

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

**Monterrey, Nuevo León (Noviembre 1, 2017):** Verum asignó 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 ('Inmobiliaria CADU' o 'CADU'). La perspectiva de la calificación de largo plazo es 'Estable'.

Las calificaciones se fundamentan en su buena rentabilidad, derivada de la sólida integración operativa con la que cuenta y la compacta estructura para el desarrollo inmobiliario que mantiene, además de los adecuados niveles de apalancamiento históricamente observados y la posición de liderazgo que ostenta en el mercado de vivienda de Interés Social. Por su parte, dichas calificaciones se encuentran limitadas por los riesgos inherentes al sector de la vivienda en México, propios de un intenso requerimiento de capital de trabajo y la exposición a cambios en la política nacional de vivienda; así como por la generación negativa en flujo de efectivo observada entre el ejercicio 2014 y el 1T17, situación que de retomarse pudiera presionar la hasta ahora correcta evolución y orden esperado para la estrategia de crecimiento planteada por la empresa, además de la concentración geográfica en sus operaciones.

CADU integra sus operaciones de forma vertical, dado que a través de sus 21 subsidiarias ejecuta todas las actividades que componen su cadena de valor, incluyendo la adquisición o enajenación de terrenos, diseño, urbanización, edificación, comercialización y escrituración. Dicha integración le brinda flexibilidad operativa, permitiéndole obtener eficiencias importantes en tiempos y calidad de la edificación, así como una considerable reducción de costos. Dentro de su oferta de valor, incorpora en los fraccionamientos facilidades como accesos controlados, parques equipados, zonas deportivas, plantas de tratamiento de agua y amplias vialidades; además de manejar locaciones cercanas a escuelas, clínicas, centros comerciales y playas. El historial de CADU incluye más de 80,000 viviendas escrituradas en 6 entidades de México.

El 4 de diciembre de 2015, la inmobiliaria realizó una Oferta Pública Inicial de Acciones (OPI) mixta en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), bajo el símbolo de 'CADUA'; colocando 93'043,236 acciones a un precio por acción de Ps\$18 y obteniendo de dicha manera recursos netos por Ps\$1,575.3 millones (descontando los gastos de emisión).

Durante 2016 CADU sumó 10,350 viviendas escrituradas, representando un decremento del 1.8% respecto al ejercicio previo (9M17: 7,518; -6.7% vs. 9M16), revirtiendo la tendencia positiva y al dinamismo observado entre 2011 y 2015 (Tmac: +14.4%), a pesar de lo cual la empresa pudo mantener el incremento en su nivel de ingresos. Cabe a consideración que el plan de negocios de la compañía busca que el crecimiento se refleje en su nivel de ingresos y rentabilidad por unidad, partiendo del incremento en el precio de venta promedio. Específicamente, un 77.3% de las viviendas escrituradas se ubicaron en Quintana Roo (45.4% en Cancún y 31.9% en Playa del Carmen). Asimismo, la compañía experimentó un buen desenvolvimiento en Jalisco, permitiendo que en el ejercicio la plaza alcanzara una participación del 20.1% en la mezcla total. Por su parte, entre septiembre y octubre de 2017 dio inicio la escrituración del desarrollo de Gorostiza 96 en la Ciudad de México (segmento 'Medio-Residencial'), la cual será uno de los puntos de partida de la participación de la empresa en esta plaza.

Históricamente, la empresa ha concentrado sus operaciones en el segmento de vivienda de Interés Social (95.7% de sus ingresos por venta de viviendas entre 2013 y 2016; 83.5% en 9M17), limitándola de poder incorporar incrementos significativos en sus precios. Entre 2011 y 2015, la Tmac del precio promedio por vivienda de CADU fue de +5.4%, basada en un moderado dinamismo del mismo en las plazas de Quintana Roo. Para 2016, el incremento de éste fue del 4.7%, derivado en buena medida de la integración de la comunidad 'Astoria' en Cancún y sus fraccionamientos con viviendas escrituradas a un precio promedio de Ps\$1.8 millones. El precio promedio de la empresa en los primeros nueve meses de 2017 alcanza Ps\$376,000 (+13.2% respecto al acumulado 2016), virtualmente un máximo en la historia reciente de la compañía. El buen avance dentro de un segmento de mayor valor y la inclusión de varios proyectos en el

Valle de México, los cuales se espera mantengan un precios por encima de Ps\$1.9 millones, permitirían que se sostenga el crecimiento en el precio promedio global de la empresa.

Al 3T17, CADU acumula una inversión de Ps\$722 millones de los recursos obtenidos a través de la OPI en la adquisición de terrenos en la Ciudad de México, con los que a mediano/largo plazo planea realizar hasta 11 nuevos desarrollos verticales. En tanto, que con otros Ps\$456 millones han incrementado la reserva territorial en Quintana Roo, con la intención de consolidar su presencia en el 'Interés Social', aunque a la par incorporando un sólido potencial de crecimiento en las comunidades de 'Astoria' y 'Long Island', junto con el proyecto de 'Allure' en Puerto Cancún (segmento 'Residencial').

Entre 2011 y 2015, la Tmac de las ventas netas de CADU fue de +19.9%, sin embargo en los últimos dos ejercicios su dinamismo ha estado por debajo, con crecimientos de 10.5% y 14.2% para 2015 y 2016, respectivamente. Específicamente, durante 2016 los ingresos por comercialización de viviendas (2016: 85.5% de la mezcla de ventas netas) apenas crecieron el 2.8% (2015: +6.6), en su caso precedidos por una Tmac de +20.6% en 2011-2015. A corto plazo se estiman crecimientos moderados en los ingresos de CADU, relacionados al incremento en el precio promedio global por vivienda, a diferencia de como venía sucediendo por un superior volumen de venta. Aunque a mayor horizonte, proyectos de la envergadura de 'Allure' pudieran disparar significativamente el nivel de ingresos. Tomando en cuenta las cifras acumuladas en los últimos doce meses (UDM) al 3T17, las ventas netas registran un buen incremento del 10.1% con relación a UDM 3T16; mientras que observando el comportamiento de manera desagregada, el trimestre de julio a septiembre 2017 significó el de mayores ingresos en el período de análisis, superando en un 6.9% al 2T17, el cual previamente alcanzó un crecimiento del +95.2% respecto al 1T17. Históricamente CADU ha procurado mantener una estabilidad en la temporalidad sus ingresos, anticipando a la demanda con inventario de vivienda terminada.

Teniendo en cuenta el segmento socioeconómico, el 'Interés Social' ha sido el generador casi total de los ingresos de la compañía. Según estimaciones de la empresa, para el acumulado 2017 se espera que el 'Medio-Residencial' alcance una participación del 25%, en tanto que con miras a 2019 plantean que ésta sea del ~40%. En caso de lograr dicha mezcla, el nuevo equilibrio brindaría una mayor fortaleza y flexibilidad a la empresa para sortear eventuales situaciones adversas económicas, políticas y sociales.

Los márgenes operativos observan una recuperación posterior a 2014, con la expectativa de que para el acumulado 2017 sostengan la tendencia. Dicha situación parte en buena medida de la OPI realizada en 2015, dado que apoyó con flujo de efectivo para una serie de inversiones estratégicas. A consideración de Verum, la rentabilidad de la empresa es buena con relación a sus competidores, alcanzando en 2016 un margen bruto del 28.6% (3T17 UDM: 30.5%). Asimismo, su generación de EBITDA fue de Ps\$904.9 millones (+23.0% respecto al ejercicio anterior), para un Mg. EBITDA del 22.5% (3T17 UDM: Ps\$977.6 millones, 23.6%). En contraste, los ROAE y ROAA de la empresa se han visto presionados tras la OPI (3T17: 18.2% y 9.7%, respectivamente; 2016: 17.5% y 10.0%), aunque en la medida que las inversiones productivas más relevantes (compra de terrenos) puedan ser materializadas en resultados, se retomarían niveles más favorables. A la par, dicha rentabilidad también pudiera presentar volatilidad, puesto que la integración de un nuevo segmento en la mezcla de productos y la inclusión a una nueva plaza conllevan riesgos inherentes por la corta experiencia y el limitado posicionamiento de la empresa dentro de los mismos, además de que incrementa las posibilidades de estrés en el actual modelo de negocio, bajo la consideración de que a la par brinden a largo plazo un mayor margen unitario y sustentabilidad del nivel de ingresos.

Al cierre del 3T17, la deuda con costo de CADU asciende a Ps\$2,308.5 millones (31/12/2016: Ps\$1,982.4 millones), para una razón Deuda Neta / EBITDA (UDM) de 1.5x (2016: 1.4x); se contempla que para el cierre de 2017 y hasta 2019 dicho indicador se mantenga en torno a ~1.4x, mientras que para el Deuda Total / EBITDA se espera una reducción gradual desde el ~2.5x esperado para el término del presente ejercicio. La estructura de fondeo de CADU se basa principalmente en créditos puente, así como en menor medida en una emisión colocada en 2015. Prácticamente la totalidad de los créditos puente incluyen garantías hipotecarias con aforos 1 a 1, junto con mandatos para que se les abone directamente el monto de las

ventas de vivienda correspondientes, en tanto que los esquemas de disposición estarían apegados al avance de obra y con tres años de vigencia máxima.

El capital contable consolidado de CADU al cierre del 3T17 es de Ps\$3,788.6 millones, equivalente al 51.8% del activo total. El pasado 13 de julio de 2017, la empresa amortizó en su totalidad los Ps\$149.8 millones del saldo correspondiente a 'CADU 14', adicional a los pagos mensuales de capital por Ps\$13.3 millones para 'CADU 15' que ha venido realizando desde entonces.

Al cierre del 3T17, la posición más líquida de CADU es de Ps\$721.7 millones (+Ps\$147.5 millones de efectivo restringido como fondo de reserva para 'CADU 15'), equivalente al 9.9% de su activo total, con vencimientos de capital a corto plazo de Ps\$670.4 millones (29.0% de la deuda bancaria total), así como Ps\$454.0 millones adicionales correspondientes a proveedores; considerando dichos montos la cobertura de efectivo más ácida sería del 64.2%. Por su parte, la razón de EBITDA (UDM)/ Servicio de Deuda es de 1.2x (2016: 1.4x), mientras que respecto a Gastos Financieros ascendería a 8.1x (2016: 7.4x), en ambos casos niveles moderados.

Entre 2014 y 2016, la generación de flujo libre de caja (FCF) de la empresa se vio afectada (2016: -Ps\$742.8 millones; 2015: -Ps\$565.5 millones; 2014: -Ps\$247.1 millones), principalmente por el esquema de negocio de la inmobiliaria (propio de un 'Interés Social' predominante en su mezcla de ingresos), el cual es particularmente intenso en el uso de capital de trabajo. Dicha situación pudiera relacionarse en buena magnitud a las recientes adquisiciones de reserva territorial, junto con el consecuente incremento en inventario inmobiliario y/u obras en proceso. No obstante, el proceso operativo de CADU admite escaso flujo de efectivo por anticipos de clientes (recurrentemente originados por preventas), obligando a que partidas como las cuentas por cobrar totales (2016: Ps\$857.4 millones, +111.1%; 2015: Ps\$406.3 millones, +198.4%; 2014: Ps\$136.1 millones -44.6%) involucren una fuerte carga financiera, pese a que en la mayoría de los casos el plazo de las mismas no excede los 30 días de plazo.

El indicador de Rotación de Capital de Trabajo [Ingresos UDM/ (cuentas por cobrar + inventarios de largo y corto plazo – cuentas por pagar – anticipos de clientes)] refleja también una afectación significativa en los últimos períodos, al reducirse desde 1.14x en 2014, a 0.92x en 2015, 0.79x en 2016 y 0.75x al 3T17. Para mantener un crecimiento ordenado, la compañía deberá ajustarse lo suficiente para que dicha razón pueda recuperar gradualmente un nivel cercano a 1.0x.

En los primeros nueve meses de 2017, el FCF ha retomado un adecuado nivel positivo, derivado de una reducción en las cuentas por cobrar relacionadas a clientes (9M17: +Ps\$35.7 millones en flujo vs. -Ps\$218.8 millones en 9M16), pese a sostener el todavía fuerte flujo de efectivo dirigido a la creación de inventario inmobiliario (9M17: -Ps\$768.4 millones en flujo vs. -Ps\$727.1 millones en 9M16). Hacia adelante, una mayor participación en la edificación de desarrollos verticales pudiera ocasionar implicaciones negativas en el flujo de efectivo de la empresa, dado que limitaría la dinámica y alargaría su ciclo de inversión-recuperación, invitándola a una recurrente disposición de financiamiento con costo. Actualmente, la política de la compañía es mantener una posición líquida equivalente a 3 meses de operación (incluyendo pago de intereses), mitigando así posibles situaciones adversas que pudieran presentarse en la operación.

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 y geográfica, manteniendo una sólida rentabilidad y 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 2017)

### Información de Contacto:

Jesús Hernández de la Fuente  
Analista  
[M \[jesus.hernandez@verum.mx\]\(mailto:jesus.hernandez@verum.mx\)](mailto:jesus.hernandez@verum.mx)

Daniel Martínez Flores  
Director General Adjunto de Análisis  
[M \[daniel.martinez@verum.mx\]\(mailto:daniel.martinez@verum.mx\)](mailto:daniel.martinez@verum.mx)

Ignacio Sandoval Jáuregui  
Director Asociado  
[M \[ignacio.sandoval@verum.mx\]\(mailto:ignacio.sandoval@verum.mx\)](mailto:ignacio.sandoval@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, Mezzanine Torre B. Módulo 2.  
Col. Residencial San Agustín, Garza García, N.L.  
C.P.66260.  
**T** (52 81) 1936 6694

### Información Regulatoria:

Estas son calificaciones iniciales por lo que Verum Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. no ha realizado ninguna actualización previa. La información financiera utilizada para el análisis y determinación de estas calificaciones comprende hasta el 30 de septiembre 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 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.