S&P Global
Ratings

Comunicado de prensa:

S&P Global Ratings baja calificaciones de GICSA a 'BB-' y a 'mxA-' por mayor apalancamiento y crecientes riesgos por COVID-19 y las coloca en Revisión Especial Negativa

7 de abril de 2020

Resumen de la Acción de Calificación

- Consideramos que Grupo GICSA, S.A.B. de C.V. (GICSA) afrontará dificultades sin precedentes en sus flujos de efectivo, al menos durante los próximos 30 días, ya que el gobierno mexicano ha adoptado medidas sanitarias importantes para limitar la propagación de COVID-19, con el cierre temporal de tiendas de los arrendatarios de centros comerciales.
- Bajo este escenario, ya no vemos una probable trayectoria de desapalancamiento dentro de los próximos 12 meses para GICSA para que disminuya su índice de deuda bruta a EBITDA a niveles por debajo de 7.5x (veces), ya que el EBITDA de la empresa se debilitará por el cierre temporal de los centros comerciales y la ausencia de nuevas ventas de su proyecto residencial.
- El 7 de abril de 2020, S&P Global Ratings bajó las calificaciones crediticias de emisor en escala global a 'BB-' de 'BB' y en escala nacional —CaVal— a 'mxA-' de 'mxA' de GICSA. Además, bajamos las calificaciones de emisión de las notas locales de la empresa, GICSA 15, GICSA 16U, GICSA 17, y GICSA 19 a 'mxA-', mientras que las calificaciones de recuperación se mantienen sin cambio en '3'. Al mismo tiempo, colocamos todas las calificaciones en el listado de Revisión Especial (*CreditWatch*) con implicancias negativas.
- La colocación de las calificaciones en Revisión Especial (CreditWatch) refleja los significativos riesgos a corto plazo debido a la pandemia del coronavirus, particularmente en los resultados operativos y financieros de GICSA, incluyendo su liquidez. La profundidad y la duración de este escenario extraordinario aún es incierta, con una amplia gama de posibles resultados en términos de ingresos, EBITDA y generación de efectivo. Las medidas para conservar la liquidez serán fundamentales para las calificaciones.

CONTACTO ANALÍTICO PRINCIPAL

Santiago Cajal
Ciudad de México
52 (55) 5081-4521
santiago.cajal
@spglobal.com

CONTACTOS SECUNDARIOS

Alexandre Michel
Ciudad de México
52 (55) 5081-4520
alexandre.michel
@spglobal.com

Fundamento de la Acción de Calificación

El shock sin precedentes causado por el coronavirus agrega una considerable presión al EBITDA y a la generación de efectivo de GICSA, lo que incrementa la incertidumbre sobre el ritmo de reducción de su apalancamiento. El 11 de noviembre de 2019, revisamos la perspectiva de la empresa a negativa, ya que esperábamos que las condiciones económicas débiles afectaran a la generación de ingresos por rentas y las ventas de su proyecto residencial (Cero5Cien), y podría deteriorar aún más los indicadores crediticios de la empresa. En nuestra opinión, los eventos recientes y las consecuencias de la propagación del coronavirus agregan una

significativa presión a los ingresos brutos, EBITDA, y generación de flujo de efectivo de GICSA. Por lo tanto, ya no prevemos una trayectoria de reducción del apalancamiento hacia un índice de deuda bruta a EBITDA menor a 7.5x este año. Consideramos que el tráfico y el consumo en sus centros comerciales y de entretenimiento reducirá significativamente los niveles de renta variable, aunado a potenciales diferimientos de rentas fijas, dados ciertos cierres temporales de centros comerciales requeridos por autoridades locales. Dicha situación, desviaría significativamente el desempeño financiero y operativo de la empresa durante el año. Al mismo tiempo, el avance en las ventas de su proyecto residencial de alta gama continúa mostrando un desempeño por debajo de nuestras expectativas, y el entorno económico actual podría desalentar a potenciales compradores en el corto plazo.

El exitoso financiamiento de la empresa, que obtuvo en diciembre de 2019, le da un margen de maniobra con respecto a su liquidez en el corto plazo, pero la carga de deuda de largo plazo se incrementó. En diciembre de 2019, la empresa emitió instrumento respaldados con hipotecas comerciales y deuda no garantizada por un monto equivalente a alrededor de $14,300 millones de pesos mexicanos (MXN), de los cuales 13% están denominados en dólares estadounidenses. Cerca de MXN8,400 millones de estos recursos se utilizaron para refinanciar deuda existente, con lo que redujo sus vencimientos de deuda para los siguientes dos años, y aumentó el balance en efectivo de la empresa a MXN5,700 millones, de los cuales MXN3,000 millones es efectivo de libre disposición. En nuestra opinión, esta transacción, junto con los estrictos controles de costos anunciados, por la administración, y los bajos vencimientos de deuda en 2020, le dan a la empresa cierto margen de maniobra para resistir los impactos en el corto plazo y cumplir con sus obligaciones financieras.

Sin embargo, a pesar de las medidas proactivas de GICSA para conservar su liquidez, la magnitud del impacto de COVID-19 en sus operaciones, flujos de efectivo, indicadores crediticios y liquidez aún es incierto en este punto. La empresa ha cumplido con los requerimientos del gobierno con respecto a los cierres, los cuales varían dependiendo de la ubicación de la propiedad. Para proteger su posición de liquidez, la administración está trabajando en reducir sus gastos no esenciales, en conservar su capital de trabajo, paralizando componentes de su gasto de capital presupuestado y absteniéndose de proponer distribuciones a sus accionistas. Además, GICSA actualmente está buscando opciones de liquidez, que incluirán conversaciones con diversas partes involucradas en sus operaciones, desde arrendatarios y proveedores a acreedores, para llegar a acuerdos para contener las salidas de flujos de efectivo. Sin embargo, consideramos que a pesar de las medidas proactivas de GICSA para conservar su liquidez, la magnitud del impacto de COVID-19 en sus operaciones, flujos de efectivo, indicadores crediticios y liquidez aún es incierto en este punto y dependerá de la magnitud y prolongación de la pandemia de coronavirus.

Factores crediticios ambientales, sociales y de gobernabilidad (ESG, por sus siglas en inglés), que impactan el cambio en calificación:

- Factores relacionados al consumo

Estatus de Revisión Especial (*CreditWatch*)

La colocación de las calificaciones en el listado de Revisión Especial (*CreditWatch*) con implicaciones negativas refleja los significativos riesgos a corto plazo derivados de la pandemia de coronavirus, ya que ha reducido significativamente el tráfico en los centros comerciales de GICSA, además de los cierres anunciados de los arrendatarios de tiendas minoristas, cines y restaurantes. La profundidad y la duración de este escenario extraordinario aún es incierta, con todavía una amplia gama de resultados en términos de ingresos, EBITDA y generación de efectivo.

Por otra parte, GICSA anunció que seguirá buscando opciones de liquidez, que podrían incluir negociaciones con acreedores y que hará lo necesario para proteger el capital de sus accionistas y la continuidad de su negocio. Por lo tanto, daremos seguimiento de cerca a los términos y condiciones bajo los cuales la empresa podría renegociar obligaciones de deuda.

Esperamos resolver la colocación de las calificaciones en el listado de Revisión Especial (*CreditWatch*) con implicaciones negativas en los siguientes 90 días, una vez que tengamos mayor claridad sobre la magnitud del impacto de la pandemia de COVID-19 en el desempeño financiero y liquidez, y cuando los términos y condiciones ofrecidos a los acreedores sean claros. Podríamos bajar las calificaciones varios niveles (*notches*) si la liquidez de la empresa o sus restricciones financieras (*covenants*) están presionadas, o si renegocia su deuda con términos y condiciones que no serían favorables para sus acreedores.

Descripción de la empresa

GICSA es una empresa de bienes raíces totalmente integrada que desarrolla e invierte en bienes raíces en México. También ofrece servicios para este sector. La empresa se fundó en 1989 y ha desarrollado 73 proyectos (poco menos de 3.1 millones de metros cuadrados de área bruta arrendable adicional [ABA]). Para el periodo de 12 meses que concluyó en diciembre de 2019, GICSA tenía ingresos ajustados por MXN5,800 millones, con un margen de EBITDA de 58%, derivado del ingreso por arrendamiento y de los servicios de bienes raíces relacionados con 16 propiedades con un ABA de 910,707 m2 y ventas de viviendas del proyecto residencial, Cero5Cien.

Calificación de emisión – Análisis de recuperación

Factores analíticos clave

- En línea con la calificación del emisor, bajamos nuestras calificaciones de emisión a 'mxA-' de 'mxA' de las notas sénior de GISCA: GICSA 15, GICSA 16U, GICSA 17, y GICSA 19.
- La calificación de recuperación de estas notas se mantiene en '3' que indica nuestra expectativa de una recuperación significativa en caso de incumplimiento de pago (50%-90%; estimación redondeada de 90%). Nuestro análisis de recuperación simula un incumplimiento hipotético en 2024, derivado de un supuesto deterioro económico de México que bajaría el número de rentas y de arrendamientos renovados, una disminución en la ocupación y un aumento en la incidencia de incumplimiento en sus arrendamientos existentes de propiedades estabilizadas. Por otra parte, consideramos retrasos significativos en la implementación de su plan de distribución de capital. Esto podría afectar nuestras expectativas para los ingresos, EBITDA y crecimiento de los ingresos operativos netos y generación de flujo de efectivo. Nuestro escenario también asume un acceso limitado al fondeo externo que impediría que la compañía refinancie sus vencimientos de deuda en ese año.
- Valuamos a GICSA como negocio en marcha dada nuestra opinión de que la compañía seguiría teniendo un modelo de negocio viable debido a sus activos de alta calidad y a su sólida posición en el mercado. Sin embargo, utilizamos un análisis de valuación de activos discreto para determinar el valor de la empresa en estrés en un caso hipotético de incumplimiento, debido a la gran base de activos de la empresa.

Supuestos de incumplimiento simulado

- Año simulado del incumplimiento: 2024
- Jurisdicción: México

Cascada simplificada

- Valor bruto de la compañía al incumplimiento: MXN37,800 millones;
- Valor neto de la compañía después de gastos de administración (5%): MXN35,900 millones;
- Pasivos de la deuda senior garantizadas estimados al incumplimiento: MXN16,300 millones*;
- Valor residual disponible para los tenedores de las notas sénior garantizadas (GICSA 16U y GICSA 18U [no calificada]): MXN19,600 millones;
- Pasivos de las notas senior garantizadas estimados al incumplimiento: MXN6,300 millones*;
- Expectativa de recuperación para los tenedores de las notas sénior garantizadas: 50%-90%; estimado redondeado de 90%**;
- Valor residual disponible para los tenedores de las notas sénior no garantizadas (GICSA 15, GICSA 17, y GICSA 19): MXN13,200 millones;
- Pasivos de las notas senior no garantizadas estimados al incumplimiento: MXN3,300 millones*;
- Expectativa de recuperación para los tenedores de las notas sénior no garantizadas: 50%-90%; estimado redondeado de 90%***.

*Todos los montos de deuda incluyen seis meses de intereses previos a la solicitud de bancarrota.

**Redondeado al 5% inferior más cercano. Estimamos que los certificados de deuda de largo plazo locales GICSA 16U y GICSA 18U (no calificado) por MXN5,600 millones tendrían una expectativa de recuperación de 100%+. Sin embargo, la calificación de recuperación está limitada en '3' por nuestra evaluación de los procedimientos de insolvencia bajo el régimen legal en México y nuestra opinión de que el colateral de las notas no es suficientemente fuerte.

**Redondeado al 5% inferior más cercano. Estimamos que los certificados de deuda de largo plazo locales (GICSA 15, GICSA 17, y GICSA 19) por MXN3,300 millones tendrían una expectativa de recuperación de 100%+. Sin embargo, la calificación de recuperación está limitada en '3' por nuestra evaluación de los procedimientos de insolvencia bajo el régimen legal en México y la naturaleza no garantizada de las notas.

Síntesis de los factores de calificación	
Entidad	
Calificación crediticia de emisor	BB-/Rev. Esp. Negativa/--
Escala Nacional	mxA-/Rev. Esp. Negativa/--
Riesgo del negocio	Débil
Riesgo país	Moderadamente elevado
Riesgo de la industria	Bajo
Posición competitiva	Débil
Riesgo financiero	Significativo
Flujo de efectivo/apalancamiento	Significativo
Ancla	bb-
Modificadores	
Efecto de diversificación/cartera	Neutral (sin impacto)
Estructura de capital	Neutral (sin impacto)
Liquidez	Adecuada (sin impacto)

Política financiera	Neutral (sin impacto)
Administración y gobierno corporativo	Razonable (sin impacto)
Análisis comparativo de calificación	Neutral (sin impacto)

Detalle de las calificaciones

CLAVE DE PIZARRA	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR	PERSPECTIVA/REV. ESPECIAL ACTUAL	PERSPECTIVA/ REV. ESPECIAL ANTERIOR
GICSA 16U	mxA-	mxA	Rev. Esp. Negativa	N/A
GICSA 19	mxA-	mxA	Rev. Esp. Negativa	N/A
GICSA 17	mxA-	mxA	Rev. Esp. Negativa	N/A
GICSA 15	mxA-	mxA	Rev. Esp. Negativa	N/A

Criterios y Artículos Relacionados

Criterios

- Metodología de calificaciones de grupo, 1 de julio de 2019.
- Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes, 1 de abril de 2019.
- Metodología para calificaciones crediticias en escala nacional y regional, 25 de junio de 2018.
- Factores Crediticios Clave para la Industria Inmobiliaria, 26 de febrero de 2018.
- Criterios de calificaciones de recuperación (recupero) para emisores corporativos de grado especulativo, 7 de diciembre de 2016.
- Metodología: Evaluaciones para clasificar jurisdicciones, 20 de enero de 2016.
- Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos, 16 de diciembre de 2014.
- Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología para calificar empresas, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología: Riesgo de la industria, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas, 13 de noviembre de 2012.
- Uso del listado de Revisión Especial (CreditWatch) y Perspectivas, 14 de septiembre de 2009.

Artículos Relacionados

- Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia.
- MÉXICO - Definiciones de calificación en Escala CaVal (Nacional).
- Actualización macroeconómica global, 24 de marzo: Un duro golpe al crecimiento económico mundial, 24 de marzo de 2020.
- Panorama del sector corporativo de América Latina para 2020: COVID-19 pone a prueba las defensas de América Latina, 23 de marzo de 2020.
- S&P Global Ratings baja calificación soberana de México en moneda extranjera a 'BBB' y en moneda local a 'BBB+' por impacto en tendencia de crecimiento; la perspectiva es negativa, 26 de marzo de 2020.

- Transacción anunciada de GICSA por hasta MXN15,000 millones mejoraría su perfil de vencimiento de deuda, aunque el impacto en su nivel de apalancamiento es incierto, 27 de noviembre de 2019.
- S&P Global Ratings revisa perspectiva de Grupo GICSA a negativa por menores ingresos del proyecto residencial e indicadores crediticios más débiles; confirma calificaciones de 'BB' y 'mxA', 11 de noviembre de 2019.

Algunos términos utilizados en este reporte, en particular algunos adjetivos usados para expresar nuestra opinión sobre factores de calificación importantes, tienen significados específicos que se les atribuyen en nuestros criterios y, por lo tanto, se deben leer junto con los mismos. Consulte los criterios de calificación en www.standardandpoors.com para obtener más información. Toda la información sobre calificaciones está disponible para los suscriptores de RatingsDirect en www.capitaliq.com. Todas las calificaciones afectadas por esta acción de calificación se pueden encontrar en el sitio web público de S&P Global Ratings en www.standardandpoors.com.mx. Use el campo de búsqueda de Calificaciones ubicado en la columna de la izquierda.

INFORMACIÓN REGULATORIA ADICIONAL

1) Información financiera al 31 de diciembre de 2019.

2) La calificación se basa en información proporcionada a S&P Global Ratings por el emisor y/o sus agentes y asesores. Tal información puede incluir, entre otras, según las características de la transacción, valor o entidad calificados, la siguiente: términos y condiciones de la emisión, prospecto de colocación, estados financieros anuales auditados y trimestrales, estadísticas operativas –en su caso, incluyendo también aquellas de las compañías controladoras-, información prospectiva –por ejemplo, proyecciones financieras-, informes anuales, información sobre las características del mercado, información legal relacionada, información proveniente de las entrevistas con la dirección e información de otras fuentes externas, por ejemplo, CNBV, Bolsa Mexicana de Valores.

La calificación se basa en información proporcionada con anterioridad a la fecha de este comunicado de prensa; consecuentemente, cualquier cambio en tal información o información adicional, podría resultar en una modificación de la calificación citada.

3) La información regulatoria (PCR, por sus siglas en inglés) de S&P Global Ratings se publica en relación con una fecha específica, y está vigente a la fecha de la Acción de Calificación Crediticia que se haya publicado más recientemente. S&P Global Ratings actualiza la información regulatoria para una determinada Calificación Crediticia a fin de incluir los cambios en tal información solamente cuando se publica la siguiente Acción de Calificación Crediticia. Por consiguiente, la información regulatoria contenida aquí puede no reflejar los cambios en la misma que pudieran ocurrir durante el periodo posterior a la publicación de tal información regulatoria pero que de otra manera no están asociados con una Acción de Calificación Crediticia.

4) Estatus de Refrendo Europeo

La calificación o calificaciones crediticias en escala global se han refrendado en Europa de acuerdo con las regulaciones aplicables a agencias de calificación crediticia. Nota: Los refrendos para las

calificaciones crediticias en escala global de Finanzas Públicas de Estados Unidos se procesan a solicitud. Para revisar el estatus de refrendo por calificación crediticia, por favor visite el sitio web standardandpoors.com y vaya a la página de la entidad calificada.

Copyright © 2020 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello. S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web www.standardandpoors.com, www.standardandpoors.com.mx, www.standardandpoors.com.ar, www.standardandpoors.cl, www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com y www.capiq.com (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.

S&P Global Ratings S.A. de C.V., Av. Javier Barros Sierra No. 540, Torre II, PH2, Col. Lomas de Santa Fe, C.P. 01210 Ciudad de México.