

A NRSRO Rating\*

**Calificación**

BEGRAND 18 **HR A+**  
Perspectiva **Estable**

**Evolución de la Calificación Crediticia**



Fuente: HR Ratings.

**Contactos**

**Carolina Riesgo**  
Analista de Corporativos  
carolina.riesgo@hrratings.com

**José Luis Cano**  
Director Ejecutivo de Deuda  
Corporativa / ABS  
joseluis.cano@hrratings.com

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

**HR Ratings ratificó la calificación de HR A+ para la emisión BEGRAND 18 y modificó la Perspectiva de Negativa a Estable para Be Grand.**

La ratificación de la calificación de la emisión BEGRAND 18 tiene como base el análisis de riesgos realizado por HR Ratings para Be Grand de HR BBB+ con Perspectiva Estable el 17 de octubre de 2019. Asimismo, considera un factor cualitativo positivo relacionado con la garantía de carácter irrevocable e incondicional, a cargo de SHF por hasta el 50.0% del saldo insoluto en todo momento, la cual podrá ser utilizada para pago de principal e intereses de los CEBURS. En caso de utilizarse, el monto total disponible se podrá resarcir en cuanto Be Grand pague dichos recursos (revolvente). Además, los Certificados Bursátiles contarán con un fondo de reserva para cubrir hasta tres periodos de pago de intereses.

La calificación corporativa de Be Grand y el cambio en la Perspectiva de Negativa a Estable se fundamentan en la solidez que se observó en la generación de ingresos y de EBITDA, resultado de la recuperación en la venta de unidades (Alto Polanco) al cierre de 2018, sumado a un adecuado cumplimiento en el plan de ventas de los desarrollos durante 2019, que se reflejaron en un margen EBITDA de 24.6% en los Últimos Doce Meses (UDM) al 2T19 (vs. 6.7% en los UDM al 2T18 y 12.6% en un escenario base). Estos resultados positivos dieron estabilidad al Flujo Libre de Efectivo (FLE), así como una mayor capacidad para hacer frente a los requerimientos de capital de trabajo y a las obligaciones financieras de la Empresa. De igual forma, se espera que, para el periodo proyectado, la Empresa continúe mostrando una fortaleza en la operación gracias a la escrituración de los proyectos en marcha, así como por los nuevos proyectos, mediante la emisión del Programa Dual, la participación del CKD y la inversión en subsidiarias.

La Emisión considera un monto de P\$1,500m a un plazo de aproximadamente 3.1 años, con dos pagos iguales de principal, en septiembre de 2020 y marzo de 2021.

**Principales Características de la Emisión BEGRAND 18**

Emisor	Be Grand, S.A.P.I. de C.V.
Monto de la Emisión	P\$1,500m.
Tasa de interés y periodicidad de pago	TIE <sub>28</sub> más 255pbs, liquidables cada 28 días.
Forma de Pago	La amortización de la Emisión se realizará mediante dos pagos semestrales programados en septiembre de 2020 y marzo de 2021, por un monto de P\$750m cada uno.
Garantía	Los Certificados Bursátiles contarán con una garantía, de carácter irrevocable e incondicional por hasta el 50% del saldo de principal insoluto de los Certificados Bursátiles, para el pago oportuno a los Tenedores de los Certificados Bursátiles, por parte de la de la Sociedad Hipotecaria Federal, Sociedad Nacional de Crédito, Institución de Banca de Desarrollo ("Sociedad Hipotecaria Federal" o "SHF"). Asimismo, los Certificados Bursátiles contarán con un fondo de reserva de hasta 3 (tres) periodos de pago de intereses.
Fecha de Emisión / Vigencia	Hasta 1,141 días, equivalentes a aproximadamente 3.1 años.

Fuente: HR Ratings con base en información proporcionada por la Empresa.

## Principales Factores Considerados

### Descripción de la Fuente de Pago Adicional

En el escenario de estrés de HR Ratings para esta emisión, se considera que Be Grand podría presentar problemas para cubrir el pago de capital e intereses de la misma, por lo que, para el cumplimiento de las obligaciones con relación a los CEBURS, se tendría que hacer uso de la Garantía de Pago Oportuno (GPO) otorgada por parte de SHF, quien cuenta con una calificación en escala local equivalente a HR AAA con Perspectiva Estable otorgada por otra agencia calificadora. El funcionamiento de la garantía toma en cuenta que los recursos podrán ser resarcidos por parte de Be Grand a SHF con el objetivo de renovar el monto disponible de la garantía; no obstante, SHF no tendría la facultad de exigir dichos recursos, sino hasta el vencimiento de los CEBURS. A su vez, la Emisión contará con una reserva para el pago de intereses por un monto equivalente a tres periodos de pago en todo momento.

Para el análisis de la documentación legal con relación a la Emisión y la GPO, HR Ratings se apoyó de una opinión legal emitida por Ritch, Mueller, Heather y Nicolau, S.C., en la cual se determina que bajo el supuesto que los documentos se celebren en los términos proporcionados para su revisión, los CEBURS y sus tenedores serán beneficiarios de la garantía, y a través del Representante Común, podrán ejercer este derecho a recibir recursos de SHF por hasta 50% del saldo insoluto de la Emisión, bajo los términos establecidos en el Contrato de GPO y en el Convenio de Reconocimiento de Adeudo. Asimismo, dicha opinión remarca que, conforme a la documentación revisada, SHF acepta ejercitar sus derechos de cobro a Be Grand una vez que hayan sido liquidadas todas y cada una de las obligaciones al amparo de los CEBURS, bajo el entendido que esto no limita a la Empresa a la posibilidad de realizar cualquier pago por propia voluntad al amparo de la GPO con anterioridad a que se paguen las obligaciones derivadas de la Emisión. Con base en lo anterior, dicha opinión legal manifiesta que la documentación relacionada con la Emisión y la GPO, resulta en una calificación legal *satisfactoria* para el ejercicio de las mismas.

De acuerdo con el funcionamiento y ejercicio de la GPO, la Empresa deberá transferir a la cuenta del Representante Común (Monex Casa de Bolsa S.A de C.V, Monex Grupo Financiero), con al menos seis días hábiles con anterioridad a las fechas de pago de los CEBURS, los recursos líquidos necesarios para cubrir en su totalidad las obligaciones correspondientes al pago de principal e intereses de la Emisión, de acuerdo con el calendario establecido. En el supuesto que Be Grand no realice dicha transferencia dentro del plazo señalado, el Fiduciario (CI BANCO, S.A., Institución de Banca Múltiple) y el Representante Común quedarán facultados para entregar a SHF una instrucción de desembolso para ejercer la GPO en beneficio de los tenedores. A su vez, Be Grand tendrá un periodo de 90 días para pagar a SHF el monto utilizado de la garantía y los intereses correspondientes. Adicionalmente, la Emisión cuenta un contrato de depósito de garantía con el objetivo de garantizar el pago de hasta tres meses de intereses ordinarios. Es importante señalar que se creó un Fideicomiso de Garantía cuyo patrimonio está formado por un terreno no productivo de la Empresa con el propósito de garantizar el pago a SHF, del cual SHF no podrá ejercer su derecho sobre los bienes sino hasta el vencimiento de los CEBURS. A continuación, se muestra el escenario de estrés de HR Ratings para BEGRAND 18.

Emisión Be Grand (información en miles de pesos)	agosto-20	septiembre-20	marzo-21
Periodo de Pago	33	34	40
Saldo insoluto al principio del periodo	\$ 1,500,000	\$ 1,500,000	\$ 750,000
Saldo insoluto al finalizar el periodo	\$ 1,500,000	\$ 750,000	\$ -
Amortización de Capital		\$ 750,000	\$ 750,000
TIIE a 28 días con nivel de estrés	6.61%	6.61%	6.42%
Sobretasa estimada	3.30%	3.30%	3.30%
Número de días para pago de intereses	28	28	28
Intereses por pagar esperados en escenario de estrés	\$ 11,560	\$ 11,560	\$ 5,670
Amortización de Capital e intereses	\$ 11,560	\$ 761,560	\$ 755,670
Monto garantizado al inicio del periodo**	\$ 784,680	\$ 784,680	\$ 17,011
Incremento Mensual de Garantía			
Reserva de Intereses	\$ 34,680	\$ 17,340	\$ -
Amortización Total en caso de Vencimiento Anticipado	\$ 1,511,560	\$ 1,511,560	\$ 755,670
Cobertura Disponible al Inicio	784,680	784,680	17,011
<b>Porcentaje Cubierto por Garantía sin Reserva Intereses</b>	<b>51.91%</b>	<b>51.91%</b>	<b>2.25%</b>
<b>Porcentaje Cubierto por Be Grand</b>	<b>48.09%</b>	<b>48.09%</b>	<b>97.75%</b>

Fuente: Proyecciones de HR Ratings con base en información otorgada por Be Grand.

\*\* El monto garantizado al inicio del periodo solo se considera para cubrir el principal

Es importante mencionar que existe una dependencia relativa con respecto a la calidad crediticia de la Empresa, por lo que, en caso de un deterioro en la calidad crediticia de Be Grand, así como en las características finales de la Emisión, la presente calificación podría ser impactada. Asimismo, se tomó en cuenta la fórmula de determinación del Monto Disponible la cual considera el Monto Garantizado, que siempre será el 50.0% del saldo insoluto de la Emisión, deduciéndole los montos dispuestos de la Garantía y sumando los pagos realizados a la misma; y los causales de Vencimiento Anticipado que entre otros contemplan la posibilidad de un vencimiento cruzado frente a otras obligaciones de pago distintas a los CEBURS.

### Calificación del Emisor

En función de la metodología de HR Ratings, se llevaron a cabo las proyecciones para Be Grand considerando un escenario base y uno de estrés, en donde se estima la evolución de las principales métricas de análisis, con el principal objetivo de determinar la capacidad de la Empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras en los siguientes años. En la siguiente tabla se pueden observar los resultados históricos y proyectados para los años de 2019 a 2021.

Supuestos y Resultados <sup>1</sup>	UDM					Escenario Base			Escenario de Estrés		
	2T18	2T19	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Ventas Netas	1,514	3,426	3,592	2,551	2,394	3,750	4,647	3,974	3,541	4,227	3,725
Margen Bruto	30.3%	39.6%	47.7%	28.8%	38.0%	33.2%	34.0%	33.9%	31.4%	32.5%	33.3%
Margen EBITDA	6.7%	24.6%	31.7%	11.6%	18.3%	15.7%	16.0%	16.2%	14.1%	14.8%	15.1%
EBITDA	102	844	1,140	295	437	590	744	645	500	626	561
Flujo Libre de Efectivo **	504	2,375	2,146	(1,505)	1,305	992	1,803	2,101	400	1,260	1,468
Deuda Total	4,204	3,967	2,276	2,899	4,075	4,244	4,368	3,771	4,272	4,515	4,119
Deuda Neta	2,279	1,594	1,648	1,842	1,914	2,070	1,633	658	2,661	2,513	1,887
Años de Pago (DN / EBITDA)	22.3	1.9	1.4	6.2	4.4	3.5	2.2	1.0	5.3	4.0	3.4
Años de Pago (DN / FLE)	4.5	0.7	0.8	(1.2)	1.5	2.1	0.9	0.3	6.7	2.0	1.3
DSCR **	4.2x	3.6x	10.2x	-9.0x	2.8x	1.7x	0.5x	1.3x	0.7x	0.3x	0.9x
DSCR con caja inicial	9.0x	6.5x	12.1x	-5.3x	5.1x	5.4x	1.1x	3.1x	4.4x	0.8x	2.1x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 3T19.

\*Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Actividades de Operación - Capex de Mantenimiento (Depreciación) + Diferencia en Cambios + Dividendos Cobrados.

\*\* Cobertura del Servicio de la Deuda = FLE / Servicio de la Deuda (Intereses Netos + Amortizaciones de Principal).

<sup>1</sup> Cifras en millones de pesos mexicanos.

### Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Evolución positiva en la generación de Ingresos Totales y de EBITDA.** En los UDM, al segundo trimestre de 2019 (2T19), el crecimiento en ingresos fue de 126.3% y de 3.1% en el escenario base, por lo que la Empresa cerró con una generación de EBITDA de P\$844m (vs. P\$102m en los UDM al 2T18 y P\$420m en un escenario base). Lo anterior fue resultado de la escrituración de unidades, especialmente en los desarrollos de Alto Polanco Torre 2, Alto Pedregal, Coapa Fase 4 y Park Bosques Fase 1, que resultó en un total de 333 unidades vendidas en el Primer Semestre del Año (1S19) (vs. 150 al 1S18); con un precio promedio de P\$5.2m, (vs. P\$4.2m al 1S18).
- **Comportamiento en los niveles de FLE y de Endeudamiento.** Al cierre de 2018 y en los UDM al cierre del 2T19, el FLE mostró una importante recuperación, derivado de la rentabilidad operativa generada, que a su vez logró que las principales cuentas de capital de trabajo se comportaran en línea con el avance de cada uno de los desarrollos, por la liberación de las cuentas por cobrar, los inventarios y los proveedores. En este sentido, la deuda total cerró en P\$3,967m al 2T19 (vs. P\$4,204m al 2T18), que llevó a una Razón de Años de Pago de Deuda Neta a FLE de 0.7 años al 2T19 (vs. 4.5 años al 2T18 y 0.9 años en un escenario base).

### Expectativas para Periodos Futuros

- **Niveles Adecuados de Deuda.** Mediante la escrituración constante y puntual de los diferentes desarrollos, se esperaría una adecuada generación de EBITDA, que permitiría alcanzar un promedio de 16.0% para el margen EBITDA en el periodo proyectado de 2019 a 2021 (vs. 24.6% en los UDM al 2T19). Asimismo, el precio de venta promedio se comportaría de acuerdo con la liberación de unidades en los diferentes segmentos de venta (Be, Be Grand y Be Grand Park).
- **Niveles Estables de Deuda.** La deuda total se comportaría conforme a la liberación de unidades estimada y dependería de la naturaleza de los créditos puente calzados a cada proyecto (proyectos actuales y nuevos proyectos). Asimismo, se esperaría observar un incremento de deuda, a través de la activación del Programa Dual por un monto de hasta P\$2,000m, que se utilizaría para oportunidades de inversión en proyectos y para capital de trabajo.
- **Fortaleza en la generación de FLE.** A partir de la rentabilidad, se esperaría una continuidad en la estabilidad del FLE, que permitiría una capacidad adecuada para el pago de la deuda en los periodos de mayor presión por la amortización de los créditos y de los certificados bursátiles (CEBURS), así como para las necesidades de capital de trabajo; a su vez, estos resultados permitirían alcanzar una Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR) promedio de 1.2x (2019-2021).

### Factores adicionales considerados

- **Permisos y Regulaciones del Sector.** Aún cuando el sector de desarrolladoras de vivienda fue impactado por el cambio de Gobierno en la Ciudad de México, Be Grand no presentó ninguna afectación importante en cuanto a regulaciones y permisos.
- **Inversión a través del CKD y Subsidiarias.** Se esperaría que el CKD mantenga una participación en los proyectos de conjuntos inmobiliarios planeados para los siguientes años, lo que impulsaría a oportunidades de inversión potenciales; en conjunto con la continuidad en la inversión de subsidiarias no consolidadas.

- 
- **Volatilidad en la Escrituración de Unidades.** Por la naturaleza de negocio de la Empresa, y los factores involucrados en el proceso de construcción, se considera el riesgo asociado al desfase en los tiempos de entrega de los proyectos.

### Factores que podrían subir la calificación

- **Incremento en la Generación de FLE.** A través de una operación estable, por la adecuada escrituración de los actuales y nuevos proyectos, se lograría un efecto positivo en el EBITDA promedio de los siguientes años, que se reflejaría en un FLE creciente y en un adecuado comportamiento de la deuda total, permitiendo alcanzar Años de Pago de DN a FLE promedio inferiores a 1.0 años y un DSCR promedio superior a 2.5x durante el periodo proyectado de 2019 a 2021.

### Factores que podrían bajar la calificación

- **Atraso en la Escrituración de los Proyectos.** Una desaceleración en el sector de la construcción en México, sumado a un menor control en los tiempos de entrega de los proyectos por contingencias con respecto a los proveedores, fallas en el proceso de construcción y un mayor nivel de permisos y regulaciones, provocaría que la rentabilidad de la Empresa sufriera un importante deterioro, con niveles promedio por debajo de 12.0% en el margen EBITDA, afectando así al FLE de cada periodo y, por lo tanto a las principales métricas consideradas para la calificación de Be Grand.



Credit  
Rating  
Agency

A NRSRO Rating\*

# Be Grand

BEGRAND, S.A.P.I de C.V.

HR A+

Corporativos  
17 octubre 2019

## Perfil de la Empresa

Be Grand, S.A.P.I. de C.V. (Be Grand y/o la Empresa) es una empresa desarrolladora enfocada exclusivamente a proyectos residenciales. Be Grand nace de Grupo Inmobiliario Carr e IDU, quienes han desarrollado proyectos residenciales, comerciales y de oficinas desde hace más de 30 años. La Empresa se ha enfocado en la Ciudad de México, manteniendo su concentración en esta plaza, y espera continuar creciendo, dada la demanda existente en las viviendas del segmento medio y residencial.

**Anexo - Escenario Base**
**Be Grand (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)**

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	6M18	6M19
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>6,294</b>	<b>8,608</b>	<b>10,402</b>	<b>11,193</b>	<b>12,345</b>	<b>11,279</b>	<b>10,432</b>	<b>11,281</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>1,439</b>	<b>1,248</b>	<b>2,904</b>	<b>2,427</b>	<b>3,006</b>	<b>3,803</b>	<b>2,697</b>	<b>3,067</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	628	1,057	2,162	2,174	2,735	3,113	1,925	2,374
Cuentas por Cobrar a Clientes	303	26	55	91	106	524	464	78
Cuentas por Cobrar a Partes Relacionadas	464	133	142	142	143	143	308	96
Activo mantenido para su venta	0	0	520	0	0	0	0	520
Impuestos por recuperar	45	32	25	21	21	22	0	0
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>4,854</b>	<b>7,359</b>	<b>7,498</b>	<b>8,766</b>	<b>9,339</b>	<b>7,476</b>	<b>7,735</b>	<b>8,214</b>
Inversiones en Subsid. N.C. y certificados de desarrollo	104	116	233	467	1,567	2,417	157	344
Mobiliario y equipo	13	23	22	20	20	21	0	0
Desarrollo Inmobiliario	3,517	5,444	5,724	6,171	5,762	3,155	5,813	5,675
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	231	229	229	604	613	623	229	599
Crédito Mercantil	231	229	229	234	243	253	229	229
Otros Intangibles	0	0	0	370	370	370	0	370
Impuestos Diferidos	949	1,535	1,261	1,134	1,021	919	1,535	1,219
Otros Activos LP	41	13	29	369	354	340	0	376
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>5,911</b>	<b>6,858</b>	<b>9,128</b>	<b>9,721</b>	<b>10,521</b>	<b>9,161</b>	<b>8,652</b>	<b>9,512</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>2,938</b>	<b>3,253</b>	<b>4,387</b>	<b>7,412</b>	<b>5,957</b>	<b>4,560</b>	<b>3,807</b>	<b>4,803</b>
Pasivo con Costo	167	465	452	3,276	1,297	792	670	502
Proveedores	515	166	283	524	631	520	188	275
Impuestos por Pagar	14	18	8	0	0	0	0	0
Anticipos de Clientes y Otros	2,242	2,605	3,644	3,612	4,029	3,248	2,950	4,027
Cuentas por Pagar a Subsidiarias y Afiliadas	2	16	89	105	123	146	5	152
Anticipo de Clientes	2,240	2,589	2,786	2,891	3,228	2,289	2,945	2,966
Depositos en Garantía y Otros Anticipos (Venta de terreno)	0	0	770	616	678	813	0	909
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>2,973</b>	<b>3,605</b>	<b>4,742</b>	<b>2,308</b>	<b>4,563</b>	<b>4,601</b>	<b>4,845</b>	<b>4,709</b>
Pasivo con Costo	2,109	2,434	3,624	968	3,071	2,979	3,535	3,465
Impuestos Diferidos	864	1,170	1,116	1,341	1,492	1,622	1,309	1,241
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>382</b>	<b>1,749</b>	<b>1,274</b>	<b>1,472</b>	<b>1,824</b>	<b>2,118</b>	<b>1,780</b>	<b>1,769</b>
<b>Minoritario</b>	<b>11</b>	<b>1,321</b>	<b>(631)</b>	<b>(862)</b>	<b>(878)</b>	<b>(893)</b>	<b>581</b>	<b>(869)</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	11	914	(648)	(859)	(862)	(878)	635	(859)
Utilidad del Ejercicio	0	407	17	(3)	(16)	(15)	(54)	(10)
<b>Mayoritario</b>	<b>371</b>	<b>428</b>	<b>1,905</b>	<b>2,334</b>	<b>2,702</b>	<b>3,011</b>	<b>1,198</b>	<b>2,638</b>
Capital Contribuido	1,468	1,970	1,971	2,202	2,202	2,202	1,971	2,202
Utilidades Acumuladas	(1,313)	(1,354)	(132)	(381)	132	500	(1,078)	(381)
Utilidad del Ejercicio	216	(188)	66	513	368	309	306	817
<b>Deuda Total</b>	<b>2,276</b>	<b>2,899</b>	<b>4,075</b>	<b>4,244</b>	<b>4,368</b>	<b>3,771</b>	<b>4,204</b>	<b>3,967</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>1,648</b>	<b>1,842</b>	<b>1,914</b>	<b>2,070</b>	<b>1,633</b>	<b>658</b>	<b>2,279</b>	<b>1,594</b>
Días Cuenta por Cobrar Clientes	25	37	30	8	23	26	38	11
Días por Pagar Proveedores	107	52	56	54	73	67	60	50

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por E&amp;Y. Proyecciones a partir del 31/19.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

*A NRSRO Rating\**
**Be Grand (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)**

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	6M18	6M19
<b>Ventas Netas</b>	3,592	2,551	2,394	3,750	4,647	3,974	837	1,869
<b>Costos de Operación</b>	1,880	1,817	1,485	2,504	3,067	2,626	339	923
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	1,712	734	909	1,246	1,580	1,348	498	945
Gastos de Generales	572	439	472	656	837	703	225	265
Gastos de venta	240	164	182	240	305	256	106	102
Gastos de administración	332	275	290	416	531	447	118	163
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	1,140	295	437	590	744	645	274	681
Depreciación y Amortización	5	6	6	9	9	7	3	5
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	1,135	289	431	581	735	638	271	676
Otros ingresos generales y (gastos) netos**	0	163	20	465	63	80	201	404
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	1,135	452	451	1,046	798	718	472	1,080
Ingresos por Intereses	39	40	32	25	34	48	15	10
Otros Productos Financieros	0	0	0	1	0	0	11	1
Intereses Pagados***	68	58	158	258	291	314	81	100
Otros Gastos Financieros	3	36	9	0	0	0	10	0
<b>Ingreso Financiero Neto</b>	(32)	(54)	(136)	(232)	(256)	(266)	(66)	(90)
Resultado Cambiario	1	(5)	0	(0)	0	0	0	(0)
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	(30)	(60)	(136)	(233)	(256)	(266)	(65)	(90)
<b>Utilidad después del RIF</b>	1,104	393	315	813	542	453	407	990
Participación en Subsidi. no Consolidadas	(609)	(1)	(10)	0	0	0	(15)	(4)
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	495	392	305	810	542	453	407	990
Impuestos sobre la Utilidad	268	137	222	300	190	158	139	176
Impuestos Causados	12	1	3	25	38	29	0	0
Impuestos Diferidos	256	136	219	275	152	130	139	176
<b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>	227	256	83	510	352	294	252	807
Operaciones Discontinuadas****	0	(37)	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	227	219	83	510	352	294	252	807
Participación minoritaria en la utilidad	11	407	17	(3)	(16)	(15)	(54)	(10)
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	216	(188)	66	513	368	309	306	817
<i>(Cifras 12m)</i>								
Cambio en Ventas (%)	107.2%	-29.0%	-6.2%	56.6%	23.9%	-14.5%	-56.1%	126.3%
Departamentos Escriturados	766	442	484	690	730	575	150	333
Precio Promedio (Miles P\$)	4,200	5,598	4,568	5,204	6,051	6,546	4,218	5,270
Margen Bruto	47.7%	28.8%	38.0%	33.2%	34.0%	33.9%	30.3%	39.6%
Margen EBITDA	31.7%	11.6%	18.3%	15.7%	16.0%	16.2%	6.7%	24.6%
Tasa de Impuestos (%)	54.1%	34.8%	72.8%	37.1%	35.0%	35.0%	33.4%	28.8%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	1.0	0.5	0.4	0.6	0.8	1.3	0.3	0.6
Retorno sobre Capital Empleado (%)	45.8%	7.7%	7.7%	10.5%	13.1%	15.2%	1.8%	14.9%
Tasa Pasiva	9.3%	10.9%	9.9%	8.2%	7.9%	7.9%	9.7%	8.9%
Tasa Activa	4.9%	4.1%	1.7%	1.1%	1.7%	1.5%	1.8%	1.1%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por E&amp;Y. Proyecciones a partir del 3T19.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Incluye utilidad por rubros de reembolsos de capital, gastos reembolsados, adquisición de acciones y venta de inmuebles

\*\*\* Los intereses pagos no incluyen para años históricos los intereses capitalizados, aunque para la proyección HR Ratings considera que no existirían capitalizaciones adicional

\*\*\*\* Incluye venta de acciones de GDC y Grand Coyoacán

**Be Grand (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)**

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	6M18	6M19
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
<b>Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos</b>	495	392	305	810	542	453	391	983
Depreciación y Amortización	5	6	6	9	9	7	3	5
Pérdida (Reversión) por Deterioro	538	(37)	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	0	0	0	0	0	15	4
Intereses a Favor	(39)	(40)	(32)	(25)	(34)	(48)	(15)	(10)
Otras Partidas de Inversión (Derivados)	3	36	9	0	0	0	0	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>508</b>	<b>(34)</b>	<b>(17)</b>	<b>(16)</b>	<b>(25)</b>	<b>(41)</b>	<b>4</b>	<b>(1)</b>
Intereses Devengados	68	58	158	258	291	314	81	100
Otras Partidas	71	1	11	4	0	0	1	4
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>139</b>	<b>59</b>	<b>170</b>	<b>263</b>	<b>291</b>	<b>314</b>	<b>81</b>	<b>105</b>
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>1,141</b>	<b>417</b>	<b>458</b>	<b>1,057</b>	<b>807</b>	<b>725</b>	<b>476</b>	<b>1,086</b>
Decremento (Incremento) en Clientes y Otros	(236)	394	(29)	(39)	(16)	(418)	(438)	(26)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(59)	41	382	527	126	115	(21)	(19)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(719)	(349)	117	242	107	(111)	22	(8)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	210	349	681	(297)	417	(781)	355	120
<b>Capital de trabajo</b>	<b>(804)</b>	<b>436</b>	<b>1,152</b>	<b>433</b>	<b>635</b>	<b>(1,195)</b>	<b>(81)</b>	<b>67</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	13	(413)	(12)	(21)	(38)	(29)	(15)	4
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>(791)</b>	<b>22</b>	<b>1,140</b>	<b>412</b>	<b>597</b>	<b>(1,224)</b>	<b>(96)</b>	<b>71</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>351</b>	<b>439</b>	<b>1,598</b>	<b>1,468</b>	<b>1,403</b>	<b>(499)</b>	<b>381</b>	<b>1,157</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inver. (Cert. Bursátiles de desarrollo inmobiliario)	0	0	(140)	(221)	0	0	0	(221)
Inversión en Terrenos	(0)	(16)	(7)	(24)	(0)	(0)	(3)	(4)
Venta de Desarrollo Inmobiliario	1,258	0	0	(452)	400	2,600	(369)	48
Inversiones en Desarrollo Inmobiliario	0	(1,928)	(285)	0	0	0	2	0
Inversión en Activos Intangibles	0	0	0	(377)	(9)	(10)	0	(372)
Aportaciones en Asociadas	(175)	(12)	(33)	0	0	0	0	0
Disposición de Negocios	0	0	45	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	0	0	38	25	34	48	0	10
Prestamos a Partes Relacionadas	(342)	317	457	71	0	0	(132)	71
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>740</b>	<b>(1,639)</b>	<b>74</b>	<b>(977)</b>	<b>424</b>	<b>2,638</b>	<b>(502)</b>	<b>(468)</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>1,091</b>	<b>(1,200)</b>	<b>1,672</b>	<b>491</b>	<b>1,828</b>	<b>2,139</b>	<b>(122)</b>	<b>690</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios y Bursátiles	2,275	1,841	735	850	3,400	700	1,224	0
Otros Financiamientos	122	3	0	43	0	0	0	43
Amortización de Financiamientos Bancarios	(2,637)	(1,266)	0	(781)	(3,276)	(1,297)	0	(208)
Amortización de Prestamos de Partes Relacionadas	(568)	(61)	(515)	0	0	0	(14)	0
Intereses Pagados y otras partidas	0	0	(39)	(158)	(291)	(314)	0	0
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>(808)</b>	<b>517</b>	<b>181</b>	<b>(46)</b>	<b>(167)</b>	<b>(910)</b>	<b>1,211</b>	<b>(165)</b>
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	(18)	1,405	1	239	0	0	(151)	239
Recompra de Acciones	0	0	0	26	0	0	0	26
Inversión en Subsidiarias y Otras Partidas**	(53)	(293)	(749)	(697)	(1,100)	(850)	(70)	(577)
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>(72)</b>	<b>1,112</b>	<b>(748)</b>	<b>(433)</b>	<b>(1,100)</b>	<b>(850)</b>	<b>(221)</b>	<b>(313)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>(880)</b>	<b>1,629</b>	<b>(568)</b>	<b>(479)</b>	<b>(1,267)</b>	<b>(1,760)</b>	<b>990</b>	<b>(478)</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>211</b>	<b>430</b>	<b>1,104</b>	<b>12</b>	<b>561</b>	<b>379</b>	<b>868</b>	<b>212</b>
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	417	628	1,057	2,162	2,174	2,735	1,057	2,162
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>628</b>	<b>1,057</b>	<b>2,162</b>	<b>2,174</b>	<b>2,735</b>	<b>3,113</b>	<b>1,925</b>	<b>2,374</b>
<i>Cifras UDM</i>								
Ajustes especiales	1,796	(1,944)	(292)	(476)	400	2,600	(370)	44
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>2,146</b>	<b>(1,505)</b>	<b>1,305</b>	<b>992</b>	<b>1,803</b>	<b>2,101</b>	<b>10</b>	<b>1,202</b>
Amortización de Deuda	3,205	1,327	515	781	3,276	1,297	(1,148)	(208)
Revolencia automática	(2,994)	(1,160)	(50)	(330)	0	0	1,315	878
Amortización de Deuda Final	211	167	465	452	3,276	1,297	167	670
Intereses Netos Pagados***	0	0	2	133	256	266	(47)	(8)
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>211</b>	<b>167</b>	<b>466</b>	<b>585</b>	<b>3,533</b>	<b>1,562</b>	<b>120</b>	<b>661</b>
<b>DSCR</b>	<b>10.2</b>	<b>(9.0)</b>	<b>2.8</b>	<b>1.7</b>	<b>0.5</b>	<b>1.3</b>	<b>0.1</b>	<b>1.8</b>
Caja Inicial Disponible	417	628	1,057	2,162	2,174	2,735	1,227	2,263
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>12.1</b>	<b>(5.3)</b>	<b>5.1</b>	<b>5.4</b>	<b>1.1</b>	<b>3.1</b>	<b>10.3</b>	<b>5.2</b>
Deuda Neta a FLE	0.8	(1.2)	1.5	2.1	0.9	0.3	222.8	1.3
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.4</b>	<b>6.2</b>	<b>4.4</b>	<b>3.5</b>	<b>2.2</b>	<b>1.0</b>	<b>262.1</b>	<b>1.3</b>

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por E&amp;Y. Proyecciones a partir del 3T19.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\*Se refiere a la inversión directa tanto en el CKD como en subsidiarias relacionadas a construcción y desarrollo inmobiliario

\*\*\*Los intereses pagados no consideran intereses capitalizados

<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>1S18</b>	<b>1S19</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación</b>	<b>351</b>	<b>439</b>	<b>1,598</b>	<b>1,468</b>	<b>1,403</b>	<b>(499)</b>	<b>381</b>	<b>1,157</b>
+ Ajuste Extraordinario Alto Polanco	538	0	0	0	0	0	0	0
+ Ajuste por inversión y venta de Desarrollos Inmobiliarios	1,258	(1,944)	(292)	(476)	400	2,600	(370)	44
+ Diferencia en Cambios	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Libre de Efectivo Ajustado 12m</b>	<b>2,146</b>	<b>(1,505)</b>	<b>1,305</b>	<b>992</b>	<b>1,803</b>	<b>2,101</b>	<b>10</b>	<b>1,202</b>



**Anexo - Escenario Estrés**

<b>Be Grand (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)</b>								
	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	6M18	6M19
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>6,294</b>	<b>8,608</b>	<b>10,402</b>	<b>10,773</b>	<b>11,803</b>	<b>10,761</b>	<b>10,432</b>	<b>11,281</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>1,439</b>	<b>1,248</b>	<b>2,904</b>	<b>1,898</b>	<b>2,375</b>	<b>2,926</b>	<b>2,697</b>	<b>3,067</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	628	1,057	2,162	1,611	2,002	2,233	1,925	2,374
Cuentas por Cobrar a Clientes	303	26	55	117	196	508	464	78
Cuentas por Cobrar a Partes Relacionadas	464	133	142	149	155	163	308	96
Activo mantenido para su venta	0	0	520	0	0	0	0	520
Impuestos por recuperar	45	32	25	21	21	22	0	0
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>4,854</b>	<b>7,359</b>	<b>7,498</b>	<b>8,875</b>	<b>9,428</b>	<b>7,835</b>	<b>7,735</b>	<b>8,214</b>
Inversiones en Subsid. N.C. y certificados de desarrollo	104	116	233	462	1,262	1,772	157	344
Mobiliario y equipo	13	23	22	20	20	21	0	0
Desarrollo Inmobiliario	3,517	5,444	5,724	6,246	5,997	3,889	5,813	5,675
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	231	229	229	604	613	623	229	599
Crédito Mercantil	231	229	229	234	243	253	229	229
Otros Intangibles	0	0	0	370	370	370	0	370
Impuestos Diferidos	949	1,535	1,261	1,159	1,135	1,113	1,535	1,219
Otros Activos LP	41	13	29	384	400	416	0	376
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>5,911</b>	<b>6,858</b>	<b>9,128</b>	<b>9,461</b>	<b>10,246</b>	<b>9,002</b>	<b>8,652</b>	<b>9,512</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>2,938</b>	<b>3,253</b>	<b>4,387</b>	<b>7,103</b>	<b>5,578</b>	<b>4,154</b>	<b>3,807</b>	<b>4,803</b>
Pasivo con Costo	167	465	452	3,307	1,345	861	670	502
Proveedores	515	166	283	466	612	507	188	275
Impuestos por Pagar	14	18	8	0	0	0	0	0
Anticipos de Clientes y Otros	2,242	2,605	3,644	3,330	3,621	2,786	2,950	4,027
Cuentas por Pagar a Subsidiarias y Afiliadas	2	16	89	105	123	146	5	152
Anticipo de Clientes	2,240	2,589	2,786	2,647	2,902	1,986	2,945	2,966
Depositos en Garantía y Otros Anticipos (Venta de terreno)	0	0	770	578	595	654	0	909
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>2,973</b>	<b>3,605</b>	<b>4,742</b>	<b>2,359</b>	<b>4,669</b>	<b>4,847</b>	<b>4,845</b>	<b>4,709</b>
Pasivo con Costo	2,109	2,434	3,624	965	3,169	3,258	3,535	3,465
Impuestos Diferidos	864	1,170	1,116	1,394	1,500	1,589	1,309	1,241
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>382</b>	<b>1,749</b>	<b>1,274</b>	<b>1,312</b>	<b>1,557</b>	<b>1,759</b>	<b>1,780</b>	<b>1,769</b>
<b>Minoritario</b>	<b>11</b>	<b>1,321</b>	<b>(631)</b>	<b>(858)</b>	<b>(869)</b>	<b>(879)</b>	<b>581</b>	<b>(869)</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	11	914	(648)	(859)	(858)	(869)	635	(859)
Utilidad del Ejercicio	0	407	17	1	(11)	(10)	(54)	(10)
<b>Mayoritario</b>	<b>371</b>	<b>428</b>	<b>1,905</b>	<b>2,170</b>	<b>2,426</b>	<b>2,638</b>	<b>1,198</b>	<b>2,638</b>
Capital Contribuido	1,468	1,970	1,971	2,202	2,202	2,202	1,971	2,202
Utilidades Acumuladas	(1,313)	(1,354)	(132)	(381)	(32)	224	(1,078)	(381)
Utilidad del Ejercicio	216	(188)	66	349	256	213	306	817
<b>Deuda Total</b>	<b>2,276</b>	<b>2,899</b>	<b>4,075</b>	<b>4,272</b>	<b>4,515</b>	<b>4,119</b>	<b>4,204</b>	<b>3,967</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>1,648</b>	<b>1,842</b>	<b>1,914</b>	<b>2,661</b>	<b>2,513</b>	<b>1,887</b>	<b>2,279</b>	<b>1,594</b>
<b>Días Cuenta por Cobrar Clientes</b>	<b>25</b>	<b>37</b>	<b>30</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>38</b>	<b>11</b>
<b>Días por Pagar Proveedores</b>	<b>107</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>72</b>	<b>68</b>	<b>60</b>	<b>50</b>

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por E&Y. Proyecciones a partir del 3T19.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

A NRSRO Rating\*

**Be Grand (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)**

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	6M18	6M19
<b>Ventas Netas</b>	3,592	2,551	2,394	3,541	4,227	3,725	837	1,869
<b>Costos de Operación</b>	1,880	1,817	1,485	2,428	2,853	2,486	339	923
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	1,712	734	909	1,113	1,374	1,239	498	945
Gastos de Generales	572	439	472	613	748	678	225	265
Gastos de venta	240	164	182	225	273	247	106	102
Gastos de administración	332	275	290	388	475	431	118	163
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	1,140	295	437	500	626	561	274	681
Depreciación y Amortización	5	6	6	9	9	8	3	5
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	1,135	289	431	491	617	553	271	676
Otros ingresos generales y (gastos) netos**	0	163	20	465	63	80	201	404
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	1,135	452	451	956	680	634	472	1,080
Ingresos por Intereses	39	40	32	26	21	39	15	10
Otros Productos Financieros	0	0	0	1	0	0	11	1
Intereses Pagados***	68	58	158	263	324	361	81	100
Otros Gastos Financieros	3	36	9	0	0	0	10	0
<b>Ingreso Financiero Neto</b>	(32)	(54)	(136)	(235)	(303)	(322)	(66)	(90)
Resultado Cambiario	1	(5)	0	(0)	0	0	0	(0)
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	(30)	(60)	(136)	(236)	(303)	(322)	(65)	(90)
<b>Utilidad después del RIF</b>	1,104	393	315	720	377	312	407	990
Participación en Subsid. no Consolidadas	(609)	(1)	(10)	0	0	0	(15)	(4)
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	495	392	305	716	377	312	407	990
Impuestos sobre la Utilidad	268	137	222	367	132	109	139	176
Impuestos Causados	12	1	3	38	26	20	0	0
Impuestos Diferidos	256	136	219	329	106	89	139	176
<b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>	227	256	83	349	245	202	252	807
Operaciones Discontinuadas****	0	(37)	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	227	219	83	349	245	202	252	807
Participación minoritaria en la utilidad	11	407	17	1	(11)	(10)	(54)	(10)
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	216	(188)	66	349	256	213	306	817
<i>(Cifras 12m)</i>								
Cambio en Ventas (%)	107.2%	-29.0%	-6.2%	47.9%	19.4%	-11.9%	-56.1%	126.3%
Departamentos Escriturados (1S)	766	442	484	690	730	575	150	333
Precio Promedio (Miles P\$) (1S)	4,200	5,598	4,568	5,204	6,051	6,546	4,218	5,270
Margen Bruto	47.7%	28.8%	38.0%	31.4%	32.5%	33.3%	30.3%	39.6%
Margen EBITDA	31.7%	11.6%	18.3%	14.1%	14.8%	15.1%	6.7%	24.6%
Tasa de Impuestos (%)	54.1%	34.8%	72.8%	51.3%	35.0%	35.0%	33.4%	28.8%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	1.0	0.5	0.4	0.6	0.7	1.0	0.3	0.6
Retorno sobre Capital Empleado (%)	45.8%	7.7%	7.7%	8.8%	10.6%	11.7%	1.8%	14.9%
Tasa Pasiva	9.3%	10.9%	9.9%	8.4%	8.5%	8.7%	9.7%	8.9%
Tasa Activa	4.9%	4.1%	1.7%	1.3%	1.3%	1.6%	1.8%	1.1%

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por E&Y. Proyecciones a partir del 3T19.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\* Incluye utilidad por rubros de reembolsos de capital, gastos reembolsados, adquisición de acciones y venta de inmuebles

\*\*\* Los intereses pagos no incluyen para años históricos los intereses capitalizados, aunque para la proyección HR Ratings considera que no existirían capitalizaciones adicionales

\*\*\*\* Incluye venta de acciones de GDC y Grand Coyoacán

**Be Grand (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)**

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	6M18	6M19
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	495	392	305	716	377	312	391	983
Depreciación y Amortización	5	6	6	9	9	8	3	5
Pérdida (Reversión) por Deterioro	538	(37)	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	0	0	0	0	0	15	4
Intereses a Favor	(39)	(40)	(32)	(26)	(21)	(39)	(15)	(10)
Otras Partidas de Inversión (Derivados)	3	36	9	0	0	0	0	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>508</b>	<b>(34)</b>	<b>(17)</b>	<b>(17)</b>	<b>(12)</b>	<b>(32)</b>	<b>4</b>	<b>(1)</b>
Intereses Devengados	68	58	158	263	324	361	81	100
Otras Partidas	71	1	11	4	0	0	1	4
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>139</b>	<b>59</b>	<b>170</b>	<b>267</b>	<b>324</b>	<b>361</b>	<b>81</b>	<b>105</b>
<b>Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>1,141</b>	<b>417</b>	<b>458</b>	<b>966</b>	<b>689</b>	<b>641</b>	<b>476</b>	<b>1,086</b>
Decremento (Incremento) en Clientes y Otros	(236)	394	(29)	(65)	(79)	(312)	(438)	(26)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(59)	41	382	480	1	(2)	(21)	(19)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(719)	(349)	117	183	145	(104)	22	(8)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	210	349	681	(580)	291	(835)	355	120
<b>Capital de trabajo</b>	<b>(804)</b>	<b>436</b>	<b>1,152</b>	<b>19</b>	<b>359</b>	<b>(1,253)</b>	<b>(81)</b>	<b>67</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	13	(413)	(12)	(35)	(26)	(20)	(15)	4
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>(791)</b>	<b>22</b>	<b>1,140</b>	<b>(16)</b>	<b>332</b>	<b>(1,273)</b>	<b>(96)</b>	<b>71</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>351</b>	<b>439</b>	<b>1,598</b>	<b>951</b>	<b>1,021</b>	<b>(632)</b>	<b>381</b>	<b>1,157</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inver. (Cert. Bursátiles de desarrollo inmobiliario)	0	0	(140)	(221)	0	0	0	(221)
Inversión en Terrenos	(0)	(16)	(7)	(24)	(0)	(0)	(3)	(4)
Venta de Desarrollo Inmobiliario	1,258	0	0	(527)	240	2,100	(369)	48
Inversiones en Desarrollo Inmobiliario	0	(1,928)	(285)	0	0	0	2	0
Inversión en Activos Intangibles	0	0	0	(377)	(9)	(10)	0	(372)
Aportaciones en Asociadas	(175)	(12)	(33)	0	0	0	0	0
Disposición de Negocios	0	0	45	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	0	0	38	26	21	39	0	10
Prestamos a Partes Relacionadas	(342)	317	457	71	0	0	(132)	71
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>740</b>	<b>(1,639)</b>	<b>74</b>	<b>(1,051)</b>	<b>251</b>	<b>2,129</b>	<b>(502)</b>	<b>(468)</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>1,091</b>	<b>(1,200)</b>	<b>1,672</b>	<b>(100)</b>	<b>1,272</b>	<b>1,497</b>	<b>(122)</b>	<b>690</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios y Bursátiles	2,275	1,841	735	880	3,550	950	1,224	0
Otros Financiamientos	122	3	0	43	0	0	0	43
Amortización de Financiamientos Bancarios	(2,637)	(1,266)	0	(784)	(3,307)	(1,345)	0	(208)
Amortización de Prestamos de Partes Relacionadas	(568)	(61)	(515)	0	0	0	(14)	0
Intereses Pagados y otras partidas	0	0	(39)	(162)	(324)	(361)	0	0
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>(808)</b>	<b>517</b>	<b>181</b>	<b>(23)</b>	<b>(81)</b>	<b>(757)</b>	<b>1,211</b>	<b>(165)</b>
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	(18)	1,405	1	239	0	0	(151)	239
Recompra de Acciones	0	0	0	26	0	0	0	26
Inversión en Subsidiarias y Otras Partidas**	(53)	(293)	(749)	(692)	(800)	(510)	(70)	(577)
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>(72)</b>	<b>1,112</b>	<b>(748)</b>	<b>(428)</b>	<b>(800)</b>	<b>(510)</b>	<b>(221)</b>	<b>(313)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>(880)</b>	<b>1,629</b>	<b>(568)</b>	<b>(451)</b>	<b>(881)</b>	<b>(1,267)</b>	<b>990</b>	<b>(478)</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>211</b>	<b>430</b>	<b>1,104</b>	<b>(551)</b>	<b>391</b>	<b>231</b>	<b>868</b>	<b>212</b>
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	417	628	1,057	2,162	1,611	2,002	1,057	2,162
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>628</b>	<b>1,057</b>	<b>2,162</b>	<b>1,611</b>	<b>2,002</b>	<b>2,233</b>	<b>1,925</b>	<b>2,374</b>
<i>Cifras UDM</i>								
Ajustes especiales	1,796	(1,944)	(292)	(551)	240	2,100	(370)	44
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>2,146</b>	<b>(1,505)</b>	<b>1,305</b>	<b>400</b>	<b>1,260</b>	<b>1,468</b>	<b>10</b>	<b>1,202</b>
Amortización de Deuda	3,205	1,327	515	784	3,307	1,345	(1,148)	(208)
Revolencia automática	(2,994)	(1,160)	(50)	(332)	0	0	1,315	878
Amortización de Deuda Final	211	167	465	452	3,307	1,345	167	670
Intereses Netos Pagados***	0	0	2	136	303	322	(47)	(8)
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>211</b>	<b>167</b>	<b>466</b>	<b>588</b>	<b>3,610</b>	<b>1,668</b>	<b>120</b>	<b>661</b>
<b>DSCR</b>	<b>10.2</b>	<b>(9.0)</b>	<b>2.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	<b>0.9</b>	<b>0.1</b>	<b>1.8</b>
Caja Inicial Disponible	417	628	1,057	2,162	1,611	2,002	1,227	2,263
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>12.1</b>	<b>(5.3)</b>	<b>5.1</b>	<b>4.4</b>	<b>0.8</b>	<b>2.1</b>	<b>10.3</b>	<b>5.2</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>0.8</b>	<b>(1.2)</b>	<b>1.5</b>	<b>6.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.3</b>	<b>222.8</b>	<b>1.3</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.4</b>	<b>6.2</b>	<b>4.4</b>	<b>5.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.4</b>	<b>262.1</b>	<b>1.3</b>

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por E&amp;Y. Proyecciones a partir del 3T19.

\* Información Dictaminada en formato IFRS.

\*\*Se refiere a la inversión directa tanto en el CKD como en subsidiarias relacionadas a construcción y desarrollo inmobiliario

\*\*\*Los intereses pagados no consideran intereses capitalizados

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	1S18	1S19
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>2,146</b>	<b>(1,505)</b>	<b>1,305</b>	<b>400</b>	<b>1,260</b>	<b>1,468</b>	<b>10</b>	<b>1,202</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación</b>	<b>351</b>	<b>439</b>	<b>1,598</b>	<b>951</b>	<b>1,021</b>	<b>(632)</b>	<b>381</b>	<b>1,157</b>
+ Ajuste Extraordinario Alto Polanco	538	0	0	0	0	0	0	0
+ Ajuste por inversión y venta de Desarrollos Inmobiliarios	1,258	(1,944)	(292)	(551)	240	2,100	(370)	44
+ Diferencia en Cambios	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Libre de Efectivo Ajustado 12m</b>	<b>2,146</b>	<b>(1,505)</b>	<b>1,305</b>	<b>400</b>	<b>1,260</b>	<b>1,468</b>	<b>10</b>	<b>1,202</b>

## Anexos – Causas de Vencimiento Anticipado

De acuerdo con la documentación legal de la Emisión, en el supuesto de que suceda cualquiera de los siguientes eventos, se podrán dar por vencidos de manera anticipada los Certificados Bursátiles en los términos y condiciones establecidos. A continuación, se enlistan las principales causales de vencimiento anticipado de los CEBURS:

- **Falta de Pago Oportuno de Intereses.** Si el Emisor dejare de realizar el pago oportuno, a su vencimiento, de cualquier cantidad de intereses de los Certificados Bursátiles, y dicho pago no se realizare dentro de los 3 (tres) Días Hábiles siguientes a la fecha en que debió realizarse y no se llevara a cabo el pago de intereses con recursos provenientes del Depósito en Garantía y/o de la GPO, según sea el caso. Salvo tratándose del último pago de intereses, el cual deberá efectuarse en la Fecha de Vencimiento.
- **Falta de Pago Oportuno de Principal.** Si (i) una vez que el Emisor haya notificado al Representante Común de su intención de realizar un pago de principal de forma anticipada, total y voluntaria, o (ii) en cualquier fecha de amortización programada de principal, el Emisor dejare de realizar el pago oportuno de dicha cantidad de principal en la fecha estipulada en la notificación correspondiente.
- **Insolvencia.** Si el Emisor: (i) fuere declarado en insolvencia, concurso mercantil, quiebra o procedimiento similar; (ii) admitiere por escrito su incapacidad para pagar sus deudas a su vencimiento, o (iii) inscribe o solicita cualquier acción tendiente a ser declarados en insolvencia, concurso mercantil, quiebra o procedimiento similar.
- **Incumplimiento de Otras Obligaciones que no deriven del Título.** Pagar oportunamente cualquier obligación a cargo del Emisor. Si (i) el Emisor no realiza el pago, a su vencimiento (después de cualquier periodo de gracia aplicable), y/o los pagos de principal programados o intereses respecto de cualquier deuda insoluble por una cantidad de \$1,500,000,000.00 M.N. (mil quinientos millones de pesos 00/100 Moneda Nacional) o más (o su equivalente en cualquier otra moneda), excepto tratándose de deudas insolubles con proveedores de Emisor contratadas en el curso ordinario del negocio; o (ii) se declarara el vencimiento anticipado de cualquier deuda que obligue al Emisor a pagar una cantidad igual o mayor a \$1,500,000,000.00 M.N. (mil quinientos millones de pesos 00/100 Moneda Nacional) (o su equivalente en cualquier otra moneda) antes de su vencimiento programado.



## HR Ratings Contactos Dirección

### Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

#### Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130  
alberto.ramos@hrratings.com

#### Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130  
fernando.montesdeoca@hrratings.com

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130  
anibal.habeica@hrratings.com

### Análisis

#### Dirección General de Análisis

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

#### Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

#### Instituciones Financieras / ABS

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

#### Dirección General Adjunta de Análisis

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

#### Deuda Corporativa / ABS

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

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

#### Metodologías

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

### Regulación

#### Dirección General de Riesgos

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

#### Dirección General de Cumplimiento

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

### Negocios

#### Dirección General de Desarrollo de Negocios

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

México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.  
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadoradora:

Evaluación de Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, mayo 2014.  
Metodología de Calificación para Bursatilización de Flujos Futuros, agosto de 2016.  
Metodología de Criterios Generales, marzo del 2019

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/es/methodology>

**Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.**

Calificación anterior	BEGRAND 18: HR A+ con Perspectiva Negativa
Fecha de última acción de calificación	BEGRAND 18: 11 de diciembre de 2018
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	2T14 a 2T19
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información trimestral proporcionada por la Empresa e información anual dictaminada (E&Y).
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación de AAA(mex) para SHF con Perspectiva Estable, otorgada por Fitch Ratings el 21 de junio de 2019. Calificación de mxAAA para SHF con Perspectiva Estable, otorgada por S&P Global Ratings el 25 de febrero de 2019.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N/A

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com) se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadoradora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varían entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).