedores	1	69	(3)	(64)	15	(6)	(4)	(118)	(107)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	77	224	331	15	41	59	68	232	(217)
Capital de trabajo	(1,448)	(758)	(1,193)	(1,063)	(575)	(562)	(512)	(822)	(867)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(105)	(85)	(80)	1	(78)	(86)	(89)	0	14
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(1,554)	(843)	(1,273)	(1,063)	(652)	(648)	(602)	(822)	(853)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	(649)	201	(161)	(85)	350	377	445	(13)	(37)
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(12)	(26)	(34)	(32)	(28)	(30)	(32)	(3)	0
Intereses Cobrados	31	37	35	31	47	41	53	24	14
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	19	13	1	(2)	19	11	21	21	14
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	(630)	214	(160)	(86)	369	388	466	8	(22)
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	2,505	2,954	3,166	2,366	850	1,005	845	2,195	2,066
Financiamientos Bursátiles	0	0	500	500	0	0	0	500	500
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,848)	(2,467)	(2,542)	(2,316)	(616)	(590)	(503)	(1,712)	(2,115)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(150)	(230)	(160)	(160)	(129)	(171)	(171)	(120)	(120)
Intereses Pagados y otras partidas	(156)	(208)	(363)	(393)	(428)	(460)	(419)	(250)	(274)
Financiamiento "Ajeno"	351	49	601	(3)	(323)	(217)	(248)	613	57
Recompra de Acciones	(57)	(1)	(3)	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	(10)	0	(273)	(43)	0	0	0	(343)	(43)
Dividendos Pagados	(228)	(226)	(257)	(291)	(175)	(162)	(163)	(257)	(291)
Financiamiento "Propio"	(296)	(227)	(533)	(334)	(175)	(162)	(163)	(600)	(334)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	55	(178)	68	(337)	(498)	(378)	(412)	14	(277)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(574)	36	(91,711)	(423)	(129)	10	54	22	(299)
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	1,304	730	766	674	251	122	132	766	674
Efectivo y equiv. al final del Periodo	730	766	674	251	122	132	187	788	375
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	(13)	(11)	(12)	(12)	(13)	(13)	(13)	(12)	(12)
Ajustes especiales ¹	791	338	500	419	100	140	152	460	439
Flujo Libre de Efectivo Ajustado 12m	130	528	327	322	437	504	584	443	243
Amortización de Deuda	1,998	2,697	2,702	2,476	745	761	675	2,716	3,106
Revolencia automática	(1,998)	(2,176)	(1,958)	(1,823)	0	0	0	(2,046)	(2,520)
Amortización de Deuda Final	0	521	744	652	745	761	675	670	586
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	124	170	328	362	382	419	366	244	362
Servicio de la Deuda 12m	124	691	1,072	1,015	1,126	1,181	1,040	915	948
DSCR 12m	1.0	0.8	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6	0.5	0.3
Caja Inicial Disponible	1,304	730	766	674	251	122	132	1,001	679
DSCR con Caja Inicial	11.5	1.8	1.0	1.0	0.6	0.5	0.7	1.6	1.0
Deuda Neta a FLE	10.7	3.2	8.7	10.9	8.6	7.9	7.0	5.8	13.8
Deuda Neta a EBITDA	1.8	1.8	3.0	4.1	4.4	4.5	4.6	2.6	3.5

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones de HR Ratings a partir del 4T19.

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

(1) Corresponde al monto invertido en nueva reserva territorial por parte de la Empresa durante el periodo.



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

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

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Deuda Corporativa / ABS

Hatsutaro Takahashi +52 55 1500 3146
hatsutaro.takahashi@hrratings.com

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

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



Credit
Rating
Agency

CADU
Corpovael, S.A.B de C.V.

HR A- | HR A
HR2

Corporativos
28 de noviembre de 2019

A NRSRO Rating*

México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, 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, Mayo 2014
Metodología de Calificación para Bursatilización de Flujos Futuros, agosto de 2016.

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 15: HR A Perspectiva Estable CADU 18: HR A- Perspectiva Estable CADU 19: HR A- Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	CADU 15: 26 de diciembre de 2018 CADU 18: 26 de diciembre de 2018 CADU 19: 15 de marzo de 2019
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T12 al 3T19
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera anual dictaminada por Ernst & Young e información financiera trimestral interna.
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 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, a la 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).

*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.