

2 de octubre de 2017

Corporativos | Grupo Gicsa

Calificaciones

Instrumentos	Calificación Actual
Calificación LP	'AA-/M'
Calificación CP	'1/M'
Emisión GICSA 17	'AA-/M'
Emisión GICSA 17-2	'AA-/M'

Perspectiva

Estable

Información financiera

Ps\$ millones	2T17	2016
Activos	55,637	54,516
Capital	26,975	25,984
Ingresos Totales	2,143	4,256
Margen EBITDA (%)	64.5	61.5
Deuda total	19,075	18,375
Deuda neta/ EBITDA (UDM)	7.4	7.0
Cobertura de intereses (x)	1.3	1.5

Analistas

Jonathan Félix Gaxiola
T (52 81) 1936 6692
M jonathan.felix@verum.mx

Daniel Martínez Flores
T (52 81) 1936 6693
M daniel.martinez@verum.mx

Fundamentos de la calificación

Las calificaciones de Grupo Gicsa, S.A.B. de C.V. (Grupo Gicsa) toman en cuenta su amplia experiencia y buena trayectoria 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, éstas consideran 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, éstas se encuentran limitadas 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.

Grupo Gicsa presta servicios a una base aproximada de 2,600 arrendamientos totales; el promedio de renta por metro cuadrado en el año 2016 fue de Ps\$339.7 (2015: Ps\$323.6). 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" promedio de las propiedades estabilizadas fue de +12.8%, y actualmente el plazo promedio remanente de sus contratos es de ~3 años.

Los indicadores de Deuda Total/ EBITDA UDM del Grupo al 2T17, se ubica en 7.4x y la Deuda Neta / EBITDA UDM en 6.1x, estos niveles son considerados elevados por Verum. No obstante, el indicador Loan to Value al 2T17 se ubica en un buen nivel de 34.3%, la política de la empresa es que este valor no aumente del 40%.

Perspectiva y Factores Clave

La perspectiva de la calificación de largo plazo es 'Estable'. Las calificaciones se incrementarían 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, éstas pudieran verse impactadas 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.

Descripción 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.

Administración y Gobierno Corporativo

En opinión de Verum, las prácticas de Gobierno Corporativo son adecuadas y se encuentran acorde a su tamaño y tipo de actividades. El Grupo cuenta con un Consejo de Administración que sesiona al menos cuatro veces al año, así como un Comité de Auditoría y Prácticas Societarias que también sesiona al menos cuatro veces de manera anual y que permite darle mayor institucionalización a la entidad; adicionalmente, se cuenta con el Comité Ejecutivo, que es el encargado de realizar los diversos análisis de inversión y tiene las debidas facultades de decisión.

El Consejo de Administración está conformado por 14 integrantes, de los cuales tres ostentan de independientes y cuatro de Consejeros suplentes, además de tener también un secretario no miembro. Consideramos favorable 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.

Por su parte, la estructura organizacional se encuentra bien definida, encabezada por el Presidente del Consejo y seguida por el Director General. Posteriormente, se cuenta con seis directores para las áreas de: 1) Administración y Finanzas, 2) Negocio Comercial, 3) Construcción, 4) Operación, 5) Asuntos Estratégicos y 6) Nuevos Negocios. En conjunto, la plantilla laboral de Grupo Gicsa suma cerca de 1,000 colaboradores, de los cuales ~70% se encuentran sindicalizados (sin contingencias hasta el momento), perteneciendo a distintos sindicatos según el desarrollo en el que se participe y la zona de éste.

Análisis de las Operaciones

Grupo Gicsa, a través de sus distintas subsidiarias, maneja gran parte de la cadena de valor del sector inmobiliario; sus actividades abarcan la identificación de oportunidades, compra de los terrenos, diseño de, construcción, comercialización, así como la administración y mantenimiento de los desarrollos terminados. Los servicios son prestados tanto a empresas dentro del Grupo como a clientes externos (23 proyectos externos administrados). La compañía concentra su operación en el

Metodología utilizada

Metodología de calificación de Corporativos (Febrero 2017).

desarrollo y administración de centros comerciales (60% del portafolio propio actual), además de edificios para oficinas corporativas (13%) y desarrollos mixtos (27%).

En años anteriores, Grupo Gicsa desarrolló conjuntos residenciales tales como: City Santa Fe, Las Olas Acapulco, Las Olas Cancún, Maralago Acapulco, Maralago Cancún, Puerto del Sol los Cabos, Residencial Lomas, Residencial Lomas II y la Isla Residences Acapulco. No obstante, tras la crisis inmobiliaria residencial del 2008 y 2009, la compañía decidió no continuar con este tipo de proyectos; es importante mencionar, que se encuentra en planeación un único desarrollo residencial adicional ubicado en la Ciudad de México derivado de la compra de un terreno a la empresa Procter & Gamble (P&G), donde se construirán 118 departamentos Premium, de los cuales ya se tienen vendidos 38. Por otro lado, desde el 2015 se desincorporó el segmento de naves industriales por considerarse un negocio menos atractivo para la administración.

Durante el 2016 Gicsa realizó aproximadamente 400,320 m² de construcción (2015: 275,300 m²), referente a 14 proyectos, de los cuales, 400,080 m² corresponden a centros comerciales y 240 m² a oficinas corporativas. Para el 2T17, se han construido 153,064 m², siendo en su mayoría de centros comerciales.

Propiedades Estabilizadas y En Desarrollo:

Al 2T17 el Grupo mantiene un 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 porcentaje de 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 espera que en los periodos siguientes se conviertan en estabilizadas.

El promedio de los habitantes dentro de un radio de 5 kilómetros en los inmuebles de su cartera es de 505,231 personas, y durante los 6M17 hubo afluencia de aproximadamente 33 millones de visitantes (+1.5% respecto a los 6M16).

Centros Comerciales: actualmente son propietarios de 7 centros comerciales estabilizados y 2 en proceso de estabilización. Generalmente los centros comerciales construidos por Gicsa, se caracterizan por ser de gran tamaño, contando con más de 100 locales comerciales y la presencia de tiendas departamentales y cines. Todos los centros comerciales operan bajo marcas de las que Gicsa también es titular.

Oficinas Corporativas: son propietarios de 6 edificios corporativos, de los cuales cuatro forman parte de desarrollos mixtos. Los cinco arrendatarios de oficina más grandes, han estado en los inmuebles de Gicsa por aproximadamente nueve años.

Desarrollos Mixtos: desarrollan centros comerciales en conjunto con edificios corporativos u hoteles, usualmente Gicsa es dueño del centro comercial o edificio corporativo, mientras que su socio comercial es el dueño del hotel; no obstante, comúnmente ambos inmuebles son planeados en conjunto.

Propiedades Estabilizadas:

Propiedad	Uso	Ubicación	Año de Apertura	ABR Actual (m2)	% de Participación	ABR Proporcional (m2)	Tasa de Ocupación
City Walk	Comercial	Ciudad de México	2010	3,503	100%	3,503	96%
Forum Buenavista	Comercial	Ciudad de México	2008	95,047	100%	95,047	98%
Forum Tlaquepaque	Comercial	Guadalajara, Jalisco	2011	50,319	50%	25,160	94%
La Isla Acapulco	Comercial	Acapulco, Guerrero	2008	33,650	84%	28,266	86%
Forum Coatzacoalcos	Comercial	Coatzacoalcos, Veracruz	2006	32,335	25%	8,084	89%
Plazas Outlet Lerma	Comercial	Estado de México	2001	62,978	63%	39,361	88%
Forum Culiacán	Comercial	Culiacán, Sinaloa	2003	39,720	50%	19,860	92%
<i>Total uso comercial:</i>				<u>317,553</u>		<u>219,281</u>	
Reforma 156	Oficinas	Ciudad de México	2011	19,314	75%	14,486	100%
Torre E3	Oficinas	Ciudad de México	2005	23,241	75%	17,431	94%
<i>Total uso oficinas:</i>				<u>42,555</u>		<u>31,916</u>	
Paseo Interlomas	Mixto	Estado de México	2011	88,476	50%	44,238	92%
Capital Reforma	Mixto	Estado de México	2012	60,456	60%	36,274	72%
Paseo Arcos Bosques	Mixto	Estado de México	2008	91,275	50%	45,638	90%
Masaryk 111	Mixto	Estado de México	2008	26,402	75%	19,802	90%
<i>Total uso mixto:</i>				<u>266,609</u>		<u>145,951</u>	

Propiedades en Proceso de Estabilización:

Propiedad	Uso	Ubicación	Inicio de Construcción	Año de Apertura	ABR Actual (m2)	% de Participación	ABR Proporcional (m2)
Forum Cuernavaca	Comercial	Cuernavaca, Morelos	2015	2016 / 2017	54,611	50.0%	27,306
La Isla Vallarta	Comercial	Puerto Vallarta, Jalisco	2015	2016	26,109	50.0%	13,055
<i>Total:</i>					<u>80,720</u>		<u>40,360</u>

Contratos

Actualmente, Gicsa presta servicios a una base aproximada de 2,600 arrendamientos totales, de los cuales el ~60% son de propiedades propias, 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 87% de los contratos se refiere a arrendatarios de locales, mientras que el restante 12% a arrendatarios de oficinas corporativas y el restante 1% de naves industriales. El promedio de renta por metro cuadrado en el año 2016 fue de Ps\$339.7 (2015: Ps\$323.6).

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 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.

Los contratos de arrendamientos de los locales comerciales por lo general están denominados en pesos (Ps\$), por lo que los ingresos de este segmento son en su mayoría en esa moneda (~96%), y prevén una parte fija y una variable, ésta última basada en las ventas del arrendatario; esta renta es independiente de las cuotas por mantenimiento y publicidad del lugar. La parte variable tiene un rango entre el 2.3% y 18.0% de los ingresos generados por el arrendatario, generalmente las empresas

Año	Número de contratos que expiran	% de contratos que expira	ABR de contratos que expiran	% de superficie que expira
2017	295	22%	89,605 m2	16%
2018	366	27%	115,312 m2	20%
2019	396	29%	99,025 m2	17%
2020	139	10%	50,459 m2	9%
Posterior	157	12%	212,612 m2	37%

minoristas se encuentran en los rangos más pequeños, mientras que los restaurantes a la mitad, y los cines y centros de apuestas en los niveles más elevados.

Los contratos para las oficinas corporativas generalmente son fijas y denominados en dólares (USD), siendo el ~89% de estos ingresos en USD, además de las cuotas por mantenimiento correspondientes. Todos los contratos del Grupo toman en cuenta ajustes anuales indexadas a la inflación de México para aquellos firmados en Pesos, o ajustes indexados a la inflación de Estados Unidos para aquellos firmados en dólares.

En general, la garantía de los arrendatarios consiste en dos meses de rentas por adelantado y dos meses de depósitos. Estos montos sumaban Ps\$374 millones al cierre del 2016; adicionalmente, en algunos casos se solicitan avales personales o garantías hipotecarias. Asimismo, la cobranza no cuenta con rezagos importantes ya que la naturaleza del negocio hace que los arrendatarios no se atrasen en sus pagos; de lo contrario, podrían tener dificultades para la operación de sus locales (corte de luz, agua, bloqueo de acceso a proveedores, entre otros).

Proyectos en desarrollo y a desarrollar

El Grupo cuenta con una política basada en que el *Loan to Value* (Préstamo a Valor) de las obras no sea superior al 40%, el restante 60% es cubierto por Gicsa en su totalidad, o es dividido con sus socios en caso de que el desarrollo se realice de esa manera. Es importante mencionar que, durante la construcción de las obras, éstas son valuadas al costo del proyecto, pero una vez terminadas, se valúan a valor de mercado y normalmente se duplica su valor, por lo que el indicador *Loan to Value* disminuye a casi un 20%.

Grupo Gicsa cuenta con 15 proyectos en planeación, de los cuales cinco son mixtos, nueve son centros comerciales y uno corresponde a un edificio de oficinas; se espera un ABR total de 1,015,930 m², de los cuales Gicsa será propietario de 853,381 m² (84%). De este portafolio de proyectos, ocho ya iniciaron su construcción. La siguiente tabla muestra con mayor detalle el listado con los proyectos en construcción:

Proyecto	Uso	ABR m ²	Inversión Total	Capex invertido	Avance de Obra	Superficie Firmada
			Estimada (Ps\$ millones)	al 2T17 (Ps\$ millones)		
La Isla Mérida	Comercial	57,389	1,634	877	83%	45%
Ampliación Paseo Interlomas	Mixto	51,606	1,667	1,042	72%	63%
Paseo Querétaro	Comercial	74,532	1,844	780	66%	52%
Explanada Puebla	Comercial	87,340	1,225	433	53%	50%
Masaryk 169	Mixto	5,659	167	91	22%	-
Paseo Metepec	Comercial	92,324	2,421	148	8%	15%
Explanada Pachuca	Comercial	87,224	1,367	230	6%	31%
Paseo Xochimilco	Comercial	49,316	1,909	51	6%	50%
Total:		505,391	12,234	3,652		

Hacia adelante, se planea desarrollar una nueva categoría de centros comerciales conocida como 'Explanadas Mallertainment', las cuales se fundamenta en cuatro

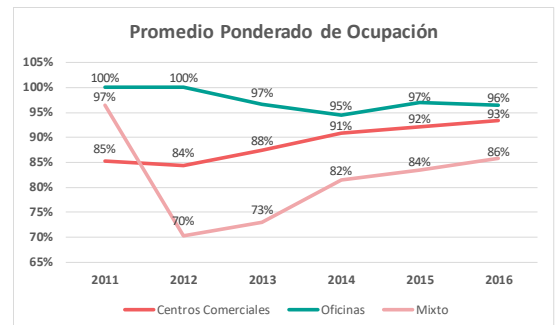
pilares: tamaño (área de al menos 185,000 m²), entretenimiento (contará con feria, globo aerostático, boliche, centro de espectáculos, cines, restaurantes, bares y eventos en vivo), oferta comercial mixta (contará con hotel, centro médico y supermercado), y comunidad (habrá espacios para que pequeños empresarios comercialicen sus productos, además de contar con espacios abiertos para convivir y ejercitarse). La primera Explanada que se planea terminar se ubica en la ciudad de Puebla, estimando el inicio de operaciones hacia finales del año 2017, seguida por las ubicadas en las ciudades de León, Querétaro, Pachuca y Culiacán.

Todos los proyectos de construcción y obras relacionadas son llevadas a cabo por contratistas externos, mismos que otorgan un garante para cada proyecto, por lo que las ganancias netas para Gicsa provienen de las distintas comisiones que cobran y por la administración del desarrollo.

Principales Clientes

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 que cuentan con una elevada calidad crediticia, generando una renta mensual total de Ps\$26.6 millones, y arrendando 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.

Actualmente la tasa de ocupación de las propiedades estabilizadas es del 90%. En los últimos seis años, los desarrollos de oficinas corporativas se han encontrado con una ocupación superior al 95%, y los Centros Comerciales también han mostrado una ocupación favorable, ubicándose en niveles cercanos al 90% y con una tendencia de mejora. Por su parte, la tasa promedio de los Desarrollos Mixtos se ve impactada negativamente por el complejo Capital Reforma inaugurado en el año 2012, desarrollo en el que se han logrado rentar los locales comerciales, pero a diferencia de los demás desarrollos mixtos, la sección de oficinas corporativas aún continúa con niveles bajos de ocupación (62%).



Estrategia

Para los próximos años, Grupo Gicsa planea continuar desarrollando centros comerciales, edificios, hoteles y mixtos, en las principales ciudades y destinos

turísticos de México, enfocándose principalmente en las Explanadas Mallertainment. Adicionalmente, contemplan crecer también con la posibilidad de adquirir proyectos existentes con oportunidad de mejora o ampliación.

Por otro lado, el Grupo continuará prestando servicios especializados a terceros (administración y venta de desarrollos inmobiliarios) para asegurar una fuente de ingresos independiente de los proyectos propios; por ejemplo, las enajenaciones a Fibra Uno fueron beneficiosas porque conservaron ese servicio.

Hacia adelante, sólo planean desarrollar un complejo residencial adicional, el cual proviene de la adquisición de un terreno a la empresa P&G. El proyecto se vuelve rentable con la venta de 48 de los 118 departamentos Premium que se construirán, y al día de hoy ya se han vendido 38 de estos. El precio promedio de cada departamento es de \$90 millones de pesos.

Desempeño Financiero

Ingresos

<i>Desglose de Ingresos:</i>	6M17	2016	2015
Arrendamiento y premios	1,446 71%	2,659 62%	2,320 52%
Mantenimiento y publicidad	226 11%	418 10%	378 9%
Estacionamiento y servicios de operación	232 11%	497 12%	464 10%
Servicios	31 2%	127 3%	167 4%
Administración de inmuebles	82 4%	281 7%	275 6%
Ejecución de obra de terceros	3 0%	162 4%	673 15%
Venta de inventario inmobiliario	7 0%	112 3%	152 3%
Total (Ps\$ millones)	2,027	4,256	4,428

Propiedad	Ingresos por Proyecto (6M17)
City Walk	10
Forum Buenavista	205
Forum Tlaquepaque	124
La Isla Acapulco	46
Forum Coatzacoalcos	71
Plazas Outlet Lerma	119
Forum Culiacán	124
<i>Total uso comercial:</i>	<i>698</i>
Reforma 156	32
Torre E3	96
<i>Total uso oficinas:</i>	<i>127</i>
Paseo Interlomas	233
Capital Reforma	147
Paseo Arcos Bosques	335
Masaryk 111	85
<i>Total uso mixto:</i>	<i>800</i>
Total portafolio estabilizado:	1,625
Total en proceso de estabilización:	68
total proyectos en desarrollo:	124
<i>Ingresos portafolio propio:</i>	<i>1,817</i>
<i>Ingresos portafolio de terceros:</i>	<i>210</i>
Ingresos Totales (Ps\$ millones)	2,027

Los ingresos totales al cierre del 2016 fueron Ps\$4,256 millones (MXN: 64.7% y USD: 35.3%), que significan una disminución del 3.9% respecto al año anterior; no obstante, estos mantienen una tendencia alcista (Tmac 2012 – 2015: 5.5%). Esta disminución obedece a la baja en actividades de servicios, ejecución de obra a terceros y venta de inventario inmobiliario; sin embargo, estas áreas de negocio no son la principal línea del Grupo. Los ingresos por arrendamiento, que es el segmento más importante, se incrementaron en 14.6%; además del crecimiento en segmentos derivados del arrendamiento como lo son: el mantenimiento y publicidad, y estacionamiento y servicios de operación.

Para el 2017 se estima un crecimiento mayor al 40% en ingresos totales respecto al año anterior, debido a que se estiman ingresos adicionales de al menos Ps\$1,500 millones por nuevos proyectos que se encuentran en desarrollo; además, se espera la venta del proyecto 'Reforma 156' por un valor de Ps\$1,040 millones (Ps\$780 millones netos para Grupo Gicsa tomando en cuenta su 75% de participación).

Gastos

Por su parte, fuera de los gastos por administración de inmuebles y por servicios administrativos (sueldos, electricidad, mantenimiento, predial, seguridad, seguros, limpieza y agua), los egresos de Grupo Gicsa se mantienen alineados a sus ingresos.

Los costos y gastos totales durante el 2016 fueron de Ps1,740 millones, significando una disminución del 2.5% respecto al año anterior, porcentaje que se encuentra parcialmente en línea con la caída de ingresos totales (3.9%). Dicha disminución se debe principalmente a que no hubo ejecución de obras de terceros, lo que permitió una baja importante en los rubros de costos por desarrollo inmobiliario y gastos por derechos y contribuciones.

<i>Desglose de Egresos:</i>	6M17		2016		2015	
Costo por desarrollo inmobiliario	9	1%	179	10%	816	35%
Costo por venta de inventario inmobiliario	7	1%	77	4%	86	4%
Gastos por administración de inmuebles	487	59%	956	55%	903	39%
Gastos por servicios de administración	257	31%	416	24%	327	14%
Gastos por derechos y contribuciones	1	0%	11	1%	86	4%
Amortización y depreciación	59	7%	101	6%	111	5%
Total (Ps\$ millones)	821		1,740		2,329	

Análisis de la Utilidad

Grupo Gicsa mantiene la política de que sus desarrollos deben brindarle un rendimiento mayor al 12.0% en su construcción, 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.

Durante el 2016, la compañía generó un EBITDA de Ps\$2,538 millones (2015: Ps\$2,118 millones); no obstante, si sólo se toma en cuenta los beneficios proporcionales a su porcentaje de participación en los inmuebles, además de las utilidades proporcionales por el 'Forum Coatzacoalcos' que contablemente no consolida con el Grupo, 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, por sus siglas en inglés) 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, Gicsa 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, lo cual Verum toma como positivo ya que permite mantenerse con recursos para el sano crecimiento de las operaciones de la compañía.

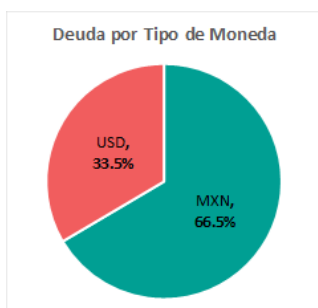
Endeudamiento y Estructura de Capital

La Deuda Total de Grupo Gicsa es elevada, al cierre del 2T17 se ubica Ps\$19,075 millones (Deuda proporcional por su participación en los proyectos: Ps\$14,046 millones). Además, el 25% de la deuda total es a Corto plazo (2016: 2.6%), el aumento en este porcentaje respecto al cierre del año anterior se debe al próximo vencimiento (abril del 2018) de los créditos adquiridos para los desarrollos Paseo Arcos Bosques y Reforma Capital.

Institución	Fecha de Vencimiento	Tasa de Interés	Moneda	Monto
Metlife México (3)	2021 Y 2022	TIIE28 + 2.00%	MXN	2,499
Banamex 1	2021	TIIE28 + 2.15%	MXN	1,183
The Blackstone Group	2018	LIBOR3M + 3.00%	USD	2,751
Bancomer	2026	TIIE28 + 4.20%	MXN	288
Metlife Insurance (2)	2021	LIBOR1M + 2.50%	USD	1,766
Banamex 2	2018	LIBOR3M + 3.50%	USD	1,884
Value Arrendadora	2023	TIIE28 + 3.40%	MXN	535
HSBC México (2)	2021 y 2024	TIIE28 + 2.00%	MXN	2,216
CEBURS en udis	2022	6.95%	MXN	2,975
CEBURS (2)	2018 y 2022	TIIE28 + 2.75% y 9.08%	MXN	2,981
Total (Ps\$ millones):				19,075

Por su parte, 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, estos niveles son considerados elevados por Verum. No obstante, al medir el endeudamiento respecto al valor de sus inmuebles, el indicador Loan to Value al 2T17 se ubica en un buen nivel de 34.3%.

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 en cuenta este respectivo endeudamiento adicional, así como las emisiones por Ps\$1,500 millones que Gicsa se encuentra próxima a lanzar al mercado, y la actual política de efectivo en caja, estimamos que los indicadores Deuda Total / EBITDA y Deuda Neta / EBITDA permanecerán entre 6.5x – 7.5x y 4.5x – 5.5x respectivamente.



Actualmente, el 66.5% de la deuda se encuentra denominada en pesos, mientras que el restante 33.5% en dólares, situación que se encuentra en línea con el porcentaje de ingresos por moneda (MXN: 64.7% y USD: 35.3%). Lo anterior mitiga el riesgo de exposición a la volatilidad del tipo de cambio, y surge por la política 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.

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, niveles que consideramos ajustados.

Fondeo y Liquidez

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 necesidades 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 administración ya acordó el refinanciamiento de estos para mejorar el perfil de la amortización de su deuda. Estas acciones han logrado disminuir el riesgo de liquidez.

Los Flujos Generados por la Operación (FFO, por sus siglas en inglés) durante el 2016 se ubicaron en Ps\$757 millones, cifra ampliamente superior a los Ps\$189 millones del año anterior, situación que proviene de una mayor utilidad operativa y un menor pago neto de intereses en el 2016.

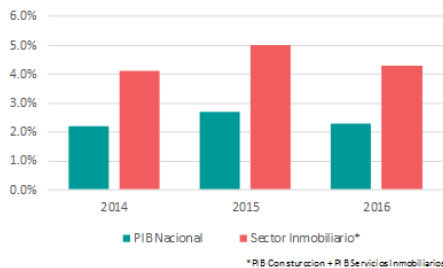
Análisis de la Industria

En los últimos años se observó un auge en el sector, derivado principalmente de los siguientes factores: 1) Reformas estructurales, esto incluye las modificaciones que se han realizado a las leyes en materia fiscal, para aumentar considerablemente la viabilidad de las Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces (FIBRAS), anteriormente la tributación de estos fideicomisos era compleja y onerosa. 2) Incremento en la demanda de espacios que concentran vivienda y amenidades, impulsado por la concentración demográfica y la falta de movilidad dentro de las metrópolis del país, principalmente Ciudad de México. 3) El acceso a financiamiento para los participantes del mercado mediante instrumentos bursátiles.

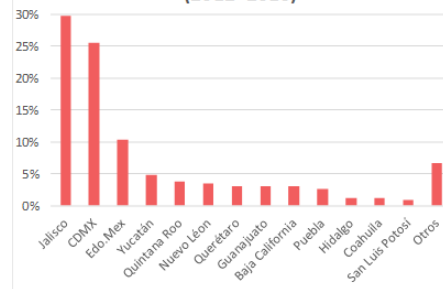
La tendencia que se observa dentro del sector, es la de actividades que no se restringen a la adquisición, sino que abarcan el desarrollo e incluso la administración de los proyectos. Estos modelos de negocio más complejos, brindan a las organizaciones la oportunidad de generar mayores retornos sobre la inversión y diversificar sus ingresos. Dichas operaciones dan más flexibilidad al modelo de negocios de las empresas que los implementan; sin embargo, estas operaciones pueden originar riesgos principalmente regulatorios, los cuales pueden causar demoras o gastos sustanciales no previstos y, bajo ciertas circunstancias, podrían impedir la terminación de proyectos de desarrollo una vez emprendidos.

De acuerdo a cifras reportadas por la AID, durante los años 2012 – 2016 se desarrollaron un total de 515 proyectos inmobiliarios, los cuales están altamente concentrados en el estado de Jalisco, Ciudad de México y el Estado de México (66% del total). Asimismo, el desarrollo de proyectos de uso mixto ha avanzado de manera importante, lo anterior principalmente debido a la tendencia de más metrópolis a reducir las necesidades de movilidad ofreciendo amenidades como: centros comerciales, áreas recreativas, oficinas, hospitales y hoteles.

Crecimiento Anual PIB nacional vs. Sector Inmobiliario



Porcentaje de Proyectos por Estado (2012- 2016)



Riesgos de la Industria

Dentro de la industria inmobiliaria, los recursos se comprometen a futuros inciertos y a un largo plazo, estos son vulnerables a los entornos económicos, tanto en el nivel micro como el macro. El riesgo en los proyectos de inversión inmobiliarios se determina, principalmente, en el nivel de variabilidad de los resultados y expectativas 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.

Calidad de la Información Financiera

Los estados financieros para el cierre de los años del 2016 al 2012, y los acumulados al 30 de junio del 2017 fueron auditados sin salvedades por PricewaterhouseCoopers, S.C., despacho que realizó auditorías con base en las Normas Internacionales de Información Financiera, (NIIF) y con las interpretaciones emitidas por el Comité de Interpretaciones de NIIF (CINIIF) aplicables para las compañías que reportan bajo estas normas. Los estados financieros trimestrales restantes utilizados en este reporte no han sido auditados y la información operativa fue proporcionada por Grupo Gicsa u obtenida de fuentes que Verum considera confiables como lo son la Bolsa Mexicana de Valores, los reportes estadísticos del INEGI, entre otras.

Grupo Gicsa, S.A.B. de C.V.
Millones de pesos

	Jun-17	%	Dec-16	%	Dec-15	%	Dec-14	%	Dec-13	%
Balance General										
Activo Total	55,637	100.0	54,516	100.0	47,908	100.0	45,819	100.0	41,754	100.0
Activo Circulante	7,044	12.7	9,900	18.2	8,232	17.2	6,908	15.1	4,741	11.4
Efectivo e inversiones temporales	3,511	6.3	5,421	9.9	5,965	12.5	615	1.3	220	0.5
Cuentas y documentos por cobrar a clientes (neto)	724	1.3	787	1.4	559	1.2	1,039	2.3	1,154	2.8
Partes relacionadas	565	1.0	612	1.1	408	0.9	2,862	6.2	1,322	3.2
Inventarios	-	-	-	0.0	-	0.0	952	2.1	957	2.3
Anticipo para desarrollo de proyectos	479	0.9	1,562	2.9	94	0.2	220	0.5	113	0.3
Efectivo Restringido	458	0.8	333	0.6	343	0.7	494	1.1	96	0.2
Impuestos acreditables	1,307	2.3	1,185	2.2	862	1.8	726	1.6	878	2.1
Activos de Largo Plazo	48,593	87.3	44,616	81.8	39,676	82.8	38,911	84.9	37,014	88.6
Cuentas y documentos por cobrar (neto)	-	-	-	0.0	-	0.0	-	0.0	-	0.0
Inversiones en acciones y de subsidiarias no consolidadas	818	1.5	834	1.5	785	1.6	767	1.7	1,274	3.1
Impuestos a la utilidad diferidos	360	0.6	401	0.7	881	1.8	728	1.6	802	1.9
Propiedades de inversión	43,942	79.0	40,559	74.4	37,053	77.3	30,568	66.7	28,161	67.4
Inmuebles, plantas y equipo (neto)	3,260	5.9	2,675	4.9	917	1.9	835	1.8	993	2.4
Certificados bursátiles fiduciarios inmobiliarios	-	-	-	0.0	-	0.0	5,888	12.9	5,700	13.7
Pagos anticipados y depósitos en garantía	213	0.4	147	0.3	39	0.1	50	0.1	11	0.0
Otros activos (neto)	-	-	-	0.0	-	0.0	74	0.2	72	0.2
Pasivo total	28,662	51.5	28,532	52.3	22,501	47.0	26,896	58.7	24,438	58.5
Pasivo circulante	6,292	11.3	3,097	5.7	5,691	11.9	8,316	18.2	7,557	18.1
Proveedores	598	1.1	1,521	2.8	1,438	3.0	2,015	4.4	2,316	5.5
Créditos bancarios	4,782	8.6	-	0.0	3,431	7.2	515	1.1	781	1.9
Créditos bursátiles	-	-	482	0.9	-	0.0	1,737	3.8	844	2.0
Otros créditos con costo	-	-	-	0.0	-	0.0	-	0.0	-	0.0
Impuestos por pagar	250	0.4	384	0.7	343	0.7	723	1.6	740	1.8
Rentas recibidas en garantía y premios	56	0.1	56	0.1	71	0.1	70	0.2	13	0.0
Otros pasivos de corto plazo sin costo	607	1.1	655	1.2	408	0.9	3,256	7.1	2,863	6.9
Pasivos a largo plazo	22,370	40.2	25,434	46.7	16,810	35.1	18,579	40.5	16,880	40.4
Créditos bancarios	8,338	15.0	11,996	22.0	6,530	13.6	10,036	21.9	9,440	22.6
Créditos bursátiles	5,956	10.7	5,897	10.8	2,981	6.2	-	0.0	-	0.0
Otros créditos con costo	-	-	-	0.0	-	0.0	-	0.0	-	0.0
Anticipos de clientes	73	0.1	83	0.2	76	0.2	434	0.9	400	1.0
Beneficios a empleados y prevision social	37	0.1	37	0.1	33	0.1	-	0.0	-	0.0
Impuestos por pagar	7,409	13.3	7,030	12.9	6,766	14.1	7,216	15.7	6,046	14.5
Rentas recibidas en garantía y premios	558	1.0	391	0.7	424	0.9	359	0.8	521	1.2
Otros pasivos de largo plazo sin costo	-	-	-	0.0	-	0.0	533	1.2	474	1.1
Capital contable consolidado	26,975	48.5	25,984	47.7	25,407	53.0	18,923	41.3	17,317	41.5
Capital contable minoritario	7,629	13.7	7,194	13.2	7,103	14.8	6,002	13.1	5,293	12.7
Capital contable	19,346	34.8	18,790	34.5	18,304	38.2	12,922	28.2	12,024	28.8
Capital contribuido	10,232	18.4	10,232	18.8	10,232	21.4	456	1.0	456	1.1
Capital social pagado	637	1.1	637	1.2	637	1.3	677	1.5	677	1.6
Prima en venta de acciones	9,596	17.2	9,596	17.6	9,596	20.0	(221)	-0.5	(221)	-0.5
Capital ganado (perdido)	9,114	16.4	8,557	15.7	8,072	16.8	12,466	27.2	11,568	27.7
Reserva legal	-	-	-	0.0	-	0.0	-	0.0	5	0.0
Reserva para recompra de acciones	(39)	(0.1)	(110)	-0.2	-	0.0	-	0.0	-	0.0
Resultado de ejercicios anteriores	9,153	16.5	8,667	15.9	8,072	16.8	12,466	27.2	11,562	27.7
Estado de Resultados										
Ventas netas	2,143	100.0	4,256	100.0	4,428	100.0	3,664	100.0	2,835	100.0
Costo de ventas	16	0.7	256	6.0	902	20.4	433	11.8	318	11.2
Utilidad bruta	2,127	99.3	4,000	94.0	3,527	79.6	3,231	88.2	2,517	88.8
Gastos generales	805	37.6	1,484	34.9	1,427	32.2	1,562	42.6	1,039	36.7
Distribución y venta	-	-	1,068	25.1	1,100	24.8	-	0.0	-	0.0
Administración	805	37.6	416	9.8	327	7.4	1,562	42.6	1,039	36.7
Utilidad después de gastos generales (EBIT)	1,322	61.7	2,516	59.1	2,099	47.4	1,669	45.6	1,478	52.1
Otros ingresos y gastos netos	(23)	(1.1)	1,108	26.0	3,739	84.4	2,302	62.8	1,395	49.2
Resultado integral de financiamiento	(23)	(1.1)	1,766	41.5	1,966	44.4	1,160	31.7	539	19.0
Intereses pagados, neto	512	23.9	1,766	41.5	1,966	44.4	1,160	31.7	539	19.0
Ganancia, pérdida cambiaria, neta	(536)	(25.0)	-	0.0	-	0.0	-	0.0	-	0.0
Participación en los resultados de compañías asociadas	19	0.9	27	0.6	25	0.6	49	1.3	77	2.7
Utilidad antes de impuestos a la utilidad	1,341	62.6	1,885	44.3	3,898	88.0	2,859	78.0	2,411	85.0
Impuestos a la utilidad	419	19.6	840	19.7	901	20.4	1,252	34.2	713	25.1
Utilidad neta consolidada	921	43.0	1,045	24.5	2,996	67.7	1,607	43.9	1,698	59.9

Grupo Gicsa, S.A.B. de C.V.

	Jun-17	Dec-16	Dec-15	Dec-14	Dec-13
Razones Financieras					
Rentabilidad (%)					
Ingresos	2,143	4,256	4,428	3,664	2,835
Crecimiento ingresos (mismo periodo año anterior)	(5)	(4)	21	29	(17)
Utilidad Bruta	2,127	4,000	3,527	3,231	2,517
EBIT	1,322	2,516	2,099	1,669	1,478
EBITDA	1,381	2,616	2,211	1,691	1,502
Margen Bruto	99.3	94.0	79.6	88.2	88.8
Margen EBIT	61.7	59.1	47.4	45.6	52.1
Margen EBITDA	64.5	61.5	49.9	46.2	53.0
Margen FFO	66	18	4	6	24
Retorno sobre capital	6.9	4.0	13.3	8.9	10.3
Retorno sobre activos	3.4	2.0	6.6	3.7	4.2
Flujo de Efectivo					
Fondos generados por la Operación (FFO)	1,405.9	756.8	189.4	208.5	692.4
Cambios en el capital de trabajo	(1,398.5)	(2,276.6)	878.5	(1,718.6)	(1,580.0)
Efectivo Generado por la Operación (CFO)	7.4	(1,519.9)	1,067.9	(1,510.1)	(887.6)
Inversión en capital (Capex)	(2,976.4)	(4,195.7)	(1,649.6)	(346.5)	(179.2)
Dividendos pagados	-	-	-	-	-
Flujo Libre de Caja (FCF)	(2,969.0)	(5,715.6)	(581.8)	(1,856.7)	(1,066.8)
Adquisiciones	-	-	(50.1)	84.1	55.7
Recursos de Financiamiento-Deuda	1,266.0	4,979.2	736.7	338.2	(1,639.8)
Recursos de Financiamiento-Capital	-	(421.0)	6,171.1	-	-
Estructura de Capital					
Efectivo y Equivalentes	3,511	5,421	5,965	615	220
Deuda de corto plazo	4,782	482	3,431	2,253	1,625
Deuda de largo plazo	14,293	17,893	9,511	10,036	9,440
Deuda total	19,075	18,375	12,943	12,289	11,065
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada	19,075	18,375	12,943	12,289	11,065
Capital Total	26,975	25,984	25,407	18,923	17,317
Deuda a Capital (x)	0.7	0.7	0.5	0.6	0.6
Proporción de Deuda de Corto Plazo (%)	25.1	2.6	26.5	18.3	14.7
Costo de Financiamiento Promedio (%)	5.6	11.8	17.6	9.9	4.6
Indicadores Crediticios (X)					
Deuda Total / EBITDA (UDM)	7.4	7.0	5.9	7.3	7.4
Deuda Neta / EBITDA (UDM)	6.1	5.0	3.2	6.9	7.2
Deuda Total / FFO Ajustado (UDM)	4.7	7.3	6.0	9.0	9.0
Deuda Neta / FFO Ajustado (UDM)	3.8	5.1	3.2	8.5	8.8
EBIT / Gastos Financieros	2.6	1.4	1.1	1.4	2.7
EBITDA / Gastos Financieros	2.7	1.5	1.1	1.5	2.8
EBITDA-Capex/Gastos financieros	(3.1)	(0.9)	0.3	1.2	2.5
FFO/ Gastos Financieros	3.7	1.4	1.1	1.2	2.3
Liquidez (X)					
Efectivo / Servicio de Deuda	0.5	2.4	1.1	0.2	0.1
EBITDA / Servicio de Deuda	0.4	1.2	0.4	0.5	0.7
FFO / Servicio de Deuda	0.6	1.1	0.4	0.4	0.6
FCF / Servicio de Deuda	(1.0)	(1.8)	0.3	(0.2)	(0.2)
FCF + Efectivo / Servicio de Deuda	(0.5)	0.7	1.4	(0.0)	(0.1)
Razón Circulante	1.1	3.2	1.4	0.8	0.6
Prueba del ácido	1.1	3.2	1.4	0.7	0.5
Días por cobrar	60.9	66.6	45.4	102.1	146.6
Rotación de Inventarios	-	-	-	791.9	1,085.0
Días proveedores	6,868.9	2,138.6	574.1	1,676.7	2,625.0

Información Regulatoria:

La última revisión de estas calificaciones se realizó el 2 de octubre de 2017. La información financiera utilizada para el análisis y determinación de estas calificaciones 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.