Evento Relevante de Calificadoras

FECHA: 11/11/2019

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

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

ASUNTO

S&P Global Ratings revisa perspectiva de Grupo GICSA a negativa por menores ingresos del proyecto residencial e indicadores crediticios más débiles; confirma calificaciones de 'BB' y 'mxA'

EVENTO RELEVANTE

Resumen de la Acción de Calificación

* El desempeño financiero y operativo de Grupo GICSA S.A.B. de C.V. (GICSA), empresa desarrolladora y operadora de bienes raíces ubicada en México, ha sido más débil en comparación con nuestras expectativas anteriores.
* La exposición a su proyecto residencial de gama alta, la apertura de propiedades comerciales más lenta que nuestras expectativas y los altos indicadores de apalancamiento presionan el perfil crediticio de GICSA. En los últimos dos trimestres, su índice de deuda a EBITDA se ubicó por encima de 7.5x (veces), lo que consideramos una desviación sustancial de nuestra expectativa previa en torno a 5.5x al cierre de 2019.
* El 11 de noviembre de 2019, revisamos nuestra perspectiva de GICSA a negativa debido a que consideramos que su EBITDA y generación de flujos de efectivo en los siguientes 12 meses serán más vulnerables ante condiciones económicas más débiles. En nuestra opinión, GICSA podría tener dificultades para mejorar sus indicadores crediticios debido a las elevadas necesidades de financiamiento para concluir la construcción de su proyecto residencial y seguir adelante con las nuevas propiedades comerciales.
* También confirmamos nuestras calificaciones crediticias de emisor en escala global de 'BB' y en escala nacional de 'mxA' de la empresa. Al mismo tiempo, confirmamos nuestra calificación de emisión de 'mxA' y de recuperación de '3' (50%-90%) de sus certificados bursátiles.

Fundamento de la Acción de Calificación

La revisión de la perspectiva refleja nuestra opinión de que las operaciones de GICSA afrontarán un entorno más difícil en los siguientes 12 meses, lo que aumentará la incertidumbre sobre el ritmo de la reducción de su apalancamiento. La exposición al proyecto residencial de gama alta, la apertura más lenta de lo esperado de propiedades comerciales y una mayor carga de deuda ejercen una presión mayor sobre los indicadores crediticios de GICSA frente a nuestras expectativas para el nivel de calificación actual. Durante los últimos dos trimestres, el índice de deuda a EBITDA de GICSA ha sido mayor a 7.5x, lo que consideramos una desviación considerable de nuestras expectativas previas en torno a 5.5x al cierre de 2019.

Además, las operaciones y el perfil crediticio de GICSA están expuestos a las débiles condiciones económicas en México en los siguientes 12 meses. En particular, una contracción en el nivel de inversión en el país y en el consumo de bienes no duraderos exacerba los riesgos de desarrollo y de ejecución inherentes al modelo de negocio de GICSA. En nuestra opinión, esto ha contribuido a los retrasos de las aperturas en 2019. Además, las ventas del proyecto residencial de GICSA, Cero5Cien, son más lentas de lo esperado, a septiembre de 2019, se había vendido el 45% de las unidades de vivienda del proyecto, frente al 39% a septiembre de 2018. Por ello, el EBITDA, la generación de efectivo y los indicadores de apalancamiento de la empresa han estado por debajo de nuestra proyección previa.

Nuestra proyección actualizada incluye los ingresos del proyecto residencial en los siguientes trimestres. Esperamos que Cero5Cien genere ingresos por $150 millones de pesos mexicanos (MXN) a MXN200 millones de manera trimestral, considerando el ritmo de ventas actual. Esto mejoraría el EBITDA de la empresa en términos nominales, con lo que alcanzaría alrededor de MXN3,400 millones y MXN3,900 millones en 2019 y 2020, respectivamente. Estas cifras podrían aumentar si las ventas de departamentos se generan a un ritmo más rápido. Sin embargo, estimamos que las necesidades de financiamiento de GICSA seguirán siendo significativas en los siguientes dos años, ya que la empresa actualmente está desarrollando cuatro propiedades comerciales, que representan alrededor de 214,000 metros cuadrados (m2) de área bruta arrendable adicional

(ABA, un incremento de 23% en el ABA de GICSA), además de la conclusión de su proyecto Cero5Cien. Aunque esperamos que los ingresos por concepto de alquiler de las propiedades estabilizadas de GICSA continúen aumentando a un ritmo de doble dígitos en los siguientes 12 meses, no consideramos que mitigue las sustanciales necesidades de financiamiento, lo que evitaría que la empresa reduzca su carga de deuda de manera consistente.
En lo que va del año a la fecha, el ABA de GICSA alcanzó 911,683 m2, conformado por 16 propiedades, incluyendo la reciente inauguración de la Explanada Pachuca (alrededor de 75,022 m2). Al cierre de 2019, esperamos que el proyecto de Lomas Altas sume 26,345 m2, mientras que GICSA abrirá la Explanada Culiacán (74,912 m2) y Galerías Metepec (55,220 m2) en 2020.
Consideramos que las propiedades de GICSA se benefician de su ubicación premium, principalmente en la Ciudad de México, de su diversificada base de arrendatarios, y de los precios de arrendamiento que son más altos que el promedio del mercado gracias a los activos administrados de alto perfil. Estos factores permitieron que las tasas de ocupación y renovación de su portafolio se estabilizaran para ubicarse en 91% y 98%, respectivamente, el tercer trimestre de 2019. Además, la compañía también tiene amplia experiencia en otros servicios relacionados con bienes raíces que contribuyen a su base de ingresos, entre los que se incluyen servicios de desarrollo, construcción, comercialización y administración de propiedades.
Perspectiva
La perspectiva negativa refleja una potencial baja de calificación en los siguientes 12 meses si los indicadores de apalancamiento de la empresa no se revierten de manera constante de índices de deuda a EBITDA por arriba de 7.5x. Un escenario como tal podría presentarse si GICSA incurre en incrementos de deuda o si el crecimiento de su EBITDA se retrasa, si observamos un exceso de costos de sus proyectos residenciales, e ingresos por arrendamiento más débiles a lo esperado de sus propiedades estabilizadas.
Escenario positivo
Podríamos revisar la perspectiva a estable en los siguientes 12 meses si GICSA reporta resultados más fuertes a lo esperado, mejora sus indicadores de apalancamiento, con un índice de deuda a EBITDA muy por debajo de 7.5x de manera consistente, al tiempo que mantiene su índice de deuda a capital menor a 50%. Esto podría presentarse si el proyecto residencial aumenta su EBITDA de manera constante, aunado a un desempeño operativo más fuerte en su portafolio estabilizado, lo que reduciría las necesidades de financiamiento de la empresa.

Descripción de la empresa
GICSA es una empresa de bienes raíces totalmente integrada que desarrolla e invierte en bienes raíces en México. También ofrece servicios de bienes raíces. La empresa se fundó en 1989 y ha desarrollado 73 proyectos (poco menos de 3.1 millones de metros cuadrados en ABA). Para el periodo de 12 meses que concluyó en septiembre de 2019, GICSA tenía ingresos por MXN6,200 millones, con un margen de EBITDA de 52%, derivado del ingreso por arrendamiento y de los servicios de bienes raíces relacionados con 16 propiedades con un ABA de 911,683 m2 y ventas de viviendas del proyecto residencial.
Nuestro escenario base
* Demanda de espacio para oficinas y minorista sigue en línea con el crecimiento del PIB de México: 0.4% en 2019 y 1.3% en 2020.
* Tipo de cambio promedio de MXN19.5 por US$1 y MXN20.7 por US$1 en 2019 y 2020, respectivamente.
* Crecimiento de ABA en torno a 12% en 2019 y 14% en 2020, debido a dos y una apertura en los respectivos años.
* Estabilización de las recientes aperturas en 2018 y 2019 se traduce en una tasa de ocupación en torno a 90%.
* Incremento del precio de renta por metro cuadrado cercano al nivel de la inflación, el cual estimamos en 3.8% y 3.1% en 2019 y 2020, respectivamente.
* Estructura de costos se incrementará en 2020, debido a los costos relacionados con el proyecto residencial, que reduce el margen de EBITDA por debajo del promedio histórico de 75%, pero lo incrementa en términos nominales.
* Capex por alrededor de MXN3,900 y MXN2,800 millones en 2019 y 2020, respectivamente, para la cartera de proyectos actual que consta de tres aperturas durante este periodo, más capex de mantenimiento.
* Sin dividendos en efectivo o recompra de acciones durante el periodo proyectado, e
* Incremento de deuda en torno a MXN700 millones y MXN1,300 millones en 2019 y 2020, respectivamente.

Con base en estos supuestos, obtuvimos los siguientes indicadores crediticios ajustados para 2019 y 2020, respectivamente:
* Margen de EBITDA de 54% y 68%.
* Deuda a EBITDA de 7.5x y 7.1x.
* Índice de cobertura de intereses con EBITDA de 2.1x y 2.5x, e
* Índice de deuda a capital se mantendrá debajo de 50%.

Liquidez

Evaluamos la liquidez de GICSA como adecuada, ya que proyectamos que la relación de fuentes a usos de efectivo sea mayor a 1.2x en los próximos 12 meses, y que las fuentes continúen superando los usos, incluso si el EBITDA bajara 10% con respecto a nuestro escenario base. Consideramos que la empresa tiene factores cualitativos relacionados con su posición de liquidez que respaldan nuestra evaluación, como una posición alta en general en los mercados de crédito y una sólida relación con los bancos, como observamos con las recientes emisiones de deuda GICSA 19 y GICSA 18U, además del financiamiento en curso a través de créditos bancarios al nivel de los activos. Nuestra evaluación de liquidez de GICSA también incorpora nuestra opinión de que la empresa tiene la capacidad para resistir eventos de alto impacto y baja probabilidad, con la reducción de su capex para expansión en caso de ser necesario.
Principales fuentes de liquidez:
* Efectivo y equivalentes a efectivo, sin considerar efectivo restringido, por MXN1,100 millones al 30 de septiembre de 2019, y
* Fondos operativos (FFO, por sus siglas en inglés) por alrededor de MXN2,000 millones en los próximos 12 meses.

Principales usos de liquidez:
* Amortizaciones de deuda por MXN1,100 millones, al 30 de septiembre de 2019.
* Salida de flujos de capital de trabajo por MXN350 millones en los próximos 12 meses, y
* Gastos de capital en torno a MXN1,100 millones para los próximos 12 meses. Estos gastos solamente incluyen el mantenimiento de GICSA de su cartera estabilizada e inversiones relacionadas a las aperturas a corto plazo.

Además, entendemos que la empresa está buscando de manera proactiva refinanciar gran parte de su cartera. Si la transacción se materializa, el perfil de vencimiento de deuda de GICSA mejoraría sustancialmente en el largo plazo.
Restricciones financieras (covenants)
Al 30 de septiembre de 2019, GICSA cumplía con sus restricciones financieras (covenants) en todos sus contratos de créditos. En nuestro escenario base consideramos que GICSA continuará en cumplimiento con sus restricciones financieras, incluidos sus índices de cobertura de intereses con EBITDA reportados y de valor de mercado de más de 2.0x y menor a 50%, respectivamente.
Calificación de emisión - Análisis de recuperación
Factores analíticos clave
* Confirmamos nuestras calificaciones de emisión en escala nacional de 'mxA' de los certificados bursátiles de la empresa: GICSA 15, GICSA 16U, GICSA 17, y GICSA 19. La calificación de recuperación de estas notas es '3' que indica nuestra expectativa de una recuperación significativa en caso de incumplimiento de pago (50%-90).
* Nuestro escenario de incumplimiento simulado considera un incumplimiento de pago en 2023, derivado del deterioro económico de México que bajaría el número de rentas y de arrendamientos renovados, una disminución en la ocupación y un aumento en la incidencia de incumplimiento en sus arrendamientos existentes de propiedades estabilizadas. Por otra parte, consideramos retrasos considerables en la implementación de su plan de distribución de capital. Esto podría afectar nuestras expectativas para los ingresos, EBITDA y crecimiento de los ingresos operativos netos y generación de flujo de efectivo. Nuestro escenario también asume un acceso limitado a fondeo externo que impediría que la compañía refinancie sus vencimientos de deuda en ese año.
* Valuamos a GICSA como negocio en marcha dada nuestra opinión de que la compañía seguiría teniendo un modelo de negocio viable debido a sus activos de alta calidad y a su sólida posición en el mercado. Sin embargo, utilizamos un análisis de valuación de activos discreto para determinar el valor de la empresa en estrés en un caso hipotético de incumplimiento, debido a la amplia base de activos de la empresa.

Supuestos de incumplimiento simulado
* Año simulado del incumplimiento: 2023
* Jurisdicción: México

Cascada simplificada
* Valor bruto de la compañía al incumplimiento: MXN35,500 millones;
* Valor neto de la compañía después de gastos de administración (5%): MXN33,800 millones;
* Pasivos de la deuda senior garantizadas estimados al incumplimiento: MXN10,800 millones*
* Valor residual disponible para los tenedores de las notas senior garantizadas (GICSA 16U y GICSA 18U): MXN22,900 millones;
* Pasivos de las notas senior garantizadas estimados al incumplimiento: MXN5,600 millones*;
* Expectativa de recuperación para los tenedores de las notas senior garantizadas: 50%-90%; Valor residual disponible para

los tenedores de las notas senior no garantizadas (GICSA 15, GICSA 17, y GICSA 19): MXN17,300 millones;
* Pasivos de las notas senior no garantizadas estimados al incumplimiento: MXN3,300 millones*;
* Expectativa de recuperación para los tenedores de las notas senior no garantizadas: 50%-90% ***.

*Todos los montos de deuda incluyen seis meses de intereses previos a la solicitud de bancarrota.
**Redondeado al 5% inferior más cercano. Estimamos que los certificados de deuda de largo plazo locales GICSA 16U y GICSA 18U (no calificado) por MXN5,600 millones tendrían una expectativa de recuperación de 100%+. Sin embargo, la calificación de recuperación de GICSA 16U está limitada en '3' por nuestra evaluación de los procedimientos de insolvencia bajo el régimen legal en México y el hecho de que el colateral de las notas es débil.
**Redondeado al 5% inferior más cercano. Estimamos que los certificados de deuda de largo plazo locales (GICSA 15, GICSA 17, y GICSA 19) por MXN3,300 millones tendrían una expectativa de recuperación de 100%+. Sin embargo, la calificación de recuperación está limitada en '3' por nuestra evaluación de los procedimientos de insolvencia bajo el régimen legal en México y la naturaleza no garantizada de las notas.

Síntesis de los factores de calificación

Grupo GICSA S.A.B. de C.V.	A	De
Calificación crediticia de emisor		
Escala global	BB/Negativa/--	BB/Estable/--
Escala Nacional	mxA/Negativa/--	mxA/Estable/--
Riesgo del negocio	Débil	Débil
Riesgo país	Moderadamente elevado	Moderadamente elevado
Riesgo de la industria	Bajo	Bajo
Posición competitiva	Débil	Débil
Riesgo financiero	Intermedio	Intermedio
Flujo de efectivo/apalancamiento	Intermedio	Intermedio
Ancla	bb	bb
Modificadores		
Efecto de diversificación/cartera	Neutral (sin impacto)	Neutral (sin impacto)
Estructura de capital	Neutral (sin impacto)	Neutral (sin impacto)
Liquidez	Adecuada (sin impacto)	Adecuada (sin impacto)
Política financiera	Neutral (sin impacto)	Neutral (sin impacto)
Administración y gobierno corporativo	Razonable (sin impacto)	Razonable (sin impacto)
Análisis comparativo de calificación	Neutral (sin impacto)	Neutral (sin impacto)

Detalle de las calificaciones

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

Criterios y Artículos Relacionados

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

* Criterios de calificaciones de recuperación (recupero) para emisores corporativos de grado especulativo, 7 de diciembre de 2016.

Artículos Relacionados

* Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia.
* MÉXICO - Definiciones de calificación en Escala CaVal (Nacional).
* Panorama del sector corporativo de América Latina en el primer semestre de 2019: Mejora el acceso al financiamiento, pero persiste la incertidumbre política, 25 de julio de 2019.
* Productividad baja y desigual en México: Qué nos dice sobre el crecimiento futuro del PIB, 29 de julio de 2019.
* Análisis Económico: Incertidumbre comercial y volatilidad en las políticas internas oscurecen nuestro panorama de crecimiento para América Latina, 2 de julio de 2019.
* S&P Global Ratings asigna calificación de 'mxA' a emisión de notas senior no garantizadas por MXN2,500 millones de Grupo GICSA; calificación de recuperación es '3', 10 de abril de 2019.
* Boletín: Reciente emisión de bono local por MXN2,500 millones de Grupo GICSA continuará apoyando su plan de expansión, 28 de marzo de 2019.
* S&P Global Ratings confirma calificaciones de 'BB' y 'mxA' de Grupo GICSA; la perspectiva es estable, 21 de diciembre de 2018.

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

INFORMACIÓN REGULATORIA ADICIONAL

1) Información financiera al 30 de septiembre de 2019.
2) La calificación se basa en información proporcionada a S&P Global Ratings por el emisor y/o sus agentes y asesores. Tal información puede incluir, entre otras, según las características de la transacción, valor o entidad calificados, la siguiente: términos y condiciones de la emisión, prospecto de colocación, estados financieros anuales auditados y trimestrales, estadísticas operativas -en su caso, incluyendo también aquellas de las compañías controladoras-, información prospectiva -por ejemplo, proyecciones financieras-, informes anuales, información sobre las características del mercado, información legal relacionada, información proveniente de las entrevistas con la dirección e información de otras fuentes externas, por ejemplo, CNBV, Bolsa Mexicana de Valores.
La calificación se basa en información proporcionada con anterioridad a la fecha de este comunicado de prensa; consecuentemente, cualquier cambio en tal información o información adicional, podría resultar en una modificación de la calificación citada.
3) La información regulatoria (PCR, por sus siglas en inglés) de S&P Global Ratings se publica en relación con una fecha específica, y está vigente a la fecha de la Acción de Calificación Crediticia que se haya publicado más recientemente. S&P Global Ratings actualiza la información regulatoria para una determinada Calificación Crediticia a fin de incluir los cambios en tal información solamente cuando se publica la siguiente Acción de Calificación Crediticia. Por consiguiente, la información regulatoria contenida aquí puede no reflejar los cambios en la misma que pudieran ocurrir durante el periodo posterior a la publicación de tal información regulatoria pero que de otra manera no están asociados con una Acción de Calificación Crediticia.

Contactos
Santiago Cajal, Ciudad de México 52 (55) 5081-4521, santiago.cajal@spglobal.com
Alexandre Michel; Ciudad de México 52 (55) 5081-4520; alexandre.michel@spglobal.com

MERCADO EXTERIOR