

PCR Verum Baja a 'BBB/M' y '3/M' las Calificaciones de CADU Inmobiliaria; Perspectiva se Modifica a 'Negativa'

Monterrey, Nuevo León (Septiembre 5, 2022): PCR Verum bajó a 'BBB/M' desde 'A-/M' y a '3/M' desde '2/M', las calificaciones corporativas para el largo y corto plazo, respectivamente, de Corpovael, S.A.B. de C.V. ('CADU Inmobiliaria' o 'CADU'). Del mismo modo, fueron ajustadas a 'BBB/M' desde 'A-/M' las calificaciones de las emisiones de CBs con claves 'CADU 18' y 'CADU 19'; así como a 'A/M' desde 'AA-/M' la calificación correspondiente a 'CADU 20V'. La perspectiva de largo plazo fue modificada a 'Negativa' desde 'Estable'.

La baja en las calificaciones obedece a que en los últimos trimestres la recuperación en el desempeño operativo y financiero de CADU se ha mantenido por debajo de la expectativa inicial de PCR Verum; esto a partir del arranque de la pandemia de COVID-19 (abril-2020) y en vista de otros factores externos que han ralentizado el desplazamiento de vivienda en su zona de mayor influencia y principales segmentos atendidos, los cuales se espera que continúen siendo afectados por el complicado entorno en los próximos meses. Si bien, sus ventas observaron un mayor dinamismo en el último trimestre (2T22), para el acumulado al cierre del ejercicio la calificadora estima que se mantengan presionadas con relación a la escala operativa de la compañía, a la vez, con una baja rentabilidad respecto a inicios del período de análisis, continuado así por mayor tiempo del previsto con elevados niveles de apalancamiento y bajas coberturas de pago de intereses. La modificación en la perspectiva de calificación a 'Negativa' refleja los crecientes retos que deberá afrontar CADU para refinanciar y/o amortizar sus vencimientos de deuda programados para el corto / mediano plazo.

Las calificaciones de CADU a la vez contemplan su buena capacidad operativa y la posición de liderazgo que mantiene en su región de mayor influencia, ahora con un modelo de negocio más enfocado a la generación de flujo de efectivo para mitigar su exposición a riesgos en el mercado. En tanto que, persisten limitadas por los riesgos inherentes al sector de la vivienda en México; incluyendo el intenso requerimiento de capital de trabajo y la sensibilidad a cambios en la política nacional de vivienda, junto a la exposición a distintas variables externas que podrían aumentar de manera importante su impacto en la industria; asimismo, se incorpora la elevada concentración de la compañía en Quintana Roo y en el segmento de 'Interés Social'.

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.

CADU continúa afrontando dificultades para retomar un importante volumen de venta en su principal mercado atendido, tanto en Quintana Roo como en el segmento 'Interés Social'. Aunque la región ha retomado una actividad económica importante, persiste con una baja demanda activa de vivienda a causa de la escasa recuperación en las condiciones laborales y en el número de derechohabientes de los principales fondos públicos. La compañía ha respondido aumentando el desarrollo de vivienda 'Media' y 'Residencial' y avanza en nuevos proyectos en Querétaro y Guadalajara, sin embargo, esto aún no es reflejado en un repunte importante en sus ventas y rentabilidad, estimando que pueden beneficiarle hasta 2023. Para los próximos meses CADU persistirá con una escala de negocio reducida, teniendo en cuenta que en los 6M22 escrituró 1,663 viviendas, -11.4% respecto a 6M21; previamente en 2021 acumuló 3,498, -12.1% respecto al año anterior (2020: -46.3%).

En los 6M22, las Ventas netas de CADU fueron de Ps\$1,634.8 millones, +4.4% vs 6M21, dinámica considerada como baja en vista del entorno inflacionario que prevalece. Previamente en 2021, acumuló Ps\$2,778 millones, -15.7% vs 2020, sosteniendo así una tendencia negativa iniciada en 2018. Se señala el impacto por un nuevo criterio al final del pasado ejercicio para catalogar una operación conjunta de la compañía con un grupo de inversionistas y con características de vehículo de riesgo compartido para el desarrollo de vivienda (valuada en Ps\$213 millones y registrada como 'Financiamiento de Fideicomiso' dentro del Pasivo), por el cual eliminó Ps\$160 millones en ingresos durante el pasado ejercicio, así como de Ps\$103 millones en resultados; no representó salida adicional de efectivo y ni afectó el curso regular de su operación.



Si bien, en el 2T22 la compañía observó un mayor dinamismo en sus ventas (+36.8% respecto al 2T2) con un monto de Ps\$994.4 millones, ésta continúa por debajo de su facturación previo a la pandemia (~Ps\$1,100 millones en promedio al trimestre), aunado a que su recuperación ha sido poco consistente en los últimos trimestres y se ha prolongada por más tiempo del previsto inicialmente por PCR Verum. De mantener esta nueva dinámica para el cierre acumulado del ejercicio se estima un nivel de ventas cercano a Ps\$3,600 millones (sujeto a las condiciones de mercado), el cual seguiría suponiendo una baja considerable con relación a la primera parte del período de análisis (~Ps\$4,600 millones) y sobre todo respecto al apalancamiento y estructura operativa que requiere la compañía.

La rentabilidad de CADU permanece debilitada, por ahora con la expectativa de que su recuperación se prolongue incluso hacia un amplio horizonte. Han influido la baja prolongada en sus niveles de venta, aunado al entorno inflacionario que prevalece y ha impactado con severidad en los precios de insumos y materiales para la construcción. En los UDM al 2T22, el EBITDA se situó en Ps\$295.1 millones, -46.0% respecto a los doce meses previos, con un presionado margen del 10.4%. Cabe a consideración que en los 6M22 el EBITDA mejora moderadamente con Ps\$230.0 millones (-9.6% vs 6M21) y un margen de 14.1%, estimando que continúe en esa línea para moderados ajustes al alza en la segunda mitad del año, todavía lejano de los niveles de entre 23% y 25% observados de 2017 a 2019.

Al cierre del 2T22, la Deuda Total de la compañía era de Ps\$3,514.1 millones (-0.9% en los UDM), con un indicador de Deuda Neta a EBITDA UDM de 10.4x, aunque con una mejora relativa al contemplar únicamente el último semestre, por lo cual el nivel de 6.7x registrado en 6M22 es la base desde la cual se parte para una estimación de un nivel cercano a 5x para el cierre del ejercicio y que continuaría siendo considerado como elevado para el sector y en vista de las condiciones de mercado que prevalecen. Pese a que la Deuda Total prácticamente se ha mantenido, afecta el débil desempeño para que sean mantenidos pasivos relativos a proyectos previamente desarrollados y concluidos. La cobertura de gastos financieros de la compañía (a partir del EBITDA), siguió en un bajo nivel de 1.3x durante el último semestre (2021: 1.2x).

A partir del inicio de la pandemia, el enfoque de CADU ha sido el cuidado de su liquidez y maximizar su flujo de efectivo, esperando que los remanentes generados por su operación sean dirigidos a la amortización de deuda en los próximos meses, no así para inversiones con retornos prolongados. Al cierre 2T22, la posición de efectivo e inversiones temporales de la compañía era de Ps\$454.2 millones (-17.9%), considerada como baja respecto a su deuda de corto plazo (30.0%), por lo cual será importante que además de la generación de flujo libre de caja (6M22: Ps\$77.6 millones; 2021: Ps\$253.6 millones) que sean materializadas una serie de operaciones y alternativas que le permitan refinanciar y/o hacer frente de buena manera a sus compromisos y sin afectar los recursos destinados a la operación recurrente de la compañía.

La perspectiva de largo plazo es 'Negativa'. Las calificaciones serían ajustadas a la baja en caso de presentarse condiciones adversas para que CADU afronte sin mayores presiones a su posición de liquidez sus vencimientos de deuda programados para el corto y mediano plazo, o bien, en la medida que retroceda en la reducción en sus niveles de apalancamiento, entre otros factores. La perspectiva regresaría a 'Estable' ante una evolución positiva en la rentabilidad operativa de la compañía y/o en caso de una reducción consistente en sus niveles de apalancamiento; aunado a que solvente sus próximos vencimientos de deuda conforme a lo esperado por PCR Verum y sin comprometer su posición financiera.

CADU Inmobiliaria se dedica al desarrollo, construcción y venta de viviendas terminadas, con una trayectoria de más de 20 años y acumulando más de 110 mil viviendas desarrolladas y comercializadas. La compañía se enfoca principalmente en el segmento de 'Interés Social' (precio hasta Ps\$1 millón por unidad), destacando que históricamente ha mantenido una fuerte concentración en Quintana Roo, en donde a la vez mantiene su sede corporativa. En años recientes CADU se diversificó de forma moderada hacia los segmentos de mayor valor ('Medio', 'Residencial' y 'Residencial Plus' o 'Premium'), buscando un impulso adicional en su rentabilidad.

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

- Metodología de Corporativos (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

Jonathan Félix Gaxiola
Director
M jonathan.felix@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

Arq. Pedro Ramírez Vázquez #200-12 Piso 5
Col. Valle Oriente
San Pedro Garza García, N.L., C.P. 66278
T (52 81) 1936 6692

Información Regulatoria:

La última revisión de las calificaciones de CADU Inmobiliaria y sus emisiones de CBs se realizó el 27 de diciembre de 2021. La información financiera utilizada para el análisis y determinación de estas calificaciones comprende un periodo que abarca desde el 1 de enero de 2017 hasta el 30 de junio de 2022.

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>. Para las calificaciones antes otorgadas, no se utilizaron modelos o criterios diferentes de los empleados en las calificaciones iniciales.

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.

