

Calificación

ARA 17 HR AA-

Perspectiva Estable

Evolución de la Calificación Crediticia**HR Ratings ratificó la calificación de HR AA- para su emisión ARA 17, y mantuvo la Perspectiva Estable**

La ratificación de la calificación de la emisión y de la Perspectiva se basa en la calificación corporativa de Consortio Ara (realizada el 4 de diciembre de 2019), que se fundamenta en evolución y proyección de los resultados operativos y financieros, en donde la generación de EBITDA mostró un comportamiento positivo, cerrando con margen EBITDA de 12.8% (vs. 12.5% en los 9M18) en los primeros nueve meses del año en curso (9M19), derivado de la mezcla de vivienda vendida, (enfocada hacia el segmento medio y residencial), cerrando con un precio promedio de venta de P\$737m (vs. P\$666m en los 9M18), lo cual se espera continúe en la misma tendencia para los siguientes años, por la finalización y escrituración de los proyectos en desarrollo. Cabe señalar que el FLE mostró un deterioro, debido a una mayor presión en el capital de trabajo, que por la madurez de los desarrollos inmobiliarios, se esperaría una disminución en las cuentas por cobrar y en los inventarios. Sin embargo la Razón de Años de Pago de Deuda Neta a FLE y la Razón de Cobertura del Servicio de Deuda (DSCR) se mantuvieron en niveles estables, cerrando en -0.1 años y 0.4x en los 9M19 (vs. -0.2 años y 1.0x en los 9M18).

La Empresa cuenta con una emisión de Certificados Bursátiles (CEBURS) al amparo del Programa autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), con clave de pizarra ARA 17, que se emitieron en diciembre de 2017 por un monto de P\$1,350m con un vencimiento de 5 años y una amortización de principal objetivo de 26 pagos a partir del año tres, con una tasa de interés de TIIE 28 + 250pb.

Contactos

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

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

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

Tabla 7. Características de la Emisión

Clave de Pizarra	Monto*	Tasa de Interés	Fecha de Colocación	Fecha de Vencimiento	Días por Vencer
ARA 17	1,350	TIIE ₂₈ + 250pbs	13-Dec-17	07-Dec-22	1,164

Fuente: HR Ratings con base en información al 3T19.

*Cifras en millones de pesos

Principales Factores Considerados

En función de la metodología de HR Ratings, se realizaron las proyecciones financieras para Consortio Ara, considerando un escenario base y un escenario de estrés, en donde el principal objetivo es determinar el comportamiento en el periodo proyectado (2019-2022) de las principales métricas de análisis, así como la estimación de efectivo para hacer frente a las obligaciones financieras y a los periodos de pago de la deuda. En la siguiente tabla se muestran los resultados observados y proyectados para los años 2019, 2020, 2021 y 2022.

Supuestos y Resultados ¹	Escenario Base								Escenario de Estrés				
	9M18	9M19	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos Totales	6,100	5,923	7,632	8,348	8,210	8,090	8,423	8,811	9,249	7,881	7,730	8,009	8,201
Interés Social	2,839	2,298	3,022	2,812	3,619	3,233	3,415	3,553	3,740	3,116	3,110	3,210	3,308
Interés Medio	1,607	1,903	2,160	2,393	2,072	2,405	2,472	2,555	2,669	2,391	2,232	2,292	2,338
Residencial	1,478	1,532	2,094	2,932	2,081	2,172	2,248	2,403	2,529	2,111	2,125	2,237	2,280
Otros Proyectos Inmobiliarios	176	190	357	210	438	280	289	300	311	262	263	271	275
Margen EBITDA	12.5%	12.8%	12.7%	12.8%	12.4%	12.5%	12.6%	12.6%	12.8%	12.1%	12.2%	12.2%	12.3%
Margen EBITDA Ajustado	14.6%	14.9%	14.6%	14.7%	14.5%	14.5%	14.5%	14.4%	14.5%	14.1%	14.2%	14.1%	14.1%
EBITDA	763	761	971	1,072	1,019	1,010	1,061	1,111	1,186	953	945	973	1,007
Flujo Libre de Efectivo*	846	130	842	1,017	703	516	889	896	940	112	469	529	621
Deuda Total	2,549	2,769	2,634	2,315	2,502	2,804	3,098	3,034	3,276	2,829	3,105	3,096	3,446
Deuda Neta	(268)	(29)	900	80	(417)	(82)	(69)	(76)	(95)	321	673	877	985
Años de Pago (DN / EBITDA)	(0.2)	(0.0)	0.9	0.1	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.3	0.7	0.9	1.0
Años de Pago (DN / FLE)	(0.2)	(0.2)	1.1	0.1	(0.6)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	2.9	1.4	1.7	1.6
DSCR **	1.0x	0.4x	1.1x	1.3x	0.9x	0.8x	1.4x	0.7x	0.6x	0.2x	0.7x	0.4x	0.4x
DSCR con caja inicial	2.7x	4.6x	3.1x	3.5x	3.8x	5.2x	6.2x	3.0x	2.8x	4.7x	4.6x	2.0x	1.8x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T19.

*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).

¹ Cifras en millones de pesos mexicanos.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Comportamiento en los niveles de EBITDA.** En los 9M19, los ingresos totales cerraron con un decremento de 2.9%, derivado de la disminución en la venta de unidades del segmento social, lo que se debió principalmente a la eliminación de subsidios por parte de la Comisión Nacional de Vivienda (CONAVI); sin embargo, las ventas de vivienda media y residencial representaron un crecimiento de 18.4% y 3.7%, respectivamente, lo que a su vez llevó a un crecimiento en el margen EBITDA, cerrando en de 12.8% en los 9M19 (vs. 12.5% en los 9M18 y 11.8% en un escenario base).
- **Deterioro en los Niveles de FLE.** Por una mayor presión en las cuentas de capital de trabajo, el FLE se comportó de manera decreciente al cierre de 2018 y en los 9M19. Sin embargo, la Razón de Años de Pago se mantuvo en niveles estables, cerrando en -0.1 años (vs. -0.2 años al 3T18 y 0.1x en un escenario base).
- **Tendencia en los Niveles de Endeudamiento.** Al cierre del 3T19 la deuda total presentó un crecimiento de 8.6%, derivado de la adquisición de dos créditos simples bancarios durante el 2T19 y el 3T19, por un monto de P\$500m y P\$200m, considerando a su vez el prepago de ciertos créditos, lo que logró niveles de deuda adecuados para hacer frente a las obligaciones de deuda de Consortio Ara, cerrando con una Razón del Servicio de Deuda (DSCR) y un DSCR con caja de 0.4x y de 4.6x, respectivamente (vs. 1.0x y 2.7x en los 9M18 y 4.0x y 13.1x en un escenario base).

Expectativas para Periodos Futuros

- **Fortaleza en la generación de Rentabilidad Operativa.** Por una continuidad en la mezcla de vivienda, dirigida a segmentos de vivienda media y residencial, el precio promedio de venta se mantendría en niveles superiores a los P\$700m, contrarrestando de igual forma un menor nivel de unidades vendidas en la vivienda social. Lo anterior se sustentaría en la terminación de los proyectos actuales, así como en la reserva territorial de la Empresa. En este sentido el margen EBITDA presentaría un promedio de 12.6% para el periodo proyectado (vs. 12.8% en los 9M18).
- **Recuperación en los Niveles de FLE.** Por un adecuado comportamiento en las cuentas de capital de trabajo, principalmente por la recuperación en las cuentas por cobrar, así como por una menor acumulación de inventario, lo que reflejaría la finalización de ciertos desarrollos en marcha, el FLE presentaría un comportamiento estable, lo que llevaría a una Razón de Años de Pago de Deuda Neta a FLE promedio de -0.1 años para el periodo proyectado de 2019 a 2022.
- **Niveles de Deuda Total.** Los niveles de deuda total se comportarían con base en los planes de crecimiento de Consorcio Ara (necesidades de capital de trabajo), que se reflejarían a través de la madurez y el inicio de nuevos desarrollos, que a su vez los ingresos estimados por dichos desarrollos reflejarían una capacidad adecuada para hacer frente a las obligaciones financieras, por lo que el DSCR cerraría en un promedio de 0.9x en el periodo proyectado de 2019 a 2022 (vs. 0.4x en los 9M18).

Factores adicionales considerados

- **Niveles de Deuda Neta Negativa.** A partir de la estrategia financiera de la Empresa, que se basa en mantener niveles importantes en el efectivo de cada periodo (Caja), consideramos un menor riesgo en cuanto a la capacidad de hacer frente a la deuda total en un escenario con condiciones adversas en términos de la operación, así como de la industria en donde participa la Empresa.
- **Diversificación en la Reserva Territorial.** Consorcio Ara cuenta con un total de 32.7 millones de metros cuadrados (m²) en 16 Estados de la República Mexicana, de los cuales 2.1 millones de m² se destinarían a desarrollos industriales, comerciales y turísticos; lo que representa también una diversificación en términos de ingresos totales. Lo anterior se considera un factor positivo, por la fortaleza operativa observada, la experiencia generada en las diferentes plazas de venta, así como por el crecimiento poblacional e industrial en ciertos estados.

Factores que podrían subir la calificación

- **Comportamiento creciente en el FLE.** A través de una continuidad en la generación de EBITDA, con márgenes promedio superiores a 13.0%, por un constante desplazamiento de unidades, así como por un adecuado comportamiento en el capital de trabajo (cuentas por cobrar e inventarios), el FLE presentaría una menor presión, lo que llevaría a un DSCR promedio por arriba de 1.5x para el periodo proyectado.

Factores que podrían bajar la calificación

- **Deterioro en las principales métricas.** Un deterioro en la generación de FLE, por una desaceleración en la venta de unidades, que a su vez llevaría a una importante acumulación de inventarios y a una mayor presión en el capital de trabajo, provocaría un deterioro en el margen EBITDA y en el DSCR, con niveles inferiores a 12.0% y a 0.5x, lo que de igual forma presionaría los niveles de calificación asignados.



Credit
Rating
Agency

A NRSRO Rating*

ARA 17

Certificados Bursátiles

Consorcio Ara, S.A.B de C.V

HR AA-

Corporativos
4 de diciembre de 2019

Perfil de la Empresa

Consorcio ARA, S.A.B. de C.V. (Consorcio Ara y/o Ara y/o la Empresa) es una empresa fundada en 1977, que se dedica a la construcción y comercialización de vivienda de interés social, tipo medio y residencial, así como a la edificación y arrendamiento de centros comerciales en México. Cuenta con más de 42 años de experiencia, vendiendo más de 363 mil viviendas. Tiene 43 distintos desarrollos en operación, abarcando 16 Estados de la República Mexicana, y una reserva territorial al 3T19 para edificar más de 123 mil viviendas, así como otros proyectos inmobiliarios, como desarrollos comerciales, turísticos y zonas industriales.



Anexo - Escenario Base

Consorcio ARA: Balance en Pesos Nominales (millones)									
	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
ACTIVOS TOTALES	18,167	18,810	20,247	21,304	22,413	23,209	24,318	19,815	21,034
Activo Circulante	13,794	14,390	15,301	16,131	16,679	16,829	17,366	15,260	16,113
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,734	2,236	2,919	2,886	3,167	3,111	3,372	2,817	2,798
Cuentas por Cobrar a Clientes	513	781	591	795	783	757	723	671	959
Cuentas por Cobrar a Negocios Conjuntos	29	29	21	29	30	31	33	69	96
Inventarios	11,181	10,807	11,295	11,960	12,218	12,429	12,718	11,260	11,803
Otros ⁽¹⁾	336	538	475	462	481	500	520	443	457
Activos no Circulantes	4,373	4,420	4,946	5,173	5,734	6,380	6,952	4,555	4,922
Negocios Conjuntos ⁽²⁾	153	155	168	171	231	293	364	165	164
Propiedades de Inversión	643	761	929	960	1,023	1,101	1,115	904	946
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	221	206	206	206	204	212	218	187	177
Terrenos para Desarrollo	2,952	2,891	2,978	3,172	3,595	4,074	4,533	2,891	2,978
Impuestos Diferidos	95	108	357	350	346	342	338	104	350
Otros Activos LP	310	299	308	313	335	358	384	303	307
Efectivo Restringido ⁽³⁾	52	50	50	50	50	50	50	50	50
Otros Activos de Largo Plazo	258	249	258	263	285	308	334	253	257
PASIVOS TOTALES	6,304	6,159	7,063	7,711	8,331	8,644	9,216	6,829	7,662
Pasivo Circulante	2,214	2,114	2,073	2,149	2,974	3,179	2,617	2,128	2,315
Pasivo con Costo	664	703	455	491	1,248	1,358	757	484	614
Proveedores	773	615	822	857	894	959	981	850	786
Otros sin Costo	776	795	796	801	832	861	879	793	916
Anticipos de Clientes	211	189	221	226	245	266	275	0	0
Impuestos	513	572	549	549	561	568	576	730	888
Otros Pasivos	52	34	25	26	26	27	27	63	28
Pasivos no Circulantes	4,090	4,045	4,990	5,562	5,357	5,465	6,599	4,701	5,347
Pasivo con Costo	1,970	1,613	2,047	2,313	1,849	1,676	2,519	2,064	2,155
Impuestos Diferidos	2,050	2,385	2,941	3,216	3,471	3,752	4,041	2,602	3,161
Otros Pasivos No Circulantes	70	48	2	33	36	37	39	34	31
CAPITAL CONTABLE	11,863	12,651	13,184	13,593	14,083	14,565	15,102	12,986	13,372
Minoritario	42	44	31	33	36	40	43	46	31
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	40	41	29	30	33	36	40	44	30
Utilidad del Ejercicio	3	3	2	3	3	3	4	2	1
Mayoritario	11,820	12,607	13,153	13,560	14,046	14,525	15,059	12,940	13,340
Capital Contribuido	646	645	641	639	639	639	639	642	639
Utilidades Acumuladas	10,054	10,671	11,388	11,850	12,314	12,771	13,239	11,372	11,850
Prima en Emisión de Acciones	352	352	352	352	352	352	352	352	352
Reserva para la Adquisición de Acciones Propias	36	24	(51)	(64)	(64)	(64)	(64)	(34)	(64)
Utilidad del Ejercicio	733	916	824	784	807	829	894	609	564
Deuda Total	2,634	2,315	2,502	2,804	3,098	3,034	3,276	2,549	2,769
Deuda Neta	900	80	(417)	(82)	(69)	(76)	(95)	(268)	(29)
Días Cuenta por Cobrar Clientes	27	34	28	36	36	33	34	30	34
Días Inventario de Materiales y Producto Terminado	766	649	667	709	690	682	661	654	707
Días por Pagar Proveedores	44	38	47	50	45	48	48	43	50

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19.

⁽¹⁾ Acciones de club de golf, Depósitos en garantía, Impuestos por Recuperar y Anticipos a Proveedores.

⁽²⁾ Corresponde a la participación en Centro Regional Las Américas, Centro San Miguel, Centro San Francisco, Servicios Inmobiliarios Administrativo Américas, entre otras.

⁽³⁾ Fondo de Garantía del Programa de Factoraje a Proveedores en conjunto con NAFIN.



Consortio ARA: Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)									
	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
Ingresos Totales	7,632	8,348	8,210	8,090	8,423	8,811	9,249	6,100	5,923
Interés Social	3,022	2,812	3,619	3,233	3,415	3,553	3,740	2,839	2,298
Interés Medio	2,160	2,393	2,072	2,405	2,472	2,555	2,669	1,607	1,903
Residencial	2,094	2,932	2,081	2,172	2,248	2,403	2,529	1,478	1,532
Otros Proyectos Inmobiliarios	357	210	438	280	289	300	311	176	190
Costos de Operación	5,566	6,073	6,017	5,964	6,201	6,484	6,799	4,474	4,358
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	2,067	2,275	2,193	2,126	2,223	2,326	2,450	1,626	1,565
Gastos de Generales	1,095	1,203	1,175	1,116	1,162	1,216	1,264	863	805
UOPADA (EBITDA)	971	1,072	1,019	1,010	1,061	1,111	1,186	763	761
Depreciación y Amortización	69	55	59	87	77	77	69	42	63
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	902	1,017	960	923	984	1,034	1,117	721	697
Otros ingresos generales y (gastos) netos	2	11	4	8	8	9	10	(7)	5
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	904	1,028	964	931	992	1,043	1,127	714	703
Ingresos por Intereses	51	109	168	240	129	126	112	120	155
Intereses Pagados	33	56	62	77	94	87	83	36	46
Ingreso Financiero Neto	21	52	109	143	35	39	29	82	89
Resultado Integral de Financiamiento	32	47	108	143	35	39	29	75	89
Utilidad después del RIF	936	1,075	1,071	1,074	1,027	1,082	1,156	790	792
Participación en Subsid. no Consolidadas ⁽²⁾	74	79	85	12	60	62	71	60	4
Utilidad antes de Impuestos	1,010	1,154	1,157	1,086	1,087	1,144	1,226	849	796
Impuestos sobre la Utilidad	275	235	331	299	277	311	329	238	230
Impuestos Causados	158	(87)	11	17	22	31	39	4	3
Impuestos Diferidos	117	323	320	282	255	280	289	233	227
Utilidad Neta Consolidada	736	918	826	787	810	832	898	611	566
Participación minoritaria en la utilidad	3	3	2	3	3	3	4	2	1
Participación mayoritaria en la utilidad	733	916	824	784	807	829	894	609	564
<i>Cifras 12m</i>									
Cambio en Ventas (%)	11.5%	9.4%	-1.7%	-1.5%	4.1%	4.6%	5.0%	3.6%	-4.4%
Margen Bruto	27.1%	27.3%	26.7%	26.3%	26.4%	26.4%	26.5%	27.8%	26.6%
Margen EBITDA	12.7%	12.8%	12.4%	12.5%	12.6%	12.6%	12.8%	13.5%	12.7%
Margen EBITDA Ajustado ⁽¹⁾	14.6%	14.7%	14.5%	14.5%	14.5%	14.4%	14.5%	15.3%	15.6%
Tasa de Impuestos (%)	27.2%	20.4%	28.6%	27.6%	25.5%	27.2%	26.8%	25.2%	29.3%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	34.5	40.5	39.8	39.2	41.3	41.7	42.4	44.8	45.4
Retorno sobre Capital Empleado (%)	7.7%	8.6%	8.6%	7.8%	8.1%	8.3%	8.9%	9.7%	8.1%
Tasa Pasiva	7.2%	8.1%	9.9%	8.7%	9.3%	8.9%	9.0%	9.6%	8.8%
Tasa Activa	4.6%	7.0%	7.8%	8.4%	3.5%	3.5%	3.2%	7.5%	8.2%
Intereses pagados Reportados	33	56	62	77	94	87	83	36	46
Interés Capitalizado dentro del Costo de Ventas	144	156	172	160	159	157	156	171	164
Interés Total Devengado	177	211	234	237	253	244	239	207	210

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19.

⁽¹⁾ El Margen EBITDA Ajustado no considera el impacto por intereses capitalizados dentro del costo de ventas.

⁽²⁾ Corresponde a la participación en Centro Regional Las Américas, Centro San Miguel, Centro San Francisco, Servicios Inmobiliarios Administrativo Américas, entre otras.



**Credit
Rating
Agency**

ARA 17
Certificados Bursátiles
Consorcio Ara, S.A.B de C.V

HR AA-

Corporativos
4 de diciembre de 2019

A NRSRO Rating*

Consorcio ARA: Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	1,010	1,154	1,157	1,086	1,087	1,144	1,226	849	796
Depreciación y Amortización	69	55	59	87	77	77	69	42	63
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(74)	(79)	(85)	(12)	(60)	(62)	(71)	(60)	(4)
Intereses a Favor	(51)	(109)	(168)	(86)	(129)	(126)	(112)	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	(56)	(133)	(194)	(10)	(112)	(111)	(114)	(18)	59
Intereses Devengados	33	56	62	77	94	87	83	36	46
Otras Partidas de Financiamiento	(3)	2	(3)	4	0	0	0	2	4
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	30	57	59	82	94	87	83	38	50
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	985	1,077	1,022	1,157	1,069	1,119	1,196	869	905
Decremento (Incremento) en Clientes	(49)	(267)	94	(203)	11	26	34	16	(367)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(552)	634	(201)	(637)	(522)	(533)	(593)	(131)	(324)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	272	(168)	67	51	(38)	(40)	(43)	54	(6)
Incremento (Decremento) en Proveedores	259	(158)	207	34	37	65	22	235	(37)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(209)	100	(149)	9	33	31	19	(122)	122
Capital de trabajo	(280)	141	17	(746)	(478)	(451)	(561)	52	(612)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(168)	(27)	(3)	(17)	(22)	(31)	(39)	(7)	(3)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(448)	114	14	(763)	(500)	(482)	(600)	45	(615)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	536	1,192	1,036	394	569	637	596	914	290
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(192)	(159)	(205)	(101)	(138)	(162)	(90)	(164)	(33)
Adquisición de Negocios	(125)	(10)	18	20	0	0	0	14	20
Dividendos Cobrados	60	56	15	15	0	0	0	15	15
Intereses Cobrados	51	109	168	86	129	126	112	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(206)	(4)	(4)	20	(9)	(35)	22	(135)	2
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	331	1,188	1,031	415	560	602	618	779	292
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	1,102	650	1,002	1,220	785	1,185	1,600	944	1,070
Financiamientos Bursátiles	0	1,327	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(826)	(2,282)	(813)	(962)	(491)	(573)	(683)	(700)	(847)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	(675)	(675)	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	0	(14)	(22)	(14)	0	0	0	(10)	(14)
Intereses Pagados y otras partidas	(177)	(246)	(255)	(299)	(253)	(244)	(239)	(190)	(229)
Financiamiento "Ajeno"	104	(565)	(88)	(55)	42	(308)	3	43	(20)
Recompra de Acciones	(15)	(13)	(79)	(27)	0	0	0	(61)	(27)
Dividendos Pagados	(100)	(111)	(180)	(350)	(320)	(350)	(360)	(180)	(350)
Financiamiento "Propio"	(115)	(124)	(259)	(394)	(320)	(350)	(360)	(241)	(394)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(11)	(689)	(348)	(448)	(278)	(658)	(357)	(197)	(413)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	320	499	684	(34)	281	(56)	261	582	(121)
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	1,467	1,787	2,286	2,969	2,936	3,217	3,161	2,286	2,969
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,787	2,286	2,969	2,936	3,217	3,161	3,422	2,867	2,848
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	(69)	(55)	(59)	(87)	(77)	(77)	(69)	(42)	(63)
Ajustes especiales ⁽¹⁾	314	(176)	(289)	194	398	335	413	(41)	(112)
Flujo Libre de Efectivo	842	1,017	703	516	889	896	940	846	130
Amortización de Deuda	826	2,296	835	976	491	1,248	1,358	700	847
Revolencia automática	(212)	(1,632)	(132)	(521)	0	0	0	335	(363)
Amortización de Deuda Final	614	664	703	455	491	1,248	1,358	1,035	484
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	126	137	87	213	124	118	127	190	229
Servicio de la Deuda	740	801	790	668	615	1,366	1,485	1,225	713
DSCR	1.1	1.3	0.9	0.8	1.4	0.7	0.6	0.7	0.2
Caja Inicial Disponible	1,467	1,787	2,286	2,969	2,936	3,217	3,161	2,286	2,969
DSCR con Caja Inicial	3.1	3.5	3.8	5.2	6.2	3.0	2.8	2.6	4.3
Deuda Neta a FLE	1.1	0.1	(0.6)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.2)
Deuda Neta a EBITDA	0.9	0.1	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.0)

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19.

⁽¹⁾ Corresponde a terrenos en desarrollo reportado dentro del capital de trabajo como inventario y Otros Activos.

Flujo Libre de Efectivo*	528	1,193	991	322	492	561	526	888	242
Inversión en Terrenos reportado en Capital de Trabajo	314	(176)	(289)	194	398	335	413	171	62
Flujo Libre de Efectivo Ajustado	842	1,017	703	516	889	896	940	1,059	304

* Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación + Dividendos Cobrados - Capex de Mantenimiento.



Anexo - Escenario de Estrés

Consortio ARA: Balance en Pesos Nominales (millones)

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
ACTIVOS TOTALES	18,167	18,810	20,247	21,206	22,143	22,844	23,865	19,815	21,034
Activo Circulante	13,794	14,390	15,301	16,023	16,372	16,532	17,040	15,260	16,113
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,734	2,236	2,919	2,508	2,432	2,220	2,461	2,817	2,798
Cuentas por Cobrar a Clientes	513	781	591	1,001	1,005	1,019	984	671	959
Cuentas por Cobrar a Negocios Conjuntos	29	29	21	34	35	38	39	69	96
Inventarios	11,181	10,807	11,295	12,013	12,413	12,749	13,028	11,260	11,803
Otros ⁽¹⁾	336	538	475	468	487	506	527	443	457
Activos no Circulantes	4,373	4,420	4,946	5,184	5,770	6,312	6,825	4,555	4,922
Negocios Conjuntos ⁽²⁾	153	155	168	170	230	291	362	165	164
Propiedades de Inversión	643	761	929	961	1,008	1,018	1,075	904	946
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	221	206	206	198	197	194	180	187	177
Terrenos para Desarrollo	2,952	2,891	2,978	3,184	3,641	4,089	4,466	2,891	2,978
Impuestos Diferidos	95	108	357	353	351	348	344	104	350
Otros Activos LP	310	299	308	317	343	372	399	303	307
Efectivo Restringido ⁽³⁾	52	50	50	50	50	50	50	50	50
Otros Activos de Largo Plazo	258	249	258	267	293	322	349	253	257
PASIVOS TOTALES	6,304	6,159	7,063	7,655	8,157	8,444	8,997	6,829	7,662
Pasivo Circulante	2,214	2,114	2,073	2,137	2,938	3,128	2,597	2,128	2,315
Pasivo con Costo	664	703	455	548	1,359	1,500	1,019	484	614
Proveedores	773	615	822	792	761	790	733	850	786
Otros sin Costo	776	795	796	797	818	837	845	793	916
Anticipos de Clientes	211	189	221	224	242	259	266	0	0
Impuestos	513	572	549	548	552	554	556	730	888
Otros Pasivos	52	34	25	25	25	24	22	63	28
Pasivos no Circulantes	4,090	4,045	4,990	5,518	5,218	5,316	6,400	4,701	5,347
Pasivo con Costo	1,970	1,613	2,047	2,280	1,746	1,596	2,427	2,064	2,155
Impuestos Diferidos	2,050	2,385	2,941	3,206	3,438	3,684	3,936	2,602	3,161
Otros Pasivos No Circulantes	70	48	2	32	34	35	37	34	31
CAPITAL CONTABLE	11,863	12,651	13,184	13,551	13,986	14,400	14,868	12,986	13,372
Minoritario	42	44	31	33	36	39	42	46	31
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	40	41	29	30	33	36	39	44	30
Utilidad del Ejercicio	3	3	2	3	3	3	3	2	1
Mayoritario	11,820	12,607	13,153	13,519	13,950	14,361	14,826	12,940	13,340
Capital Contribuido	646	645	641	639	639	639	639	642	639
Utilidades Acumuladas	10,054	10,671	11,388	11,850	12,293	12,710	13,128	11,372	11,850
Prima en Emisión de Acciones	352	352	352	352	352	352	352	352	352
Reserva para la Adquisición de Acciones Propias	36	24	(51)	(64)	(64)	(64)	(64)	(34)	(64)
Utilidad del Ejercicio	733	916	824	743	732	726	773	609	564
Deuda Total	2,634	2,315	2,502	2,829	3,105	3,096	3,446	2,549	2,769
Deuda Neta	900	80	(417)	321	673	877	985	(268)	(29)
Días Cuenta por Cobrar Clientes	27	34	28	39	43	41	41	30	34
Días Inventario de Materiales y Producto Terminado	766	649	667	725	748	745	740	654	707
Días por Pagar Proveedores	44	38	47	50	43	47	46	43	50

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19.

⁽¹⁾ Acciones de club de golf, Depósitos en garantía, Impuestos por Recuperar y Anticipos a Proveedores.

⁽²⁾ Corresponde a la participación en Centro Regional Las Américas, Centro San Miguel, Centro San Francisco, Servicios Inmobiliarios Administrativo Américas, entre otras.

⁽³⁾ Fondo de Garantía del Programa de Factoraje a Proveedores en conjunto con NAFIN.

Consorcio ARA: Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
Ingresos Totales	7,632	8,348	8,210	7,881	7,730	8,009	8,201	6,100	5,923
Interés Social	3,022	2,812	3,619	3,116	3,110	3,210	3,308	2,839	2,298
Interés Medio	2,160	2,393	2,072	2,391	2,232	2,292	2,338	1,607	1,903
Residencial	2,094	2,932	2,081	2,111	2,125	2,237	2,280	1,478	1,532
Otros Proyectos Inmobiliarios	357	210	438	262	263	271	275	176	190
Costos de Operación	5,566	6,073	6,017	5,842	5,717	5,930	6,061	4,474	4,358
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	2,067	2,275	2,193	2,039	2,014	2,079	2,140	1,626	1,565
Gastos de Generales	1,095	1,203	1,175	1,086	1,069	1,106	1,133	863	805
UOPADA (EBITDA)	971	1,072	1,019	953	945	973	1,007	763	761
Depreciación y Amortización	69	55	59	87	73	72	61	42	63
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	902	1,017	960	866	872	901	946	721	697
Otros ingresos generales y (gastos) netos	2	11	4	8	8	9	10	(7)	5
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	904	1,028	964	874	880	909	956	714	703
Ingresos por Intereses	51	109	168	247	151	128	145	120	155
Intereses Pagados	33	56	62	80	104	96	110	36	46
Ingreso Financiero Neto	21	52	109	147	47	32	35	82	89
Resultado Integral de Financiamiento	32	47	108	147	47	32	35	75	89
Utilidad después del RIF	936	1,075	1,071	1,021	927	942	991	790	792
Participación en Subsid. no Consolidadas ⁽²⁾	74	79	85	11	60	62	71	60	4
Utilidad antes de Impuestos	1,010	1,154	1,157	1,032	987	1,003	1,062	849	796
Impuestos sobre la Utilidad	275	235	331	286	252	274	286	238	230
Impuestos Causados	158	(87)	11	14	20	27	34	4	3
Impuestos Diferidos	117	323	320	272	232	247	252	233	227
Utilidad Neta Consolidada	736	918	826	745	735	729	776	611	566
Participación minoritaria en la utilidad	3	3	2	3	3	3	3	2	1
Participación mayoritaria en la utilidad	733	916	824	743	732	726	773	609	564
<i>Cifras 12m</i>									
Cambio en Ventas (%)	11.5%	9.4%	-1.7%	-4.0%	-1.9%	3.6%	2.4%	3.6%	-4.4%
Margen Bruto	27.1%	27.3%	26.7%	25.9%	26.0%	26.0%	26.1%	27.8%	26.6%
Margen EBITDA	12.7%	12.8%	12.4%	12.1%	12.2%	12.2%	12.3%	13.5%	12.7%
Margen EBITDA Ajustado ⁽¹⁾	14.6%	14.7%	14.5%	14.1%	14.2%	14.1%	14.1%	15.3%	15.6%
Tasa de Impuestos (%)	27.2%	20.4%	28.6%	27.7%	25.5%	27.3%	26.9%	25.2%	29.3%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	34.5	40.5	39.8	39.8	39.2	41.4	45.5	44.8	45.4
Retorno sobre Capital Empleado (%)	7.7%	8.6%	8.6%	7.3%	7.1%	7.1%	7.4%	9.7%	8.1%
Tasa Pasiva	7.2%	8.1%	9.9%	8.8%	9.5%	9.1%	9.4%	9.6%	8.8%
Tasa Activa	4.6%	7.0%	7.8%	8.9%	4.3%	3.9%	4.5%	7.5%	8.4%
Intereses pagados Reportados	33	56	62	80	104	96	110	36	46
Interés Capitalizado dentro del Costo de Ventas	144	156	172	159	156	153	150	171	164
Interés Total Devengado	177	211	234	239	259	248	259	207	210

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19.

⁽¹⁾ El Margen EBITDA Ajustado no considera el impacto por intereses capitalizados dentro del costo de ventas.

⁽²⁾ Corresponde a la participación en Centro Regional Las Américas, Centro San Miguel, Centro San Francisco, Servicios Inmobiliarios Administrativo Américas, entre otras.

Consorcio ARA: Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2016*	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	9M18	9M19
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	1,010	1,154	1,157	1,032	987	1,003	1,062	849	796
Depreciación y Amortización	69	55	59	87	73	72	61	42	63
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(74)	(79)	(85)	(11)	(60)	(62)	(71)	(60)	(4)
Intereses a Favor	(51)	(109)	(168)	(93)	(151)	(128)	(145)	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	(56)	(133)	(194)	(16)	(138)	(117)	(155)	(18)	59
Intereses Devengados	33	56	62	80	104	96	110	36	46
Otras Partidas de Financiamiento	(3)	2	(3)	4	0	0	0	2	4
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	30	57	59	84	104	96	110	38	50
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	985	1,077	1,022	1,100	953	982	1,017	869	905
Decremento (Incremento) en Clientes	(49)	(267)	94	(409)	(4)	(14)	35	16	(367)
Decremento (Incremento) en Inventarios	(552)	634	(201)	(703)	(701)	(631)	(506)	(131)	(324)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	272	(168)	67	33	(44)	(48)	(45)	54	(6)
Incremento (Decremento) en Proveedores	259	(158)	207	(31)	(31)	29	(57)	235	(37)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(209)	100	(149)	4	24	20	9	(122)	122
Capital de trabajo	(280)	141	17	(1,106)	(757)	(645)	(564)	52	(612)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(168)	(27)	(3)	(14)	(20)	(27)	(34)	(7)	(3)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(448)	114	14	(1,121)	(777)	(672)	(598)	45	(615)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	536	1,192	1,036	(21)	176	310	419	914	290
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(192)	(159)	(205)	(94)	(119)	(78)	(105)	(164)	(33)
Adquisición de Negocios	(125)	(10)	18	20	0	0	0	14	20
Dividendos Cobrados	60	56	15	15	0	0	0	15	15
Intereses Cobrados	51	109	168	93	151	128	145	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(206)	(4)	(4)	34	32	50	40	(135)	2
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	331	1,188	1,031	13	208	360	459	779	292
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	1,102	650	1,002	1,245	825	1,350	1,850	944	1,070
Financiamientos Bursátiles	0	1,327	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(826)	(2,282)	(813)	(962)	(548)	(684)	(825)	(700)	(847)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	(675)	(675)	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	0	(14)	(22)	(14)	0	0	0	(10)	(14)
Intereses Pagados y otras partidas	(177)	(246)	(255)	(301)	(259)	(248)	(259)	(190)	(229)
Financiamiento "Ajeno"	104	(565)	(88)	(31)	17	(257)	90	43	(20)
Recompra de Acciones	(15)	(13)	(79)	(27)	0	0	0	(61)	(27)
Dividendos Pagados	(100)	(111)	(180)	(350)	(300)	(315)	(308)	(180)	(350)
Financiamiento "Propio"	(115)	(124)	(259)	(394)	(300)	(315)	(308)	(241)	(394)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(11)	(689)	(348)	(425)	(283)	(572)	(218)	(197)	(413)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	320	499	684	(412)	(75)	(213)	241	582	(121)
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	1,467	1,787	2,286	2,969	2,558	2,482	2,270	2,286	2,969
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,787	2,286	2,969	2,558	2,482	2,270	2,511	2,867	2,848
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	(69)	(55)	(59)	(87)	(73)	(72)	(61)	(42)	(63)
Ajustes especiales ⁽¹⁾	314	(176)	(289)	205	366	291	264	(41)	(112)
Flujo Libre de Efectivo	842	1,017	703	112	469	529	621	846	130
Amortización de Deuda	826	2,296	835	976	548	1,359	1,500	700	847
Revolencia automática	(212)	(1,632)	(132)	(521)	0	0	0	335	(363)
Amortización de Deuda Final	614	664	703	455	548	1,359	1,500	1,035	484
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	126	137	87	208	109	120	114	190	229
Servicio de la Deuda	740	801	790	663	657	1,479	1,614	1,225	713
DSCR	1.1	1.3	0.9	0.2	0.7	0.4	0.4	0.7	0.2
Caja Inicial Disponible	1,467	1,787	2,286	2,969	2,558	2,482	2,270	2,286	2,969
DSCR con Caja Inicial	3.1	3.5	3.8	4.7	4.6	2.0	1.8	2.6	4.3
Deuda Neta a FLE	1.1	0.1	(0.6)	2.9	1.4	1.7	1.6	(0.3)	(0.2)
Deuda Neta a EBITDA	0.9	0.1	(0.4)	0.3	0.7	0.9	1.0	(0.4)	(0.0)

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T19.

⁽¹⁾ Corresponde a terrenos en desarrollo reportado dentro del capital de trabajo como Inventario y Otros Activos.

Flujo Libre de Efectivo*	528	1,193	991	(93)	103	237	357	888	242
Inversión en Terrenos reportado en Capital de Trabajo	314	(176)	(289)	205	366	291	264	171	62
Flujo Libre de Efectivo Ajustado	842	1,017	703	112	469	529	621	1,059	304

* Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación + Dividendos Cobrados - Capex de Mantenimiento.



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 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	Ara 17: HR AA- Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	Ara 17: 28 de diciembre de 2018
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T11-3T19
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera anual dictaminada por Deloitte e información financiera trimestral interna.
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

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 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, 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 varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).

*HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadoradora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.