

2023
HR AA-
Perspectiva Estable

2024
HR BBB
Observación Negativa



Jesús Pineda

Subdirector de Corporativos
Analista Responsable
jesus.pineda@hrratings.com



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos / ABS
heinz.cederborg@hrratings.com

HR Ratings revisó a la baja la calificación de HR AA- a HR BBB modificando la Perspectiva Estable a Observación Negativa para la emisión IDEI 23+V de IDEI

La revisión a la baja de la calificación para la emisión IDEI 23+V (la Emisión) de IDEI considera la generación negativa de Flujo Libre de Efectivo (FLE) durante los últimos doce meses (UDM) al primer trimestre de 2024 (1T24) por P\$365 millones (m) (vs. P\$632m esperado en nuestro escenario base y vs. P\$290m en el periodo anterior), como consecuencia de retrasos en la construcción de proyectos verticales y horizontales que estaban programados para ser terminados y escriturados durante 2023. Lo anterior provocó un decremento en los niveles de liquidez y el crecimiento de la deuda total a partir de la disposición de recursos para hacer frente a los requerimientos de capital de trabajo los cuales incluyen la construcción de los proyectos. Actualmente, la Empresa ha implementado una estrategia de venta de activos cuyos recursos serían utilizados para hacer frente a las obligaciones de deuda, adicionalmente, se efectuaron renegociaciones con sus acreedores bancarios, los cuales mejoraron las condiciones de la deuda. Dentro de nuestras proyecciones consideramos que durante 2024, la Empresa continuará mostrando presiones en la generación de FLE mientras concluye con el desarrollo de los proyectos verticales y horizontales que se mantienen en proceso de construcción. Por su parte, la rentabilidad y la generación de FLE mostrarían una mejoría hacia 2026 a medida que la Empresa inicia con el desplazamiento de unidades de dichos proyectos. Aprovechamos para señalar que el cambio de Perspectiva Estable a Observación Negativa considera las presiones que enfrenta la Empresa en el corto plazo como parte de la implementación de la estrategia de venta de activos, la cual tiene un impacto directo en la generación de flujo para hacer frente a los pasivos bancarios. Es importante mencionar que la calificación de la Emisión toma en consideración: i) la garantía parcial irrevocable por hasta 50.0% del saldo insoluto de la Emisión por parte del IFC (International Finance Corporation) y ii) el fondo de reserva equivalente a los dos pagos de intereses inmediatos siguientes a cada fecha de pago.



La emisión IDEI 23+V fue colocada al amparo del Programa de Certificados Bursátiles de Largo Plazo por un monto de hasta P\$2,500m de pesos o su equivalente en UDIs o en dólares con una vigencia de cinco años contados a partir de su autorización por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) el 26 de junio de 2023. A continuación, se describen sus principales características.

Características de la Emisión

	Fecha de				
Clave de Pizarra	Colocación	Vencimiento	Días por Vencer	Monto**	Tasa de Interés
IDEI 23+V	29-Jun-23	25-Jun-26	722	500	TIIIE + 2.50%

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

*Calculado a partir del 3 de julio de 2024.

** Cifras en millones de pesos al 1T24.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Evolución de los Ingresos.** Durante los UDM al 1T24, la Empresa alcanzó ingresos totales por P\$1,742m, lo cual representó un decremento de -4.2% contra P\$1,819m observado en el periodo anterior y una caída de 53.2% vs. P\$3,725m proyectado en nuestro escenario base. Este decremento obedece, principalmente, a retrasos generados en la construcción de desarrollos verticales y horizontales cuya fecha de conclusión se esperaba durante 2023.
- **Generación de FLE.** IDEI generó FLE negativo por P\$365m durante los UDM al 1T24 (vs. P\$290m en el periodo anterior y vs. P\$632m esperado en nuestro escenario base). Este decremento se encuentra asociado a la disminución del EBITDA, así como mayores requerimientos de capital de trabajo dentro de los inventarios asociado al reinicio del proceso de construcción de proyectos verticales y horizontales.
- **Endeudamiento.** Al cierre del 1T24, IDEI alcanzó una deuda total de P\$6,363m (+8.5% vs. P\$5,863m en el periodo anterior y -1.1% vs. P\$6,435m en nuestro escenario base), y una deuda neta de P\$6,142m (+8.6% vs. P\$5,657m al 1T23 y +0.7% contra P\$6,100m en nuestras proyecciones). El crecimiento de la deuda es mayormente explicado por la colocación de la emisión IDEI 23+V por P\$500m.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Incremento de los Ingresos.** Dentro de nuestro escenario base, proyectamos que la Empresa alcanzaría ingresos totales por P\$3,101m (vs. P\$1,442m en 2023) lo cual equivale a una $TMAC_{2023-2026}$ de 29.1%. Lo anterior, sería apoyado por la venta de unidades verticales a partir de 2025, así como la venta de unidades horizontales a lo largo de todo el periodo proyectado.
- **Generación de FLE.** Asumimos el crecimiento de los requerimientos de capital de trabajo durante 2024 y 2025 como parte de la continuidad y finalización de los desarrollos verticales, lo cual sería contrarrestado a partir de la incorporación de un ajuste especial a partir de la venta de activos disponibles para la venta cuyos recursos serían utilizados para liquidar deuda existente. De esta forma, proyectamos que el FLE alcanzaría P\$1,037m en 2026 (vs. -P\$98m en 2023).



- **Endeudamiento.** Respecto de los niveles de deuda, proyectamos que la Empresa alcanzaría P\$4,463m en 2026 (vs. P\$6,427m en 2023), mientras que la deuda neta mostraría P\$4,249m (vs. P\$6,236m en 2023). Esto sería resultado de la amortización de líneas de crédito conforme al vencimiento de los contratos de las líneas de crédito y la amortización de las líneas de crédito puente conforme al ritmo de escrituración estimado en nuestras proyecciones.

Factores Adicionales Considerados

- **Etiqueta de Gobernanza Limitada.** La calificación incorpora un ajuste cualitativo negativo al considerar el hecho de que la Empresa ha presentado fallas en el reporte de información, las cuales incluyen: información relacionada con el uso de los recursos obtenidos a partir de la colocación de la Emisión IDEI 23+V, así como cambios en los criterios contables asociados a la medición de unidades vendidas, lo cual provoca que las cifras de desempeño de los UDM no sean directamente comparables con cifras anteriores.

Factores que podrían subir la calificación

- **Disminución en Años de Pago.** En caso de que la Empresa muestre una generación de FLE superior y esto de como resultado que la métrica de años de pago promedio para 2025 y 2026 se ubique en 2.8 años (vs. 4.0 años en el escenario base). Lo anterior podría generar un alza a la calificación.
- **Incremento en Niveles de DSCR.** En caso de que la Empresa muestre una mayor generación de FLE y esto resulte en niveles de DSCR promedio por arriba de 0.7x en el periodo proyectado (vs. 0.5x en el escenario base), esto podría subir la calificación.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Aumento en Años de Pago.** Si la Empresa mostrase una disminución en su generación de FLE y esto diera como resultado que la métrica de años de pago promedio se ubique por arriba de 4.5 años de 2025 a 2026 (vs. 4.0 años en el escenario base). Lo anterior podría generar una baja a la calificación.
- **Estrategia de Venta de Activos.** En caso de que la Empresa muestre un desplazamiento más lento en la venta de los activos disponibles para la venta, y con esto se afecte su capacidad para hacer frente a los pasivos bancarios, esto podría generar una baja a la calificación.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Balance General (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	Mar-23	Mar-24
ACTIVOS TOTALES	17,177	16,776	16,731	15,475	15,057	17,723	16,534
Activo Circulante	6,638	10,409	10,179	8,821	8,295	6,907	10,027
Efectivo y Equivalentes de Efectivo y Efectivo Restringido	237	191	180	183	214	206	221
Cuentas por Cobrar a Clientes	1,758	1,448	1,353	1,446	1,177	1,771	1,224
Otras Cuentas por Cobrar Neto	1,021	1,360	1,420	1,474	1,528	1,173	1,350
Activos Disponibles para la Venta	0	3,261	2,444	701	701	0	2,845
Inventarios	2,588	2,969	3,576	3,871	3,531	2,552	3,144
Reserva Territorial	475	548	527	467	464	553	565
Anticipos a Proveedores, Impuestos y Derivados	559	631	679	679	679	651	679
Activos No Circulantes	10,539	6,367	6,551	6,654	6,762	10,817	6,506
Cuentas por Cobrar No Circulantes	1,724	1,983	2,082	2,186	2,295	1,838	2,036
Inversiones en Asociadas y Bonos	289	248	340	340	340	289	340
Propiedades de Inversión	8,087	3,810	3,816	3,816	3,816	8,252	3,816
Planta, Propiedad y Equipo	57	49	47	47	47	55	47
Activos Intangibles	9	13	11	8	4	10	13
Impuestos Diferidos	293	185	185	185	185	293	185
Otros Activos	53	54	46	48	49	53	44
Activos por Derecho de Uso	25	25	25	25	25	25	25
PASIVOS TOTALES	10,522	11,978	12,314	11,149	10,534	11,014	11,840
Pasivo Circulante	4,701	6,748	5,951	6,617	5,194	5,100	6,592
Pasivo con Costo	1,028	2,216	1,315	1,843	244	1,112	2,138
Proveedores	622	619	702	729	791	607	484
Impuestos por Pagar	181	356	365	368	371	304	363
Pasivos Acumulados, Doc. Por Pagar y Derivados	1,621	1,796	1,773	1,845	1,920	1,713	1,721
Pasivo por Arrendamiento	7	7	7	7	7	7	7
Ingresos por Realizar	1,242	1,754	1,789	1,825	1,861	1,357	1,878
Pasivo No Circulante	5,822	5,229	6,364	4,532	5,340	5,914	5,248
Pasivo con Costo	4,665	4,211	5,332	3,490	4,219	4,751	4,225
Impuestos Diferidos	676	607	607	607	673	676	607
Pasivo por Arrendamiento	23	24	24	24	24	23	24
Beneficios a empleados	3	3	3	4	4	3	3
Costo Amortizado de la Deuda	191	114	114	114	114	191	114
Otros Pasivos de LP	264	270	283	294	306	0	274
CAPITAL CONTABLE	6,654	4,798	4,416	4,326	4,524	6,709	4,694
Minoritario	292	296	291	291	291	299	292
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	294	301	292	292	292	299	292
Utilidad del Ejercicio	(2)	(5)	(1)	(1)	(1)	0	0
Mayoritario	6,362	4,502	4,126	4,036	4,232	6,410	4,402
Capital Contribuido	693	693	693	693	693	693	693
Utilidades Acumuladas y Otros	4,922	5,650	3,814	3,433	3,343	5,663	3,814
Utilidad del Ejercicio	747	(1,841)	(381)	(90)	197	54	(104)
Deuda Total	5,693	6,427	6,647	5,332	4,463	5,863	6,363
Deuda Neta	5,456	6,236	6,467	5,149	4,249	5,657	6,142
Días Cuentas por Cobrar	293	416	298	240	144	332	316
Días Inventario	703	1,449	1,019	1,085	712	903	1,030
Días Proveedores	217	327	185	198	141	255	210

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales auditados por KPMG.



Escenario Base: Estado de Resultados (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	Mar-23	Mar-24
Ventas Totales	1,926	1,442	1,602	2,164	3,101	336	636
Ventas Netas	1,639	1,163	1,270	1,856	2,801	277	535
Ingresos por Arrendamientos	167	190	207	152	139	35	45
Ingresos por Servicios	120	90	125	155	161	24	56
Costo de Ventas	894	690	1,148	1,342	1,852	168	500
Utilidad Bruta	1,032	753	455	821	1,249	168	135
Gastos de Operación	599	627	631	710	817	97	171
EBITDA	433	126	(176)	111	432	70	(36)
Depreciación y Amortización	11	10	9	10	10	2	2
Depreciación	4	4	3	4	4	1	1
Amortización de Intangibles	3	3	3	3	3	0	0
Amortización de Arrendamientos	4	3	3	3	3	0	0
Utilidad Operativa antes de Otros	422	116	(185)	101	422	69	(38)
Otros Ingresos y Gastos Netos	536	(1,797)	4	0	0	4	4
Otros Ingresos	13	35	4	0	0	0	4
Deterioro y/o Revaluación de Propiedades	523	(1,832)	0	0	0	0	0
Utilidad Operativa después de Otros	958	(1,681)	(182)	101	422	72	(34)
Ingresos por Intereses	43	164	55	53	49	24	17
Otros Productos Financieros	0	0	41	23	1	0	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	113	175	303	264	184	23	98
Intereses Pagados por Arrendamiento	4	3	3	3	3	0	0
Otros Gastos Financieros	0	0	0	0	3	0	0
Ingreso Financiero Neto	(73)	(14)	(211)	(192)	(140)	1	(81)
Resultado Cambiario	(3)	(80)	(34)	0	0	5	(34)
Resultado Integral de Financiamiento	(76)	(94)	(245)	(192)	(140)	6	(115)
Utilidad Después del RIF	882	(1,775)	(426)	(90)	282	78	(149)
Participación en Asociadas	6	0	0	0	0	0	0
Utilidad antes de Impuestos	888	(1,775)	(426)	(90)	282	78	(149)
Impuestos sobre la Utilidad	143	71	(45)	0	85	23	(45)
Impuestos Causados	23	24	(45)	0	19	23	(45)
Impuestos Diferidos	120	47	0	0	66	0	0
Utilidad Neta Consolidada	745	(1,846)	(382)	(90)	198	54	(104)
Participación minoritaria en la utilidad	(2)	(5)	(1)	(0)	1	0	0
Participación mayoritaria en la utilidad	747	(1,841)	(381)	(90)	197	54	(104)
Cambio en Ventas	-1.9%	-25.1%	11.1%	35.0%	43.3%	-14.5%	-4.2%
Margen Bruto	53.6%	52.2%	28.4%	38.0%	40.3%	53.9%	41.3%
Margen EBITDA	22.5%	8.7%	-11.0%	5.1%	13.9%	21.7%	1.1%
Tasa de Impuestos	16.1%	-4.0%	10.5%	0.0%	30.0%	16.3%	-0.2%
Ventas Netas a PP&E	33.7	29.5	33.7	45.5	65.3	32.8	36.7
ROCE	15.5%	3.0%	-4.6%	2.2%	9.8%	12.8%	0.2%
Operativo							
Viviendas Escrituradas	619	430	105	572	859	563	320
Cambio en Viviendas Escrituradas	-6.8%	-30.5%	-75.6%	444.8%	50.2%	-23.6%	56.8%
Precio Promedio	2.6	2.7	12.1	3.2	3.3	2.7	4.4
Intereses en RIF	113	175	303	264	184	88	250
Intereses capitalizados en inventario	448	612	561	495	355	577	507
Total de Intereses Devengados	561	787	864	759	539	665	757
Tasa Pasiva	10.3%	13.0%	13.2%	12.7%	11.0%	11.8%	12.4%
Tasa Activa	2.6%	8.7%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%	8.9%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales auditados por KPMG.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Flujo de Efectivo (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	Mar-23	Mar-24
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	888	(1,775)	(426)	(90)	282	78	(149)
Depreciación	11	10	9	10	10	2	2
Pérdida (Reversión) por Deterioro	(523)	1,832	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(6)	(0)	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	(43)	(164)	(55)	(53)	(49)	(24)	(17)
Fluctuación Cambiaria	0	0	0	0	0	0	0
Instrumentos Financieros Derivados	0	0	(41)	(23)	2	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	(562)	1,677	(87)	(66)	(38)	(22)	(15)
Intereses Devengados	113	175	303	264	184	23	98
Intereses por Arrendamiento	4	3	3	3	3	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	116	179	307	267	187	23	98
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	443	80	(206)	111	432	79	(66)
Decremento (Incremento) en Clientes	(687)	260	18	(93)	269	8	147
Decremento (Incremento) en Inventarios	(741)	(825)	(586)	(235)	343	(36)	(191)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(226)	(434)	(146)	(159)	(165)	(250)	(28)
Incremento (Decremento) en Proveedores	248	(2)	83	27	61	(15)	(135)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	1,292	746	14	122	126	319	41
Capital de trabajo	(115)	(255)	(617)	(338)	634	27	(166)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(34)	20	8	0	(19)	(5)	8
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(149)	(235)	(609)	(338)	615	22	(158)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	294	(155)	(815)	(227)	1,047	101	(224)
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inver. de acciones con carácter perm.	(6)	103	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(5)	(5)	(4)	(4)	(4)	(1)	(1)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones Temporales	0	(62)	(80)	0	0	0	(80)
Inversión en Propiedades de Inversión	(310)	(431)	0	0	0	(165)	0
Venta de Activos Disponibles para la Venta	0	0	824	1,743	0	0	423
Intereses Cobrados	43	164	55	53	49	24	17
Decr. (Inc) anticipos/prest. a terceros	(361)	(209)	24	0	0	(135)	24
Otros Activos	(52)	22	(11)	0	0	0	(11)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(691)	(418)	808	1,792	46	(277)	372
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	(397)	(572)	(7)	1,565	1,092	(176)	147
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	2,116	2,337	953	0	973	603	410
Financiamientos Bursátiles	0	800	0	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,611)	(2,103)	(733)	(1,315)	(1,343)	(432)	(474)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	(300)	0	0	(500)	0	0
Amortización de Arrendamientos	(2)	(3)	(4)	(3)	(3)	(2)	(2)
Intereses Pagados	(116)	(179)	(303)	(264)	(184)	(23)	(98)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)	0	0
Instrumentos Financieros Derivados	51	(22)	41	23	(2)	0	(0)
Financiamiento "Ajeno"	434	527	(49)	(1,563)	(1,061)	145	(163)
Dividendos Pagados	(34)	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Propio"	(34)	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	400	527	(49)	(1,563)	(1,061)	145	(163)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	3	(46)	(57)	3	31	(31)	(16)
Cambio en Valor de Efectivo Restringido.	0	0	46	0	0	0	46
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	234	237	191	180	183	237	191
Efectivo y equiv. al final del Periodo	237	191	180	183	214	206	221
CAPEX de Mantenimiento	(4)	(4)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)
Ajustes Especiales	25	67	824	1,579	0	51	80
Flujo Libre de Efectivo	310	(98)	43	1,342	1,037	290	(365)
Amortización de Deuda	1,611	2,403	733	1,315	1,843	1,800	2,445
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	(591)	(1,375)	0	0	0	(794)	(1,333)
Amortización Neta	1,020	1,028	733	1,315	1,843	1,006	1,112
Intereses Netos Pagados	73	14	249	211	135	81	96
Servicio de la Deuda	1,093	1,042	981	1,526	1,977	1,087	1,207
DSCR	0.3	(0.1)	0.0	0.9	0.5	0.3	(0.3)
Caja Inicial Disponible	234	237	191	180	183	203	206
DSCR con Caja	0.5	0.1	0.2	1.0	0.6	0.5	(0.1)
Deuda Neta a FLE	17.6	(63.5)	149.5	3.8	4.1	19.5	(16.8)
Deuda Neta a EBITDA	12.6	49.6	(36.7)	46.4	9.8	14.3	5.8

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales auditados por KPMG.



Escenario de Estrés: Balance General (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	Mar-23	Mar-24
ACTIVOS TOTALES	17,177	16,776	16,838	15,978	15,544	17,723	16,534
Activo Circulante	6,638	10,409	10,286	9,324	8,781	6,907	10,027
Efectivo y Equivalentes de Efectivo y Efectivo Restringido	237	191	124	122	148	206	221
Cuentas por Cobrar a Clientes	1,758	1,448	1,293	1,323	974	1,771	1,224
Otras Cuentas por Cobrar Neto	1,021	1,360	1,417	1,463	1,510	1,173	1,350
Activos Disponibles para la Venta	0	3,261	2,604	1,308	1,308	0	2,845
Inventarios	2,588	2,969	3,642	3,948	3,680	2,552	3,144
Reserva Territorial	475	548	527	481	482	553	565
Anticipos a Proveedores, Impuestos y Derivados	559	631	679	679	679	651	679
Activos No Circulantes	10,539	6,367	6,551	6,654	6,762	10,817	6,506
Cuentas por Cobrar No Circulantes	1,724	1,983	2,082	2,186	2,295	1,838	2,036
Inversiones en Asociadas y Bonos	289	248	340	340	340	289	340
Propiedades de Inversión	8,087	3,810	3,816	3,816	3,816	8,252	3,816
Planta, Propiedad y Equipo	57	49	47	47	47	55	47
Activos Intangibles	9	13	11	8	4	10	13
Impuestos Diferidos	293	185	185	185	185	293	185
Otros Activos	53	54	46	48	49	53	44
Activos por Derecho de Uso	25	25	25	25	25	25	25
PASIVOS TOTALES	10,522	11,978	12,451	11,731	11,181	11,014	11,840
Pasivo Circulante	4,701	6,748	5,919	6,444	5,040	5,100	6,592
Pasivo con Costo	1,028	2,216	1,295	1,700	244	1,112	2,138
Proveedores	622	619	690	699	636	607	484
Impuestos por Pagar	181	356	365	368	371	304	363
Pasivos Acumulados, Doc. Por Pagar y Derivados	1,621	1,796	1,773	1,845	1,920	1,713	1,721
Pasivo por Arrendamiento	7	7	7	7	7	7	7
Ingresos por Realizar	1,242	1,754	1,789	1,825	1,861	1,357	1,878
Pasivo No Circulante	5,822	5,229	6,532	5,287	6,141	5,914	5,248
Pasivo con Costo	4,665	4,211	5,505	4,254	5,064	4,751	4,225
Impuestos Diferidos	676	607	607	607	646	676	607
Pasivo por Arrendamiento	23	24	24	24	24	23	24
Beneficios a empleados	3	3	3	4	4	3	3
Costo Amortizado de la Deuda	191	114	114	114	114	191	114
Otros Pasivos de LP	264	270	279	284	290	0	274
CAPITAL CONTABLE	6,654	4,798	4,387	4,247	4,363	6,709	4,694
Minoritario	292	296	291	290	291	299	292
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	294	301	292	292	292	299	292
Utilidad del Ejercicio	(2)	(5)	(1)	(1)	(1)	0	0
Mayoritario	6,362	4,502	4,096	3,957	4,072	6,410	4,402
Capital Contribuido	693	693	693	693	693	693	693
Utilidades Acumuladas y Otros	4,922	5,650	3,814	3,404	3,264	5,663	3,814
Utilidad del Ejercicio	747	(1,841)	(410)	(140)	116	54	(104)
Deuda Total	5,693	6,427	6,800	5,955	5,308	5,863	6,363
Deuda Neta	5,456	6,236	6,676	5,833	5,160	5,657	6,142
Días Cuentas por Cobrar	293	416	296	235	144	332	316
Días Inventario	703	1,449	1,047	1,153	879	903	1,030
Días Proveedores	217	327	184	198	141	255	210

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales auditados por KPMG.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario de Estrés: Estado de Resultados (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	Mar-23	Mar-24
Ventas Totales	1,926	1,442	1,559	2,021	2,569	336	636
Ventas Netas	1,639	1,163	1,227	1,716	2,273	277	535
Ingresos por Arrendamientos	167	190	207	151	137	35	45
Ingresos por Servicios	120	90	125	154	159	24	56
Costo de Ventas	894	690	1,137	1,290	1,553	168	500
Utilidad Bruta	1,032	753	422	731	1,016	168	135
Gastos de Operación	599	627	625	645	670	97	171
EBITDA	433	126	(203)	87	346	70	(36)
Depreciación y Amortización	11	10	9	10	10	2	2
Depreciación	4	4	3	4	4	1	1
Amortización de Intangibles	3	3	3	3	3	0	0
Amortización de Arrendamientos	4	3	3	3	3	0	0
Utilidad Operativa antes de Otros	422	116	(212)	77	336	69	(38)
Otros Ingresos y Gastos Netos	536	(1,797)	4	0	0	4	4
Otros Ingresos	13	35	4	0	0	0	4
Deterioro y/o Revaluación de Propiedades	523	(1,832)	0	0	0	0	0
Utilidad Operativa después de Otros	958	(1,681)	(208)	77	336	72	(34)
Ingresos por Intereses	43	164	53	47	40	24	17
Otros Productos Financieros	0	0	38	6	0	0	0
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	113	175	301	265	200	23	98
Intereses Pagados por Arrendamiento	4	3	3	3	3	0	0
Otros Gastos Financieros	0	0	0	2	8	0	0
Ingreso Financiero Neto	(73)	(14)	(213)	(217)	(171)	1	(81)
Resultado Cambiario	(3)	(80)	(34)	0	0	5	(34)
Resultado Integral de Financiamiento	(76)	(94)	(247)	(217)	(171)	6	(115)
Utilidad Después del RIF	882	(1,775)	(456)	(140)	166	78	(149)
Participación en Asociadas	6	0	0	0	0	0	0
Utilidad antes de Impuestos	888	(1,775)	(456)	(140)	166	78	(149)
Impuestos sobre la Utilidad	143	71	(45)	0	50	23	(45)
Impuestos Causados	23	24	(45)	0	11	23	(45)
Impuestos Diferidos	120	47	0	0	39	0	0
Utilidad Neta Consolidada	745	(1,846)	(411)	(140)	116	54	(104)
Participación minoritaria en la utilidad	(2)	(5)	(1)	(0)	0	0	0
Participación mayoritaria en la utilidad	747	(1,841)	(410)	(140)	116	54	(104)
Cambio en Ventas	-1.9%	-25.1%	8.1%	29.6%	27.1%	-14.5%	-4.2%
Margen Bruto	53.6%	52.2%	27.1%	36.2%	39.6%	53.9%	41.3%
Margen EBITDA	22.5%	8.7%	-13.0%	4.3%	13.5%	21.7%	1.1%
Tasa de Impuestos	16.1%	-4.0%	9.8%	0.0%	30.0%	16.3%	-0.2%
Ventas Netas a PP&E	33.7	29.5	32.8	42.6	54.1	32.8	36.7
ROCE	15.5%	3.0%	-5.3%	1.6%	7.8%	12.8%	0.2%
Operativo							
Viviendas Escrituradas	619	430	99	541	639	563	320
Cambio en Viviendas Escrituradas	-6.8%	-30.5%	-77.0%	446.5%	18.1%	-23.6%	56.8%
Precio Promedio	2.6	2.7	12.4	3.2	3.6	2.7	4.4
Intereses en RIF	113	175	301	265	200	88	250
Intereses capitalizados en inventario	448	612	556	497	386	577	507
Total de Intereses Devengados	561	787	856	762	585	665	757
Tasa Pasiva	10.3%	13.0%	12.9%	11.9%	10.4%	11.8%	12.4%
Tasa Activa	2.6%	8.7%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%	8.9%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales auditados por KPMG.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario de Estrés: Flujo de Efectivo (Cifras en millones de pesos)

	2022*	2023*	2024P	2025P	2026P	Mar-23	Mar-24
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	888	(1,775)	(456)	(140)	166	78	(149)
Depreciación	11	10	9	10	10	2	2
Pérdida (Reversión) por Deterioro	(523)	1,832	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(6)	(0)	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	(43)	(164)	(53)	(47)	(40)	(24)	(17)
Fluctuación Cambiaria	0	0	0	0	0	0	0
Instrumentos Financieros Derivados	0	0	(38)	(4)	8	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	(562)	1,677	(81)	(42)	(23)	(22)	(15)
Intereses Devengados	113	175	301	265	200	23	98
Intereses por Arrendamiento	4	3	3	3	3	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	116	179	304	268	203	23	98
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	443	80	(233)	87	346	79	(66)
Decremento (Incremento) en Clientes	(687)	260	78	(30)	349	8	147
Decremento (Incremento) en Inventarios	(741)	(825)	(651)	(261)	268	(36)	(191)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(226)	(434)	(143)	(151)	(159)	(250)	(28)
Incremento (Decremento) en Proveedores	248	(2)	71	9	(63)	(15)	(135)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	1,292	746	10	116	120	319	41
Capital de trabajo	(115)	(255)	(636)	(317)	516	27	(166)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(34)	20	8	0	(11)	(5)	8
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(149)	(235)	(628)	(317)	505	22	(158)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	294	(155)	(861)	(230)	851	101	(224)
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inver. de acciones con carácter perm.	(6)	103	0	0	0	0	0
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(5)	(5)	(4)	(4)	(4)	(1)	(1)
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones Temporales	0	(62)	(80)	0	0	0	(80)
Inversión en Propiedades de Inversión	(310)	(431)	0	0	0	(165)	0
Venta de Activos Disponibles para la Venta	0	0	663	1,296	0	0	423
Intereses Cobrados	43	164	53	47	40	24	17
Decr. (Inc) anticipos/prest. a terceros	(361)	(209)	24	0	0	(135)	24
Otros Activos	(52)	22	(11)	0	0	0	(11)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(691)	(418)	645	1,340	37	(277)	372
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	(397)	(572)	(216)	1,110	888	(176)	147
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	2,116	2,337	1,103	450	1,053	603	410
Financiamientos Bursátiles	0	800	0	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,611)	(2,103)	(730)	(1,295)	(1,200)	(432)	(474)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	(300)	0	0	(500)	0	0
Amortización de Arrendamientos	(2)	(3)	(4)	(3)	(3)	(2)	(2)
Intereses Pagados	(116)	(179)	(301)	(265)	(200)	(23)	(98)
Intereses Pagados por Arrendamientos	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)	0	0
Instrumentos Financieros Derivados	51	(22)	38	4	(8)	0	(0)
Financiamiento "Ajeno"	434	527	103	(1,112)	(861)	145	(163)
Dividendos Pagados	(34)	0	0	0	0	0	0
Financiamiento "Propio"	(34)	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	400	527	103	(1,112)	(861)	145	(163)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	3	(46)	(113)	(2)	27	(31)	(16)
Cambio en Valor de Efectivo Restringido.	0	0	46	0	0	0	46
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	234	237	191	124	122	237	191
Efectivo y equiv. al final del Periodo	237	191	124	122	148	206	221
CAPEX de Mantenimiento	(4)	(4)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)
Ajustes Especiales	25	67	663	1,296	0	51	80
Flujo Libre de Efectivo	310	(98)	(163)	1,056	841	290	(365)
Amortización de Deuda	1,611	2,403	730	1,295	1,700	1,800	2,445
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	(591)	(1,375)	0	0	0	(794)	(1,333)
Amortización Neta	1,020	1,028	730	1,295	1,700	1,006	1,112
Intereses Netos Pagados	73	14	248	218	159	81	96
Servicio de la Deuda	1,093	1,042	978	1,513	1,860	1,087	1,207
DSCR	0.3	(0.1)	(0.2)	0.7	0.5	0.3	(0.3)
Caja Inicial Disponible	234	237	191	124	122	203	206
DSCR con Caja	0.5	0.1	0.0	0.8	0.5	0.5	(0.1)
Deuda Neta a FLE	17.6	(63.5)	(40.9)	5.5	6.1	19.5	(16.8)
Deuda Neta a EBITDA	12.6	49.6	(32.9)	67.4	14.9	14.3	5.8

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales auditados por KPMG.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Glosario

El **Flujo de Libre de Efectivo (FLE)** se define como el flujo de caja de las actividades de operación más las necesidades de capital circulante menos una provisión para CAPEX de mantenimiento más los dividendos recibidos, si los hubiera, menos los impuestos pagados y menos los gastos por contratos de arrendamiento financiero, incluidos tanto la amortización como los intereses. El cálculo puede incluir una consideración de Ajuste Especial si se considera que determinados componentes de las cuentas enumeradas no son apropiados para la medida (por ejemplo, no recurrentes, de naturaleza no operativa.). La medida se basa en años calendario.

El **Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus siglas en inglés)** se define como el FLE dividido por el servicio de la deuda. A efectos de este indicador, el servicio de la deuda se define como el gasto financiero neto (gastos financieros menos ingresos financieros) más la amortización obligatoria de la deuda. Se excluyen los pagos anticipados, así como los pagos derivados de *Excess Cash Flow Sweep* (ECFS por sus siglas en inglés). Algunas refinanciaciones de deuda también pueden excluirse del cálculo del servicio de la deuda. También se excluyen los intereses capitalizados de los contratos de crédito que originalmente contemplaban tales intereses. No se excluirán los intereses capitalizados procedentes de reestructuraciones forzosas de deuda. El servicio de la deuda se mide sobre una base de años calendario.

DSCR con Caja. Se trata de la misma métrica que la anterior, con la excepción de que el efectivo al final del período anterior de cuatro trimestres se añade al FLE, al igual que cualquier efectivo reservado exclusivamente para la deuda que se está calificando.

Los **Años de Pago** se definen como la deuda neta dividida por el FLE.

Coficiente entre Activos Comercializables y Pasivos (ACP). Mide la estimación de HR Ratings del valor de mercado de los activos de la entidad calificada con respecto al valor contable de sus pasivos.

Estas métricas tienen las siguientes ponderaciones en la determinación de nuestra calificación cuantitativa preliminar:

Ponderación de Métricas

DSCR	20%
DSCR con Caja	20%
Años de Pago	40%
ACP	20%

El periodo de calificación de este informe consta de cinco periodos calendario, que comprenden dos periodos históricos con información reportada y tres periodos proyectados. El primer periodo proyectado es el trimestre inmediatamente posterior al último periodo con información reportada. Los periodos se definen como sigue con sus respectivas ponderaciones.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Ponderación de Periodos

t-1	13%
t ₀	17%
t ₁	35%
t ₂	20%
t ₃	15%

HR Ratings crea dos escenarios de proyección: Base y Estrés. A efectos de calificación, cada escenario completo incluye los mismos dos periodos históricos, así como sus respectivos escenarios de proyección. El escenario Base tiene una ponderación del 65% y el Estrés del 35%.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

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

Metodologías utilizadas para el análisis*	Evaluación de Riesgo Corporativo, febrero de 2024.
Calificación anterior	IDEI 23+V: HR AA- Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	23 de junio de 2023
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T16-1T24
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Estados Financieros Auditados por KPMG de 2020 a 2023 e información trimestral interna publicada en la Bolsa Mexicana de Valores a partir del 2T23.
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.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

*Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/

** HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una 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 of 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad, emisor o tercero distinto a la entidad o emisor 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 calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (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 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.

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. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings de México, o un tercero, 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, al 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, 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 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (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 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS