

Verum asigna la calificación de 'AA-/M' a la emisión GICSA 17

Monterrey, Nuevo León (Agosto 22, 2017): Verum asigna la calificación de 'AA-/M' con perspectiva 'Estable' a la emisión de Grupo Gicsa, S.A.B. de C.V. (Grupo Gicsa) por un monto de Ps\$1,500 millones con clave de pizarra "GICSA17". Ésta es al amparo de un programa revolvente de largo plazo que fue recientemente ampliado de Ps\$6,000 millones a Ps\$9,000 millones o su equivalente en UDIS. La emisión pagará una tasa de interés variable y tiene una vigencia de 1,260 días (3.5 años aproximadamente), los recursos obtenidos serán utilizados principalmente para usos corporativos generales.

La calificación toma en cuenta la amplia experiencia y buena trayectoria de Grupo Gicsa operando en el sector inmobiliario en México, un portafolio de propiedades destacado, que generalmente se ha distinguido por contar con un factor de ocupación elevado (cercano al 90%), así como una favorable tasa de renovación de contratos (~98%), con niveles de precios por encima del mercado y con buenos incrementos en su renovación. Igualmente, ésta considera su sana posición de liquidez, y una base de inquilinos dinámica y diversificada que permite una buena generación de NOI y EBITDA. Por su parte, ésta se encuentra limitada por la participación en un sector competitivo y expuesto a ciclos económicos, así como por los intensos requerimientos de capital para llevar a cabo el desarrollo de sus proyectos, ocasionando mantener elevados indicadores de apalancamiento, aunque con un adecuado indicador 'loan to value' por el alto valor de su portafolio de proyectos, mismo que contiene desarrollos que aún se encuentran en etapa de maduración.

Consideramos positivo que tanto los distintos integrantes del Consejo, como del equipo Directivo del Grupo, cuenten con una experiencia promedio mayor a 20 años en el sector inmobiliario del país. Lo anterior es un factor importante para que Gicsa preste un adecuado servicio a una base aproximada de 5,000 arrendamientos totales, de los cuales el ~55% son de propiedades propias estabilizadas, y el restante de propiedades administradas para terceros, principalmente a Fibra Uno tras la venta de activos en años anteriores. A su vez, aproximadamente el 88% de los contratos se refiere a arrendatarios de locales, mientras que el restante 12% a arrendatarios de oficinas corporativas.

Actualmente el Grupo mantiene una Área Bruta Rentable (ABR) total de 626,717 m² en propiedades estabilizadas y de 80,720 m² en propiedades en proceso de estabilización; de las cuales, el ABR proporcional (correspondiente a Grupo GICSA por su participación en cada proyecto) es de 397,147 m² y 40,360 m², respectivamente. Respecto a las propiedades en proceso de estabilización, ya se tienen comercializados y con contratos firmados cerca del 73% de la superficie total rentable, por lo que se estima que en los periodos siguientes se conviertan en estabilizadas. Adicionalmente, Gicsa cuenta con 15 proyectos en planeación (1 oficinas, 9 comercial, 5 mixto), de los que se calcula un ABR total de 1,015,930 m², donde serán propietarios de 853,381 m² (84%); de estos, ocho ya iniciaron su construcción.

Respecto a sus vencimientos, el 22% de los contratos de las propiedades estabilizadas expiran durante el presente año, 27% el siguiente año, 29% en el 2019, y el restante 22% en el 2020 o posterior. En opinión de Verum, el riesgo de renovación de los contratos se ve parcialmente mitigado por la alta renovación de estos (~98%). Es importante mencionar, que la compañía no contempla tratar de firmar sus contratos a más largo plazo ya que en su renovación el precio de estos aumenta considerablemente; durante el 2016, el 'lease spread' (variación en la renta de los contratos renovados) promedio de las propiedades estabilizadas fue de +12.8%, y actualmente el plazo promedio remanente de sus contratos es de ~3 años.

Gicsa cuenta con una adecuada y diversificada base de clientes. Al 31 de diciembre de 2016, los principales 10 arrendatarios con base al ABR son instituciones con una elevada calidad crediticia, generando una renta mensual total de Ps\$26.6 millones, y arriendando un ABR de aproximadamente 143,320 m² (20.3% del total de ABR de propiedades de Gicsa). De manera individual, ninguno de estos

clientes representó más del 2.2% del total de ingresos en ese año; adicionalmente, ninguno de estos clientes ha abandonado las propiedades estabilizadas desde que se celebraron los contratos de arrendamiento con ellos. Verum toma esta situación como favorable, ya que permite darle una mayor estabilidad a la base de ingresos por arrendamiento y refleja una buena satisfacción del cliente.

Grupo Gicsa mantiene la práctica de que sus desarrollos deben brindarle un rendimiento mayor al 12.0%, adicional a los beneficios por la administración de los mismos. De esta forma, la rentabilidad ha venido mejorando desde el año 2013; al cierre del 2016 el margen EBITDA se ubicó en 61.5% (2015: 49.9%), cifra que compara ligeramente inferior al de otros participantes del mercado que realizan actividades similares, encontrándose en porcentajes más cercanos al 65% o superior. Por su parte, durante el 2016, la compañía generó un EBITDA de Ps\$2,538 millones (2015: Ps\$2,118 millones), y si sólo se consideran los beneficios por arrendamiento y administración proporcionales a su porcentaje de participación en los inmuebles, además de las utilidades proporcionales por el 'Forum Coatzacoalcos', se obtiene un EBITDA proporcional ajustado de Ps\$1,795 millones (2015: Ps\$1,642 millones). Asimismo, durante el 2016 la compañía mostró un Ingreso Neto Operativo (NOI) de Ps\$2,845 millones (2015: Ps\$2,506 millones) y un NOI proporcional de Ps\$1,792 millones (2015: Ps\$1,588 millones).

Para los primeros seis meses del 2017, la compañía muestra un EBITDA del Ps\$1,381 millones, un EBITDA proporcional ajustado de Ps\$975 millones y un NOI proporcional de Ps\$963 millones. En opinión de Verum, la compañía ha mantenido un buen dinamismo en la generación de utilidades que se deriva principalmente por el crecimiento en el número de proyectos propios y de terceros operados. Para los próximos 4 años, la compañía no repartirá dividendos, por lo que tiene contemplado la total reinversión de sus utilidades, que servirán principalmente para la amortización de deuda o para la inversión en nuevos proyectos.

La posición de liquidez de la empresa es buena, dado que constantemente se mantienen adecuados niveles de efectivo en caja. A partir del año 2015, la compañía sigue una política de mantener alrededor de Ps\$3,500 – Ps\$5,000 millones en caja, situación que Verum considera razonable dado que así se encuentra en buena posición para enfrentar necesidades de efectivo que pudieran surgir en la operación diaria de la compañía. No obstante lo anterior, Gicsa no cuenta con líneas de crédito para capital de trabajo con instituciones financieras, por lo que depende del efectivo disponible en caja para enfrentar requerimientos de esta índole. En el corto plazo, Gicsa enfrenta vencimientos de su deuda por Ps\$4,782 millones (25% de la deuda total); sin embargo, la compañía ha tomado diversas acciones para enfrentar estos vencimientos y mejorar el perfil de amortización de su deuda.

La Deuda Total al cierre del 2T17 es de Ps\$19,075 millones (Deuda proporcional por su participación en los proyectos: Ps\$14,046 millones), de la cual, el 66.5% se encuentra denominada en pesos, mientras que el restante 33.5% en dólares; lo anterior surge por la práctica de la empresa de mantener una cobertura natural de la deuda, en la que el financiamiento para cada proyecto se solicita según la moneda en la que se vayan recibir los flujos. El 35% de los ingresos totales están denominados en dólares, por lo que consideramos que no se tiene una exposición significativa a variaciones en el tipo de cambio. El indicador de apalancamiento Deuda Total / EBITDA de los últimos doce meses (UDM) terminados en junio del 2017, se ubica en 7.4x y la Deuda Neta / EBITDA UDM en 6.1x, niveles que son considerados elevados por Verum. No obstante, al medir el endeudamiento respecto al valor de sus inmuebles, el indicador 'Loan to Value' (Préstamo a Valor) al 2T17 se ubica en 34.3% y la política de la empresa es que este valor no suba del 40%.

El Capex restante de los proyectos en construcción es de aproximadamente ~Ps\$8,600 millones y el de los proyectos en planeación es de ~Ps\$21,000 millones. Tomando este respectivo endeudamiento adicional, así como la presente emisión por Ps\$1,500 millones, y la actual política de efectivo en caja, estimamos que los indicadores Deuda Total / EBITDA y Deuda Neta / EBITDA continuarán en niveles elevados, permaneciendo entre 6.5x – 7.5x y 4.5x – 5.5x respectivamente en el mediano plazo. Por su parte, la cobertura de intereses

(EBITDA a gastos financieros neto) UDM a junio de 2017 se ubicó en 1.3x y el promedio de los años 2013 – 2016 es de 1.7x, valores que consideramos ajustados.

Adicionalmente, la calificación toma en cuenta los riesgos relacionados a la industria inmobiliaria, dentro de la cual, las adversidades en los proyectos se derivan principalmente por el nivel de variabilidad de los resultados reales, respecto a los estimados. Entre más grande sea la variabilidad, mayor es el riesgo. Es importante diferenciar los riesgos del entorno del riesgo operativo, el primero es difícil cambiarlo, debido a que se deriva de variables incontrolables (costo de la tierra, costo de materias primas, bajo crecimiento económico, volatilidad en el dólar, tasas de interés altas); sin embargo, en la operación, es posible cambiar las estrategias y adaptar los proyectos para reducir costos, reducir riesgos y maximizar resultados. En opinión de Verum, entre los competidores del sector inmobiliario, la capacidad de estos de evaluar y administrar dichos riesgos, es la principal ventaja competitiva para la subsistencia y el crecimiento dentro de la industria.

La perspectiva de la calificación es 'Estable'. La calificación se incrementaría en la medida que el portafolio del Grupo logre una mayor maduración y que se continúe con la favorable generación de utilidades, resultando en una mejora gradual y sostenida en los indicadores Deuda Neta a EBITDA y cobertura de intereses, así como de observar una mayor diversificación geográfica de sus proyectos inmobiliarios sin afectar la rentabilidad de los mismos. Por su parte, ésta pudiera verse impactada a la baja, en caso de que el apalancamiento de Gicsa aumente en niveles mayores a los esperados por Verum, o bien de presentarse retrasos significativos en el avance de sus proyectos en desarrollo que pudieran afectar negativamente la generación de flujos, o que se observe un deterioro importante en el factor de ocupación de sus proyectos y renovación de los contratos actuales, que impacte negativamente a la rentabilidad, liquidez o generación de utilidades de la compañía.

Grupo Gicsa opera a través de un conglomerado de subsidiarias que en conjunto se dedican al desarrollo y administración de proyectos inmobiliarios, involucrándose en la adquisición, venta, construcción, comercialización y arrendamiento de estos. Sus operaciones datan desde el año de 1989, y a la fecha han desarrollado cerca de 67 proyectos, con más de 2,700,000 m² de Área Bruta Rentable, y han vendido aproximadamente 2,100,000 de m². Su portafolio histórico incluye desarrollos residenciales, oficinas, hoteles y naves industriales distribuidos en la Ciudad de México, el área metropolitana y los estados de México, Yucatán, Querétaro, Puebla, Sinaloa y Guanajuato. Hoy en día el Grupo ya no planea continuar con desarrollos residenciales (salvo uno que comenzará a desarrollarse en el corto plazo) ni de naves industriales, y posee 13 proyectos estabilizados y 2 en proceso de estabilización.

La siguiente metodología fue utilizada para la determinación de esta calificación:

- Metodología de Calificación de Corporativos (Febrero 2017).

Información de Contacto:

Jonathan Félix Gaxiola
Analista
M jonathan.felix@verum.mx

Daniel Martínez Flores
Director General Adjunto de Análisis
M daniel.martinez@verum.mx

Jesús Hernández de la Fuente
Analista
M jesus.hernandez@verum.mx

Oficina DF
Amores #707 PH.1. Col. del Valle
Del. Benito Juárez, México, D.F.
C.P. 03100
T (52 55) 62 76 2026

Oficina Monterrey
Av. Lázaro Cárdenas #2321, Mezz. Torre B
Col. Residencial San Agustín
San Pedro Garza García, N. L. C.P. 66260
T (52 81) 1936 6692

Información Regulatoria:

La última revisión de GICSA se realizó el pasado 18 de agosto de 2017. La información financiera utilizada para el análisis y determinación de esta calificación comprende hasta el 30 de junio de 2017.

El significado de las calificaciones, una explicación sobre la forma en que se determinan y la periodicidad con la que se les da seguimiento, sus particularidades, atributos y limitaciones, así como las metodologías de calificación, la estructura y proceso de votación del comité que determinó las calificaciones y los criterios para el retiro o suspensión de una calificación pueden ser consultados en nuestro sitio de internet <http://www.verum.mx>.

De conformidad con la metodología de calificación antes indicada y en términos del artículo 7, fracción III, de las *Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores*, se hace notar que las calificaciones en cuestión pueden estar sujetas a actualización en cualquier momento. Las calificaciones otorgadas son una opinión con respecto a la calidad crediticia, la fortaleza financiera o la capacidad de administración de activos, o relativa al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social de la emisora, todo ello con respecto a la emisora o emisión en cuestión, y por tanto no constituyen recomendación alguna para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar al cabo algún negocio, operación o inversión.

Las calificaciones antes indicadas están basadas en información proporcionada por la emisora y/u obtenida de fuentes que se asumen precisas y confiables, dentro de la cual se incluyen estados financieros auditados, información operativa, presentaciones corporativas, análisis sectoriales y regulatorios, entre otras, misma que fue revisada por Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. exclusivamente en la medida necesaria y en relación al otorgamiento de las calificaciones en cuestión, de acuerdo con la metodología referida anteriormente. En ningún caso deberá entenderse que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. ha en forma alguna validado, garantizado o certificado la precisión, exactitud o totalidad de dicha información, por lo que no asume responsabilidad alguna por cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el análisis de tal información.

La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y la opinión sobre la capacidad de la emisora con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja las calificaciones, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. Las calificaciones en cuestión consideran un análisis de la calidad crediticia o fortaleza financiera relativa a la emisora, pero no necesariamente refleja una probabilidad estadística de incumplimiento de pago. Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. emite la calificación de que se trata con apego estricto a las sanas prácticas de mercado, a la normatividad aplicable y a su Código de Conducta, el cual se puede consultar en <http://www.verum.mx>

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor (o en su nombre) por lo que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. ha percibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. No obstante, se hace notar que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. no ha recibido ingresos de la emisora por conceptos diferentes a los relacionados con el estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación de la calidad crediticia y el otorgamiento de una calificación.