

29 de mayo de 2017

## S&P Global Ratings confirma calificación de 'mxA' de Consorcio ARA; la perspectiva se mantiene positiva

### Contactos analíticos:

Alexandre Michel, Ciudad de México 52 (55) 5081-4520; [alexandre.michel@spglobal.com](mailto:alexandre.michel@spglobal.com)

Laura Martínez, Ciudad de México 52 (55) 5081-4425; [laura.martinez@spglobal.com](mailto:laura.martinez@spglobal.com)

---

### Resumen

- A pesar de un entorno macroeconómico más desafiante en México, ARA ha seguido reportando un sólido desempeño operativo y financiero, y esperamos que esta tendencia se mantenga en los próximos 12 meses.
- Confirmamos nuestra calificación de riesgo crediticio de largo plazo en escala nacional de 'mxA' de ARA.
- La perspectiva positiva de ARA sigue reflejando nuestra opinión de que, a pesar de un entorno macroeconómico más retador en México, la compañía podría alcanzar una tasa de crecimiento cercana a 7%, sin afectar sus niveles de rentabilidad y sin incurrir en endeudamiento adicional, por lo que los índices de deuda a EBITDA y FFO a deuda se mantendrían por debajo a de 1.5x y superior al 60%, respectivamente, en los próximos 12 meses.

### Acción de Calificación

**Ciudad de México, 29 de mayo de 2017.-** S&P Global Ratings confirmó hoy su calificación de riesgo crediticio de largo plazo en escala nacional –CaVal– de 'mxA' de Consorcio ARA, S.A.B. de C.V. (ARA). La perspectiva se mantiene positiva.

### Fundamento

Durante los últimos doce meses, ARA ha reportado resultados operativos e indicadores financieros en línea con nuestro escenario base. De hecho, al cierre del primer trimestre de 2017, el perfil financiero de ARA fue consistente con un nivel de calificación más alto. Sin embargo, consideramos que el entorno macroeconómico que afronta México, y sus posibles repercusiones sobre la industria de vivienda, podrían resultar en una mayor volatilidad de los indicadores financieros de la compañía hacia el cierre de este año. Por tal razón, la confirmación de nuestra calificación de ARA refleja los riesgos asociados a un bajo crecimiento económico, mayores presiones inflacionarias y tasas de interés más altas, que podrían afectar los principales indicadores financieros de la compañía. En adelante, esperamos que la demanda de vivienda de los segmentos en los que opera ARA se mantenga en niveles similares a los actuales, dado el alto déficit en el país y que la disponibilidad de crédito hipotecario —por parte de la banca

comercial y de varias agencias hipotecarias gubernamentales, como el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit; escala global, moneda extranjera, BBB+/Negativa/A-2 y moneda local, A-/Negativa/A-2 y escala nacional, mxAAA/Estable/mxA-1+) y el Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (Fovissste; mxAAA/Estable/mxA-1+)— siga respaldando la demanda en el país. De hecho, el Infonavit ha incrementado recientemente el monto máximo de sus créditos y ha fijado su tasa de interés en 12%. Además, hasta la fecha, ARA ha mantenido una buena ejecución de su estrategia y ha reportado un sólido desempeño operativo y financiero. En caso de que estas condiciones se mantengan al cierre de 2017, la compañía conservaría su trayectoria de crecimiento, mientras que su margen de EBITDA se mantendría en la área de 15%, y el flujo operativo podría alcanzar alrededor de \$240 millones de pesos mexicanos (MXN) en 2017. En nuestra opinión, estos factores podrían detonar un alza de la calificación en un nivel (*notch*).

En los últimos años, la empresa ha logrado reducir su exposición a los subsidios del gobierno federal mexicano a la vivienda (estimados en MXN6,300 millones para 2017, lo que representa una reducción del 34% respecto a la cifra de 2016), con una dependencia moderada a este (7.2% en el primer trimestre de 2017 a comparación de 36.8% en el primer trimestre de 2016). Además, la presencia de ARA en 16 estados del país le permite mitigar parcialmente el riesgo de concentración de los subsidios a la vivienda por parte del gobierno hacia las entidades federativas. La compañía cuenta con una mezcla de productos diversificados, por lo que esperamos que siga aumentando gradualmente su participación en el segmento medio y residencial (a alrededor del 60% en los próximos años), gracias a la ubicación, calidad y sostenibilidad de sus desarrollos, lo que permitirá a la empresa incrementar su precio promedio de venta, así como mantener sus márgenes de EBITDA en medio de un entorno de alza en los precios de materiales a la construcción. ARA cuenta con un reserva territorial con aproximadamente 13 años (equivalentes a aproximadamente 147,434 unidades a finales de marzo de 2017).

Nuestro escenario base actualizado muestra que ARA debería sostener una tasa de crecimiento de sus ingresos en un solo dígito en la parte media del rango en los próximos dos años. Lo anterior refleja, en cierta medida, nuestra expectativa de que la empresa mantendrá su estrategia de aumentar su participación en el segmento de la vivienda media y residencial, lo que incrementará su precio promedio y esto permitirá reducir gradualmente su dependencia de los subsidios a la vivienda por parte del gobierno, al tiempo que se beneficia del incremento en el monto máximo de los créditos que otorga el Infonavit —en 68% a aproximadamente MXN1,600 millones respecto al año pasado. Además, anticipamos que el margen de EBITDA de ARA debería mantenerse relativamente estable gracias a su mezcla de productos y a su nivel de integración vertical, eso a pesar de la reciente alza en los precios de los materiales de construcción. Finalmente, esperamos que pese a los planes de inversión, la alta capacidad para desplazar inventario permitirá a la empresa mantener una generación de flujo de efectivo operativo libre (FOCF, por sus siglas en inglés) positivo hacia el final del año. En nuestra opinión, lo anterior debería traducirse en indicadores sólidos con un índice de deuda a EBITDA y de fondos operativos (FFO, por sus siglas en inglés) a deuda por debajo de 1.5 veces (x) y por arriba de 60%, respectivamente, en los próximos dos años. Por último, esperamos que la empresa mantenga su estrategia de pago de dividendos prudente, entre el 15% y 25% de su utilidad neta del año anterior, lo que esperamos debería derivar en flujo discrecional (DCF, por sus siglas en inglés) positivo en 2017 y 2018.

Nuestro escenario base contempla lo siguiente:

- Crecimiento más lento del producto interno bruto (PIB) y un índice de precios al consumidor (IPC) más alto en México, de alrededor de 1.5% y 5%, respectivamente, en 2017 y de 2.0% y 3.5% en 2018.
- Tasas de interés del 7% al cierre de 2017 y 2018.
- Presupuesto para los subsidios de vivienda del gobierno federal de México de aproximadamente de MXN6,300 millones en 2017 y 2018.
- Mayores tasas de inflación y de intereses en el mercado podrían desacelerar el consumo interno privado y por lo tanto el crecimiento de la demanda de vivienda nueva.
- En 2017, esperamos un aumento en el porcentaje de unidades tituladas de 0.8% a 12,085 y un incremento en los precios promedio de venta de alrededor del 5.5%, debido a la mezcla de productos.
- En 2018, esperamos un aumento del porcentaje de unidades tituladas en 2.9% a 12,434 y un incremento de los precios promedio de venta de alrededor del 4.3%.
- Incremento moderado en los precios de materiales de construcción y gastos administrativos relativamente estables como porcentaje de los ingresos.
- Requerimientos de capital de trabajo altos pero controlados en los siguientes dos años de alrededor de MXN675 millones en 2017 y MXN710 millones en 2018, lo que refleja principalmente la adquisición selectiva de reserva territorial.
- Pago de dividendos de alrededor de 15% de la utilidad neta del año anterior en 2017, y un nivel de alrededor del 20% en 2018, y
- Nivel de deuda relativamente estable en 2017 contra 2016, y una ligera reducción en 2018.

Con base en estos supuestos, obtenemos los siguientes indicadores crediticios para 2017 y 2018:

- Incremento en los ingresos de aproximadamente 6% y 7%.
- Márgenes de EBITDA de alrededor de 15%.
- Deuda ajustada a EBITDA de aproximadamente 1.0x.
- FFO a deuda ajustada de 73% y 85%, y
- Flujo de efectivo operativo (OCF, por sus siglas en inglés) a deuda ajustada de alrededor de 20%.

### *Liquidez*

Seguimos evaluando la liquidez de ARA como adecuada. Esperamos que sus fuentes de liquidez superen sus usos en más de 1.2x en los próximos 12 meses, y que esta razón se mantenga por arriba de 1.0x, incluso si el EBITDA proyectado disminuye 30%. En nuestra opinión, la compañía mantiene una sólida relación con los bancos, y consideramos que su administración de riesgo es generalmente prudente como lo demuestra su enfoque en la reducción de deuda y en la generación de flujo de efectivo. Por otro lado, consideramos que ARA tiene flexibilidad suficiente para absorber eventos de alto impacto y baja probabilidad sin necesidad alta de refinanciar.

Principales fuentes de liquidez:

- MXN1,762 millones de efectivo y equivalentes al 31 de marzo de 2017 (sin considerar el efectivo restringido).
- Líneas comprometidas disponibles con la Sociedad Hipotecaria Federal S.N.C. (SHF; mxAAA/Estable/mxA-1+) y otras instituciones financieras por un total de MXN1,220 millones con un vencimiento mayor a 12 meses, y
- FFO esperado de aproximadamente MXN930 millones para los próximos 12 meses.

Principales usos de liquidez en los próximos 12 meses:

- Vencimientos de deuda por MXN1,011 millones al 31 de marzo 2017.
- Requerimientos de capital de trabajo por aproximadamente MXN685 millones.
- Gastos de inversión (capex) de MXN55 millones, y
- Pago de dividendos por alrededor de MXN111 millones.

Asimismo, incorporamos en nuestro análisis el hecho de que ARA mantendrá en los siguientes 12 meses un margen de maniobra suficiente en sus restricciones financieras (*covenants*) establecidos en su contrato de crédito sindicado, incluso si el EBITDA disminuye 30%.

## Perspectiva

La perspectiva positiva de ARA sigue reflejando nuestra opinión de que, a pesar de un entorno macroeconómico más desafiante en México, la compañía podría alcanzar una tasa de crecimiento cercana a 7%, sin afectar sus niveles de rentabilidad y sin incurrir en endeudamiento adicional, por lo que los índices de deuda a EBITDA y de FFO a deuda se mantendrían por debajo a de 1.5x y superior al 60%, respectivamente, en los próximos 12 meses.

### **Escenario positivo**

Podríamos subir la calificación de ARA en los próximos 12 meses en un nivel (*notch*) si su tendencia operativa y financiera se mantiene a pesar de las condiciones macroeconómicas adversas para la industria, incluyendo un crecimiento más lento del PIB, tasas de inflación más altas y aumentos adicionales de tasas de interés durante el año. Específicamente, subiríamos la calificación si la empresa mantiene su generación de flujo operativo libre positiva, junto con una deuda a EBITDA por debajo a de 1.5x y FFO a deuda superior al 60%.

### **Escenario negativo**

Revisaríamos la perspectiva de nuevo a estable dentro de los próximos 12 meses si ARA no mantiene sus indicadores crediticios sanos y una generación de FOCF en línea con nuestras expectativas, lo que podría darse como resultado de una desaceleración del crecimiento de la industria debido al contexto macroeconómico más desafiante en México, que afectaría sus ingresos y su rentabilidad, o si la empresa adopta una estrategia de financiamiento y pago de dividendos agresivos. Este escenario podría dar como resultado una generación de flujo discrecional inferior a lo esperado, traduciéndose en un indicador de deuda a EBITDA por arriba de 1.5x y un FFO a deuda por debajo del 60%.

## Resumen de las calificaciones

Consortio ARA, S.A.B. de C.V.

Calificación de riesgo crediticio	
Escala Nacional	mxA/Positiva/--
Riesgo del negocio	Razonable
Riesgo país	Moderadamente elevado
Riesgo de la industria	Moderadamente elevado
Posición competitiva	Razonable
Riesgo financiero	Intermedio
Flujo de efectivo/apalancamiento	Intermedio
Modificadores	
Efecto de diversificación/carera	Neutral (sin impacto)
Estructura de capital	Neutral (sin impacto)
Liquidez	Adecuada (sin impacto)
Política financiera	Neutral (sin impacto)
Administración y gobierno corporativo	Razonable (sin impacto)
Análisis comparativo de calificación	Negativo (-1 notch)

## Criterios y Artículos Relacionados

### Criterios

- [Tablas de correlación de escalas nacionales y regionales de S&P Global Ratings](#), 1 de junio de 2016.
- [Metodología de Calificaciones de Grupo](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos](#), 16 de diciembre de 2014.
- [Factores Crediticios Clave para la Industria de Desarrolladores Inmobiliarios y de Vivienda](#), 3 de febrero de 2014.
- [Metodología: Riesgo de la industria](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas y aseguradoras](#), 13 de noviembre de 2012.
- [Criterios para calificar empresas 2008: Calificación de emisiones](#), 15 de abril de 2008.
- [Calificaciones crediticias en escala nacional y regional](#), 22 de septiembre de 2014.
- [Uso del listado de Revisión Especial \(CreditWatch\) y Perspectivas](#), 14 de septiembre de 2009.

## Artículos Relacionados

- [Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia](#), 16 de junio de 2016.
- [MÉXICO - Definiciones de calificación en Escala CaVal \(Nacional\)](#), 20 de noviembre de 2014.
- [Revisión del sector: Será un año complicado pero los desarrolladores de vivienda en México sortearán los riesgos de corto plazo](#), 20 de febrero de 2017.
- [Standard & Poor's revisa perspectiva de Consorcio ARA a positiva de estable; confirma calificación de 'mxA'](#), 25 de mayo de 2016.

*Algunos términos utilizados en este reporte, en particular algunos adjetivos usados para expresar nuestra opinión sobre factores de calificación importantes, tienen significados específicos que se les atribuyen en nuestros criterios y, por lo tanto, se deben leer junto con los mismos. Para obtener mayor información vea nuestros Criterios de Calificación en [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx)*

## INFORMACIÓN REGULATORIA ADICIONAL

1) Información financiera al 31 de marzo de 2017.

2) La calificación se basa en información proporcionada a S&P Global Ratings por el emisor y/o sus agentes y asesores. Tal información puede incluir, entre otras, según las características de la transacción, valor o entidad calificados, la siguiente: términos y condiciones de la emisión, prospecto de colocación, estados financieros anuales auditados y trimestrales, estadísticas operativas –en su caso, incluyendo también aquellas de las compañías controladoras-, información prospectiva –por ejemplo, proyecciones financieras-, informes anuales, información sobre las características del mercado, información legal relacionada, información proveniente de las entrevistas con la dirección e información de otras fuentes externas, por ejemplo, CNBV, Bolsa Mexicana de Valores.

La calificación se basa en información proporcionada con anterioridad a la fecha de este comunicado de prensa; consecuentemente, cualquier cambio en tal información o información adicional, podría resultar en una modificación de la calificación citada.

Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadoradora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello. S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

*S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.cl](http://www.standardandpoors.cl) [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) (gratuitos) y en [www.ratingdirect.com](http://www.ratingdirect.com) y [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).*

S&P Global Ratings S.A. de C.V., Av. Javier Barros Sierra No. 540, Torre II, PH2, Col. Lomas de Santa Fe, C.P. 01210 Ciudad de México.