

FECHA: 18/08/2020

BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A.B. DE C.V., INFORMA:

CLAVE DE COTIZACIÓN	GICSA
RAZÓN SOCIAL	GRUPO GICSA, S.A.B. DE C.V.
LUGAR	Ciudad de México

ASUNTO

S&P Global Ratings baja calificación a 'mxBBB+' de 'mxA-' de Grupo GICSA por incertidumbre en el flujo de efectivo, asigna calificación en escala global de 'BB-'; la perspectiva es negativa

EVENTO RELEVANTE

Resumen de la Acción de Calificación

* Grupo GICSA S.A.B. de C.V. (GICSA), desarrollador y operador de bienes raíces ubicado en México, reportó ingresos constantes y un EBITDA de \$5,600 millones de pesos mexicanos (MXN) y MXN3,400 millones, respectivamente, en los últimos 12 meses que concluyeron en junio de 2020. Sin embargo, el saldo en efectivo de la empresa se redujo sustancialmente debido a los aplazamientos para realizar los pagos de alquiler y gastos únicos.

* Esperamos un alto grado de volatilidad en los flujos de efectivo de la compañía en los próximos seis a 12 meses debido a las condiciones de negocio inciertas, que pueden continuar presionando el cobro de alquileres. Además, los riesgos a la baja prevalecen porque esperamos un camino hacia la recuperación lleno de obstáculos para el sector minorista y el sector inmobiliario relacionado en los próximos dos años.

* El 18 de agosto de 2020, S&P Global Ratings bajó su calificación crediticia de emisor en escala nacional -CaVal- a 'mxBBB+' de 'mxA-' de GICSA. Al mismo tiempo, bajamos la calificación de deuda de los certificados bursátiles GICSA 15, GICSA 17, y GICSA 19 a 'mxBBB+' de 'mxA-'. Asimismo, retiramos estas calificaciones del listado de Revisión Especial (CreditWatch) con implicaciones negativas donde las colocamos el 7 de abril de 2020. Las calificaciones de recuperación de estas notas se mantienen en '3', con una recuperación estimada de 50% a 90% para los tenedores de bonos en un caso hipotético de incumplimiento. Por último, asignamos nuestra calificación crediticia de emisor en escala global de 'BB-' a la empresa.

* La perspectiva negativa para las calificaciones en ambas escalas refleja una posible baja de calificaciones en los próximos seis a 12 meses si el desempeño operativo y financiero de GICSA presenta un deterioro superior al que esperamos actualmente, o si la empresa no refinancia sus próximos vencimientos de deuda.

?

Fundamento de la Acción de Calificación

La baja de las calificaciones y la perspectiva negativa se basan en riesgos a través de condiciones de negocio inciertas y un margen de maniobra más ajustado en la posición de liquidez de GICSA. El 7 de abril de 2020, bajamos la calificación de GICSA por un apalancamiento mayor al esperado y por los crecientes riesgos derivados del brote de COVID-19. Además, colocamos las calificaciones en Revisión Especial (CreditWatch) con implicaciones negativas, lo que considera la incertidumbre a corto plazo sobre los ingresos, el EBITDA y los flujos de efectivo de la empresa. Como esperábamos, durante la mayor parte del segundo trimestre de 2020, los cierres afectaron seriamente la actividad de negocio de los inquilinos de GICSA, aunque han ido reabriendo gradualmente desde junio. A la fecha de este comunicado, solo un centro comercial permanece cerrado, del resto del portafolio minorista, aproximadamente 60% del área bruta arrendable (ABA) está abierta, mientras que el ABA de oficina nunca cerró. Sin embargo, aún esperamos incertidumbre en el negocio para GICSA. Esto se debe a la actual recesión en México, que probablemente reduzca el consumo de productos discrecionales, junto con un menor tráfico en los centros comerciales, ya que actualmente los gobiernos locales están imponiendo estrictas medidas sanitarias. Además, a medida que la pandemia continúa afectando todo el país, consideramos que prevalecen los riesgos negativos dado que los gobiernos locales podrían reintroducir medidas de confinamiento. En nuestra opinión, si los inquilinos no normalizan sus operaciones, los flujos de efectivo y la liquidez de GICSA podrían verse comprometidos. La empresa reportó una caída de un dígito en ingresos y EBITDA (trimestre a trimestre) durante el segundo trimestre de 2020, con lo que mantuvo un índice de deuda bruta a EBITDA en el rango de 7.5x (veces) a 9.5x. Sin embargo, el balance de efectivo de la compañía se desplomó ante los menores ingresos

FECHA: 18/08/2020

y las mayores salidas de capital de trabajo relacionadas con los aplazamientos del pago de alquiler, los pagos a proveedores, la recompra de deuda y otros factores, a pesar de una fuerte reducción en los gastos operativos y de capital.

Las reservas de efectivo de GICSA se desplomaron en el segundo trimestre de 2020 a pesar de las medidas de ahorro. Aunque la compañía implementó diversas medidas para contener los efectos de los cierres y apoyar a sus inquilinos en los últimos meses, sus salidas de efectivo en el segundo trimestre de 2020 fueron significativas, lo que redujo su balance de efectivo sin restricciones e inversiones de corto plazo, a aproximadamente MXN580 millones de MXN1,600 millones al 30 de marzo de 2020. Esta reducción se explica en parte por los diferimientos en el pago de rentas y los menores ingresos no relacionados con éstas, que compensaron los menores gastos operativos y extraordinarios relacionados con el pago de las notas GICSA 19 por MXN500 millones y la cancelación de contratos de cobertura por aproximadamente MXN164 millones.

Sin embargo, nuestro escenario base asume una recuperación en el nivel de cobranza de efectivo en el segundo semestre de 2020, lo que respalda la liquidez de GICSA. Dado que la mayoría de sus inquilinos reabrieron en los últimos meses, los flujos de efectivo de la empresa han mejorado gradualmente. Sin embargo, persisten riesgos sustanciales relacionados con una erosión más prolongada por el consumo de bienes no esenciales. Aproximadamente la mitad de los ingresos por alquiler de la empresa proviene de tiendas de ropa y cadenas de restaurantes y entretenimiento. Actualmente, estimamos que los flujos de efectivo de GICSA mejorarán en el segundo semestre de 2020, reflejado en cobros de alquiler relativamente más altos, a medida que se eliminen los diferimientos de los inquilinos minoristas y los inquilinos de oficinas continúen cumpliendo con sus obligaciones. Sin embargo, continuaremos dando seguimiento a la evolución de la pandemia y cómo afecta al consumo. En nuestra opinión, esta y la recesión podrían tener un efecto duradero en las tasas de ocupación, los indicadores crediticios y la posición de liquidez de GICSA.

Perspectiva

La perspectiva negativa refleja una posible baja de las calificaciones en los próximos seis a 12 meses si el desempeño operativo y financiero de GICSA se deteriora más allá de nuestra expectativa actual, o si la empresa no refinancia sus próximos vencimientos de deuda. Esto se reflejaría en lo siguiente:

- * Un mayor índice de deuda a EBITDA, consistentemente por encima de 9.5x o un índice de deuda a capital por encima de 65%, o

- * Un mayor deterioro en la liquidez de GICSA, donde las fuentes del índice de liquidez a usos están por debajo de 1.2x en los próximos 12 meses, lo que podría desencadenar una baja de más de un nivel (notch). Esto podría ocurrir por una recuperación más lenta de lo esperado en el cobro de alquileres y/o por no refinanciar los próximos vencimientos.

Escenario positivo

Podríamos revisar la perspectiva a estable en los siguientes seis a 12 meses si el desempeño operativo y financiero de GICSA es más resiliente respecto a nuestras expectativas, dando como resultado ingresos, EBITDA y generación de efectivo más sólidos. Podríamos observar tal comportamiento si el tráfico en los centros comerciales de la compañía y las operaciones de los inquilinos mejoran más rápido de lo esperado, o las ventas residenciales se aceleran, lo que mejoraría su generación de efectivo.

- * Podríamos tomar una acción de calificación positiva en la calificación en escala global si los indicadores de apalancamiento mejoran, con un índice de deuda bruta a EBITDA por debajo de 7.5x de manera consistente, al tiempo que la compañía mantiene una sólida posición de liquidez.

- * También podríamos tomar una acción de calificación positiva en las calificaciones en escala nacional derivado de mejores indicadores de apalancamiento o posición de liquidez a través de un aumento en las reservas de efectivo y el refinanciamiento de los próximos vencimientos en los siguientes 12 meses. Un escenario tal daría lugar a fuentes de liquidez muy por encima de 1.2x los usos de liquidez en un período de 12 meses.

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 ABA). Durante los últimos 12 meses que concluyeron en junio de 2020, GICSA tenía ingresos ajustados por MXN5,600 millones, con un margen de EBITDA de 61%, derivado del ingreso por arrendamiento y de los servicios de bienes raíces relacionados con 16 propiedades con un ABA de 912,162 metros cuadrados y ventas del proyecto residencial.

Nuestro escenario base

- * Contracción de 8.5% del producto interno bruto (PIB) de México en 2020, y un crecimiento de 3.0% en 2021. Esperamos que la recuperación del país de los efectos del COVID-19 sea la más débil entre los mercados emergentes debido a una dinámica de inversión lenta y a la falta de estímulo fiscal para apoyar a las pequeñas y medianas empresas (pymes).

- * Tipo de cambio promedio de MXN21.75 por US\$1 en los próximos dos años sin mayor impacto en el perfil crediticio de GICSA debido a la cobertura natural parcial a través de los pagos de las rentas vinculadas al dólar.

FECHA: 18/08/2020

- * Las consecuencias económicas del coronavirus debilitarán la calidad crediticia de los inquilinos durante al menos los próximos dos o tres años, poniendo en riesgo su capacidad para pagar los alquileres contratados.
 - * Los ingresos de GICSA disminuirán a una tasa de dos dígitos en el área superior en 2020. En 2021, los ingresos crecerán a una tasa de dos dígitos en el área inferior a medida que mejoren las operaciones y el consumo de los inquilinos.
 - * El margen de EBITDA ajustado mejorará moderadamente a alrededor de 70% en 2020 gracias a las medidas de ahorro y a los menores gastos del proyecto residencial. En 2021, a medida que el desarrollo del proyecto residencial se reactive, el margen se reducirá a alrededor de 60%.
 - * Flujos de efectivo operativos muy bajos en 2020 debido a mayores salidas de capital de trabajo, y una recuperación parcial en 2021 a medida que la recaudación de efectivo continúa normalizándose.
 - * Bajo gasto de capital (capex) en 2020, cercano a MXN1,400 millones y MXN2,000 millones en 2021.
 - * No esperamos pagos de dividendos en ninguno de los dos años.
 - * Estimamos que los pagos de deuda recientes reducirán la deuda bruta de GICSA al final del año a MXN27,000 millones - MXN28,000 millones. No prevemos un incremento de deuda significativo en los siguientes dos años.
- Con base en estos supuestos, llegamos a los siguientes indicadores crediticios:
- * Margen de EBITDA de 65%-70% en 2020 y cercano a 60% en 2021.
 - * Deuda bruta a EBITDA en torno a 9.0x en ambos años.
 - * Deuda a deuda más capital en el rango de 45% a 50%.

Liquidez

Mantenemos nuestra evaluación de la liquidez de GICSA como adecuada, ya que proyectamos que la relación de fuentes a usos de efectivo será de alrededor de 1.2x en los próximos 12 meses, y que las fuentes superen los usos, incluso si el EBITDA bajara 10% con respecto a nuestros supuestos del escenario base. Consideramos que la empresa tiene factores cualitativos que respaldan su liquidez, como una posición reconocida en general en los mercados de crédito y una sólida relación con los bancos, como observamos en sus notas que actualmente se cotizan cerca del valor par y en la capacidad de GICSA para acudir a los mercados de deuda. Sin embargo, consideramos que la empresa seguirá necesitando exenciones de algunas de sus restricciones financieras (covenants) en los siguientes 12 meses.

Fuentes de liquidez:

- * Efectivo y equivalentes a efectivo, sin considerar efectivo restringido, por MXN588 millones al 30 de junio de 2020.
- * Fondos operativos (FFO, por sus siglas en inglés) por alrededor de MXN1,100 millones en los próximos 12 meses, y
- * Instrumentos negociables por alrededor de MXN1,500 millones.

Usos de liquidez:

- * Amortizaciones de deuda de corto plazo por MXN1,600 millones al 30 de junio de 2020.
- * Flujos de salida de capital de trabajo cercanos a MXN500 millones en los próximos 12 meses, y
- * Gastos de capital (capex) en torno a MXN440 millones para los próximos 12 meses, relacionados principalmente con mantenimiento.

Restricciones financieras (covenants)

Los acreedores otorgaron exenciones a GICSA sobre sus restricciones financieras (covenants) por lo que resta de 2020. La compañía tiene restricciones financieras específicas sobre créditos bancarios a nivel de la propiedad y en sus notas locales: una cobertura mínima de intereses a EBITDA de 2.0x y un apalancamiento máximo de 50%. Consideramos que la empresa tiene poco margen de maniobra y probablemente seguirá necesitando exenciones durante 2021.

Calificación de emisión - Análisis de recuperación

Factores analíticos clave

- * En línea con la calificación crediticia de emisor, bajamos nuestras calificaciones de emisión a 'mxBBB+' de 'mxA-' de los certificados bursátiles: GICSA 15, 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%).
- * Nuestro análisis de recuperación simula un escenario de incumplimiento hipotético en 2024, derivado de un supuesto deterioro prolongado de la economía de México que bajaría el número de rentas y presionaría los arrendamientos de la empresa, lo que disminuiría los niveles de ocupación y aumentaría los incumplimientos en sus arrendamientos existentes en sus propiedades estabilizadas. Por otra parte, consideramos retrasos significativos en la implementación del plan de desarrollo de capital de GICSA. Esto podría afectar nuestras expectativas para los ingresos, el EBITDA, el crecimiento de los ingresos operativos netos, así como para el flujo de efectivo. Nuestro escenario también asume un acceso limitado a fondeo externo que

FECHA: 18/08/2020

impediría que la compañía refinance 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, dada la gran base de activos de la empresa, para determinar el valor de la empresa en estrés en un caso hipotético de incumplimiento.

Supuestos de incumplimiento simulado

* Año del incumplimiento simulado: 2024

* Jurisdicción: México

Cascada simplificada

* Valor bruto de la compañía al incumplimiento: MXN39,000 millones;

* Valor neto de la compañía después de gastos de administración (5%): MXN37,000 millones

* Pasivos de la deuda senior garantizadas estimados al incumplimiento: MXN17,100 millones*

* Valor residual disponible para los tenedores de las notas senior garantizadas (GICSA 16U y GICSA 18U): MXN20,000 millones.

* Pasivos de las notas senior garantizadas estimados al incumplimiento: MXN6,300 millones*

* Expectativa de recuperación para los tenedores de las notas senior garantizadas: 50%-90%; estimado redondeado de 90%**

* Valor residual disponible para los tenedores de las notas senior no garantizadas (GICSA 15, GICSA 17, y GICSA 19): MXN13,600 millones

* Pasivos de las notas senior no garantizadas estimados al incumplimiento: MXN3,300 millones*

* Expectativa de recuperación para los tenedores de las notas senior no garantizadas: 50%-90%; estimado redondeado de 90%***

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

**Estimación redondeada al 5% inferior más cercano. Estimamos que los certificados de deuda de largo plazo locales GICSA 16U y GICSA 18U (no calificados) por MXN5,600 millones tendrían una expectativa de recuperación mayor a 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 mayor a 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

Grupo GICSA S.A.B de C.V.

Calificación crediticia de emisor

Escala Global BB-/Negativa/--

Escala Nacional mxBBB+/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)

Perfil crediticio individual bb-

?

FECHA: 18/08/2020

Detalle de las calificaciones

CLAVE DE PIZARRA CALIFICACIÓN ACTUAL CALIFICACIÓN ANTERIOR PERSPECTIVA/REV. ESPECIAL ACTUAL
PERSPECTIVA/ REV. ESPECIAL ANTERIOR

GICSA 19 mxBBB+ mxA- NA Rev. Esp. Negativa

GICSA 17 mxBBB+ mxA- NA Rev. Esp. Negativa

GICSA 15 mxBBB+ mxA- NA Rev. Esp. Negativa

Criterios y Artículos Relacionados

Criterios

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

Artículos Relacionados

- * Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia.
- * MÉXICO - Definiciones de calificación en Escala CaVal (Nacional).
- * Definiciones de Calificaciones de S&P Global Ratings.
- * Análisis Económico: Recuperación económica tras COVID-19 será desigual en América Latina, 17 de abril de 2020.
- * Economías en América Latina son las últimas en entrar y las últimas en salir de la pandemia, 30 de junio de 2020.
- * Emerging Markets: The Long Road To A New Normal, 13 de julio de 2020.
- * Panorama para empresas y proyectos de infraestructura de América Latina, primer semestre de 2020: Actualización de las principales tendencias corporativas, 27 de julio de 2020.
- * S&P Global Ratings confirma calificaciones de 'BB-' y 'mxA-' de GICSA tras llegar a acuerdo con acreedores; las mantiene en Revisión Especial Negativa, 14 de mayo de 2020.

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 30 de junio de 2020.

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;

FECHA: 18/08/2020

consecuentemente, cualquier cambio en tal información o información adicional, podría resultar en una modificación de la calificación citada.

3) Durante el año fiscal inmediato anterior S&P Global Ratings recibió ingresos de GRUPO GICSA S.A.B. DE C.V. por concepto de servicios diferentes a los de calificación y tales ingresos representan un 55.5% de los percibidos por servicios de calificación durante ese mismo año.

4) 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.

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.

Contactos

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

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

MERCADO EXTERIOR