
Verum ratifica calificaciones corporativas de 'A-/M' y '2/M' a CADU Inmobiliaria

Monterrey, Nuevo León (Noviembre 16, 2018): Verum ratificó las calificaciones corporativas de 'A-/M' para el largo plazo y de '2/M' para el corto plazo a Corpovael, S.A.B. de C.V. y Subsidiarias ('CADU Inmobiliaria' o 'CADU'). Asimismo, se ratificó la calificación de 'A-/M' para la emisión de CBs de Largo Plazo con clave de pizarra 'CADU 18'. La perspectiva de largo plazo se mantiene como 'Estable'.

Las calificaciones de CADU Inmobiliaria se fundamentan en su buen desempeño financiero, destacándose una elevada y consistente rentabilidad durante el período de análisis, derivada de la sólida integración operativa con la que cuenta y la compacta estructura para el desarrollo inmobiliario que mantiene, aunado a los razonables niveles de apalancamiento presentados y la posición de liderazgo que ostenta en el mercado de vivienda de Interés Social en Quintana Roo. Por su parte, dichas calificaciones se encuentran limitadas por los riesgos inherentes al sector de la vivienda en México, destacándose la exposición a cambios en la política nacional de vivienda. Si bien, la generación de flujo de efectivo operativo de la empresa se ha estabilizado a partir el pasado ejercicio, hacia adelante persiste cierta propensión de la compañía a presentar un nuevo ajuste negativo derivado de un esquema intenso en capital de trabajo, pudiendo limitar su estrategia de crecimiento planteada.

Durante 2017, CADU escrituró 10,190 viviendas, -1.5% respecto al ejercicio anterior (2016: -1.8%). En 9M18, la empresa acumula 5,877 unidades escrituradas, cifra inferior en 21.8% contra el mismo período de 2017, aunque fundamentado en su estrategia para priorizar rentabilidad sobre volumen de venta. En contraste, el incremento en precio alcanzado en el pasado ejercicio fue del 19.0% (2016: +4.7%) para situarse en Ps\$395 miles, obedeciendo en mayor medida a escrituraciones en los desarrollos de 'Astoria' y 'Long Island' (Cancún), los cuales apoyaron con precios promedio de Ps\$2.396 millones y Ps\$1.679 millones, respectivamente. Adicionalmente, en el Valle de México se desplazaron unidades a precios promedio de Ps\$1.969 millones. En los primeros nueve meses de 2018, el precio promedio de la empresa registra un incremento del 28.1% (Ps\$507 miles) respecto al acumulado en 2017.

Si bien, tradicionalmente la participación de desarrolladoras de vivienda en 'Interés Social' suele requerir un importante volumen de venta, CADU ha maximizado su buena rentabilidad gracias a la integración de todas las etapas del desarrollo, lo que le ha permitido contener su volumen de unidades escrituradas. De momento, la participación en segmentos de mayor valor para la empresa ha sido exitosa, estimando que el crecimiento en el precio de venta promedio global sea el factor de ajuste para alcanzar la rentabilidad deseada. Se puede esperar que para el cierre del año la mezcla de ingresos entre vivienda de 'Interés Social' y la 'Media-Residencial' alcance una proporción cercana al 70%-30% (9M18: 72.7%-27.3%), cumpliendo con uno de los objetivos prioritarios para la compañía.

En 2017 las Ventas Netas de la empresa se incrementaron en 12.1% (2016: +14.2%). Asimismo, en 9M18 registran un incremento del 9.2% con relación al mismo período de 2017, mientras que considerando cifras UDM 3T18, la variación sería de +15.6%. Históricamente, CADU ha procurado mantener una estabilidad en la temporalidad sus ingresos, en buena medida anticipando la demanda con inventario de vivienda terminada (en el segmento de 'Interés Social'). Si bien, la incursión a mercados de perfil 'Medio' y 'Residencial' mediante vivienda vertical, ha podido suponer desajustes con relación al comportamiento de ejercicios anterior, en términos generales la empresa los ha sorteado adecuadamente con una acertada programación de sus proyectos. Para el cierre del presente ejercicio y 2019, se estima que el proyecto 'Allure' (~Ps\$1,500 millones en ventas a un precio promedio de ~Ps\$15 millones) tenga un efecto positivo en el nivel de ingresos. Mientras que a un mayor horizonte de tiempo, proyectos de similar envergadura darían continuidad, permitiendo hilvanar puntos de alto dinamismo en las ventas netas de la compañía.

Los principales márgenes operativos de CADU han mantenido la tendencia creciente, estimando que para el cierre acumulado de 2018 continúen fortaleciéndose. A consideración de Verum, el desempeño de la empresa es sobresaliente con relación a sus principales competidores, en 2017 con una generación de

EBITDA de Ps\$1,044.3 millones, superior en 15.4% respecto al ejercicio anterior, para un Mg. EBITDA del 23.2%. Considerando cifras UDM al 3T18, la dinámica favorable es muy similar, al observarse un EBITDA de Ps\$1,121.2 millones (+14.7% a UDM 3T17), para un margen del 23.4%.

Al cierre del 3T18, la deuda con costo de la empresa asciende a Ps\$3,171.1 millones (2017: Ps\$2,316.1 millones), para una razón Deuda Neta / EBITDA (UDM) de 2.1x (2017: 1.5x). Se considera que dicho indicador se encuentra en un punto álgido derivado del ciclo operativo de la compañía, teniendo a consideración la generación de inventario inmobiliario en los últimos nueve meses (+Ps\$955.4 millones, equivalente a +17.1%). A la espera de que se concrete la expectativa de CADU de liberar mediante venta y escrituración una buena parte del mismo, en el corto plazo dicho indicador pudiera normalizarse en niveles por debajo de 2.0x. Visto como Deuda Total / EBITDA (UDM), se alza a un todavía razonable 2.8x al 3T18 (2017: 2.2x). La estructura de fondeo se soporta en un 64.3% en créditos puente (Ps\$2,038.9 millones), el resto serían las emisiones colocadas en 2015 y 2018 (21.7% en conjunto), líneas de capital de trabajo (12.4%), línea de factoraje revolvente (1.6%) y arrendamiento financiero.

La posición de efectivo y equivalentes de CADU es de Ps\$788.1 millones al 3T18 (incluyendo Ps\$169.1 millones de efectivo restringido como fondo de reserva para 'CADU 15'), equivalente al 9.5% de su activo total, con vencimientos de capital a corto plazo por Ps\$585.9 millones (18.5% de la deuda bancaria total), así como Ps\$340.2 millones adicionales correspondientes a proveedores. Considerando dichos montos, la cobertura de efectivo más ácida sería del 85.1%. Por su parte, la razón de EBITDA (UDM)/ Servicio de Deuda registra una mejora a 1.6x (2017: 1.3x), mientras que respecto a Gastos Financieros asciende a 8.3x (2017: 11.2x), ambos niveles considerados como adecuados.

Partiendo de nuestra métrica de Flujo Libre de Caja (FCF = Fondos Generados por la Operación +/- Cambios en el capital de trabajo - CAPEX - Dividendos pagados), la empresa en 2017 registró -Ps\$39.3 millones, presentando una mejora respecto a ejercicios previos (2016: -Ps\$879.8 millones; 2015: -Ps\$565.5 millones); asimismo, fue el primer ejercicio desde 2013, en que la compañía consolidó un flujo operativo (antes de dividendos) positivo (Ps\$186.4 millones). La generación de inventarios inmobiliarios alcanzó un nuevo máximo en el período de análisis (-Ps\$882.3 millones en flujo). En 9M18, la empresa registra cifras en línea con los resultados de 2017, con un FCF de -Ps\$255.6 millones, esperando que al final del ejercicio dicho indicativo pueda superar el punto de equilibrio; en tanto, el flujo operativo se ubica en Ps\$0.9 millones. La empresa ya ha cubierto prácticamente la totalidad de las inversiones y generación de inventario programada para el ejercicio (-Ps\$917.8 millones en flujo contable).

A consideración de Verum, CADU cuenta con una buena posición competitiva, aunque reducida a su región de mayor influencia (Quintana Roo). Si bien, en términos de volumen de vivienda la empresa se ubica a la par de algunos de los mayores jugadores en el mercado mexicano, su presencia geográfica fuera de Quintana Roo es limitada, situación que la vuelve vulnerable a posibles condiciones adversas en dicha región. Su principal marca se relaciona a un producto de precio accesible con beneficios de mayor valor, lo que le brinda un adecuado margen de 'costo-beneficio' para sus clientes. En tanto, que las marcas comerciales de 'Urban Homes' (segmentos 'Medio-Residencial' y 'Residencial' en Quintana Roo) y 'CADU Residencial' (desarrollos verticales en la CDMX) presentan todavía un corto historial y con la dificultad de competir con algunos otros participantes más especializados en su mercado objetivo.

La perspectiva de calificación es 'Estable'. Las calificaciones podrían incrementarse en caso de que la empresa logre materializar correctamente su actual estrategia de crecimiento y diversificación por segmento, manteniendo una sólida rentabilidad y los moderados niveles de apalancamiento. Por el contrario, las calificaciones se verían afectadas a la baja ante nuevas presiones sobre su flujo de efectivo, o en su caso por alzas no contempladas por la calificadora en el apalancamiento operativo de la compañía.

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

- Metodología de Corporativos (Febrero 2018)

Información de Contacto:

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

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

Jonathan Félix Gaxiola
Director Asociado
M jonathan.felix@verum.mx

Oficina CDMX

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

Oficina Monterrey

Av. Lázaro Cárdenas #2321, Mezzanine Torre B. Módulo 2.
Col. Residencial San Agustín, Garza García, N.L.
C.P.66260.
T (52 81) 1936 6694

Información Regulatoria:

La última revisión de las calificaciones corporativas de CADU Inmobiliaria se realizó el 1 de noviembre de 2017; La información financiera utilizada para el análisis y determinación de estas calificaciones comprende hasta el 30 de septiembre de 2018.

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 la calificación 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 la calificación en cuestión puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. La calificación otorgada es 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 constituye recomendación alguna para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar al cabo algún negocio, operación o inversión.

La calificación antes indicada está basada en información proporcionada por la emisora y/u obtenida de fuentes que se asumen precisas y confiables, dentro de la cual se incluyen las cuentas públicas anuales, los avances de la cuenta pública trimestrales, Leyes de Ingresos y Presupuestos de Egresos, 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. La calificación en cuestión considera 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>

La calificación antes señalada fue solicitada 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.