

S&P Global Ratings sube calificaciones de Consorcio ARA a 'mxA+' de 'mxA' por sólido desempeño operativo y financiero; la perspectiva es estable

Contactos analíticos:

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

Laura Martinez, Ciudad de México 52 (55) 5081-4425; laura.martinez@spglobal.com

Resumen

- La desarrolladora de vivienda mexicana, ARA, ha mantenido un desempeño operativo y financiero sólido, a pesar de un entorno macroeconómico más desafiante en México, tendencia que esperamos se mantenga en los próximos 12 meses, lo que refleja la flexibilidad de su modelo de negocio y su prudente política financiera.
- Subimos nuestras calificaciones crediticia de emisor y de deuda de largo plazo en escala nacional a 'mxA+' de 'mxA' de ARA.
- La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que ARA continúe reportando un crecimiento sostenido de sus ingresos, y márgenes de EBITDA estables en los próximos 12 meses, al tiempo que mantiene su solidez financiera y un uso moderado de deuda para financiar la adquisición de reserva territorial adicional y una política prudente de pago de dividendos, lo que debería reflejarse en un índice de deuda a EBITDA por debajo de 1.5 veces (x), aunado a una liquidez fuerte de manera consistente.

Acción de Calificación

Ciudad de México, 4 de mayo de 2018.- S&P Global Ratings subió hoy su calificación crediticia de emisor de largo plazo en escala nacional –CaVal– a 'mxA+' de 'mxA' de Consorcio ARA, S.A.B. de C.V. (ARA). La perspectiva es estable.

También subimos nuestra calificación de deuda de largo plazo en escala nacional a 'mxA+' de 'mxA' de la emisión de certificados bursátiles quirografarios de largo plazo con clave de pizarra ARA 17. Nuestra calificación de recuperación sobre esta emisión (con un monto actual de \$1,350 millones de pesos mexicanos [MXN]) se mantiene sin cambio en '3'. La calificación de recuperación de '3' indica que los tenedores de los certificados pueden esperar una recuperación significativa (50% a 90%, estimación redondeada de 65%) en caso de incumplimiento de pago.

Fundamento

En los últimos años, ARA ha construido un historial de un sólido desempeño operativo y financiero, aun a pesar de un entorno macroeconómico más desafiante, aunado a los retos que ha enfrentado la industria de la vivienda en México, incluyendo recortes importantes en los subsidios por parte del gobierno en los últimos dos años. La empresa ha demostrado flexibilidad en su modelo de negocio y la capacidad de adaptar su oferta de productos a las condiciones de mercado. Asimismo, en los últimos 12 meses, ARA ha logrado mantener una trayectoria de crecimiento sostenible en sus ingresos, márgenes de EBITDA estables y una consistente generación de flujo operativo libre positivo, lo que le ha permitido fortalecer su posición de liquidez, con indicadores financieros sólidos y deuda neta históricamente baja, que se refleja en un índice de deuda neta a EBITDA negativo.

Nuestro escenario base actualizado considera que ARA mantendrá su sólida trayectoria de crecimiento en 2018, al tiempo que mantiene su enfoque en la rentabilidad, respaldado por una mezcla de productos óptima y su integración vertical. Además, consideramos que pese a una mayor inversión esperada en reserva territorial este año, 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 seguir reflejándose en indicadores financieros sólidos con un índice de deuda a EBITDA y de fondos operativos (FFO, por sus siglas en inglés) similares a los niveles actuales, es decir por debajo a 1.5x 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 debería derivar en un flujo discrecional (DCF, por sus siglas en inglés) positivo en 2018 y ligeramente negativo en 2019.

Adicionalmente, nuestro escenario base considera los siguientes supuestos:

- Crecimiento del producto interno bruto (PIB) y un índice de precios al consumidor (IPC) en México, de alrededor de 2.4% y 4.1% en 2018 y de 2.5% y 3.2%, respectivamente, en 2019.
- Presupuesto para los subsidios de vivienda que otorga el gobierno federal en México de alrededor de MXN6,628 millones en 2018 y 2019, lo que representa un incremento de cerca del 44% comparado con 2017.
- Crecimiento de los ingresos de alrededor de 6% en 2018 y de 5.5% en 2019, lo cual está respaldado por un aumento en el porcentaje de unidades tituladas del 2.0%, lo que equivale a alrededor de 11,600 en 2018, y de 2.6% a 11,900 en 2019, junto con un incremento en los precios promedio de venta en línea con nuestra expectativa de la inflación.
- Incremento moderado en los precios de los 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 por alrededor de MXN580 millones en 2018 y MXN770 millones en 2019, lo que refleja principalmente la adquisición de reserva territorial.
- Pago de dividendos entre el 20% y 25% respecto a la utilidad neta del año anterior en 2018 y 2019, y
- Nivel de deuda reportada en niveles de alrededor de MXN2,300 millones en los siguientes dos años.

Con base en estos supuestos, esperamos los siguientes indicadores crediticios para 2018 y 2019:

- Margen de EBITDA de aproximadamente 15%.
- Deuda ajustada a EBITDA consistentemente por debajo de 1.5x.
- FFO a deuda consistentemente por encima de 60%, y
- DCF a deuda ajustada de aproximadamente 24% y ligeramente negativo para cada año.

El nivel de calificación de ARA también refleja su posición líder en términos de ingresos en la industria de la construcción de vivienda en México, la cual consideramos como altamente fragmentada y competitiva. La compañía también cuenta con una mezcla de productos óptima, con flexibilidad para aprovechar el subsidio del gobierno federal mexicano a la vivienda (estimado en MXN6,628 millones para 2018), pero con una dependencia limitada a este (6.5% en 2017 contra 26.5% en 2016). En los próximos años, esperamos que ARA mantenga su participación en el segmento medio y residencial en alrededor del 60% de sus ingresos, gracias a la ubicación, calidad, y sostenibilidad de sus desarrollos, beneficiándose de los fundamentales favorables de la industria, lo que permitirá mantener estabilidad en sus márgenes operativos. Además, consideramos que ARA tiene un reconocimiento de marca y diversificación geográfica fuertes con operaciones en 16 estados del país. En nuestra opinión, su reserva territorial está estratégicamente ubicada, aunque consideramos que su nivel de inventarios de tierra es alto comparado con otros participantes de la industria en México —con aproximadamente 12 años de reserva (equivalentes a aproximadamente 133,981 unidades a finales de marzo de 2017) —, lo que tiene cierto impacto en su eficiencia operativa y ciclo de capital de trabajo. Asimismo, prevemos que los márgenes de EBITDA de la empresa continuarán manteniéndose en el área del 15% en los siguientes 12 a 24 meses, respaldado por su alto nivel de integración vertical, ya que ARA cuenta con varias plantas de concreto.

Sin embargo, el nivel de calificación de ARA aún sigue reflejando ciertos riesgos inherentes a la industria de la vivienda que podrían generar cierta volatilidad en su desempeño operativo y financiero.

Liquidez

Revisamos nuestra evaluación de liquidez de ARA a fuerte de adecuada, porque esperamos que sus fuentes de liquidez superen sus usos en más de 1.5x durante los próximos 12 meses y que esta relación se mantenga mayor a 1.0x en los siguientes 12 meses. En nuestra opinión, la compañía tiene suficiente flexibilidad para absorber eventos de alto impacto y baja probabilidad, sin tener que refinanciar su deuda gracias su alto nivel de efectivo y líneas de crédito comprometidas disponibles. Además, consideramos que ARA mantiene una fuerte relación con diversos bancos y que mantiene una prudente administración de riesgos, en general. También incorporamos en nuestro análisis de liquidez que la empresa cuenta con un cómodo perfil de vencimientos de deuda, y su efectivo disponible, al 31 de marzo de 2018, excedía su deuda total.

Principales fuentes de liquidez:

- MXN2,152 millones de efectivo y equivalentes al 31 de marzo de 2018.
- Líneas de crédito comprometidas y disponibles con la Sociedad Hipotecaria Federal S.N.C. (SHF; mxAAA/Estable/mxA-1+) por MXN904 millones al 31 de marzo de 2018.
- FFO esperado para los siguientes 12 meses por aproximadamente MXN1,075 millones.

Principales usos de liquidez en los próximos 12 meses:

- Vencimientos de deuda de corto plazo por MXN472 millones al 31 de marzo de 2018.
- Requerimientos de capital de trabajo por aproximadamente MXN630 millones.
- Gastos de inversión de MXN171 millones, y
- Pago de dividendos por alrededor de MXN182 millones.

Cabe señalar que esperamos que ARA siga cumpliendo con sus restricciones financieras (*covenants*) bajo su crédito sindicado y sus notas en los próximos 12 meses con un margen de maniobra por encima del 30%.

Perspectiva

La perspectiva estable refleja nuestra opinión de que ARA continuará reportando un crecimiento sostenido en ingresos y márgenes de EBITDA estables en el área del 15%, en los próximos 12 meses, impulsado por la flexibilidad de su modelo de negocio hacia su oferta de productos, una demanda sostenida de vivienda en el mercado en México, y una amplia oferta de crédito hipotecario.

Adicionalmente, esperamos que ARA mantenga su solidez financiera y su política financiera prudente en relación al uso de deuda para financiar la adquisición de reserva territorial y una política prudente de pago de dividendos, lo que debería reflejarse en una generación de flujo operativo libre positivo, en un índice de deuda a EBITDA por debajo de 1.5x, aunado a una liquidez fuerte.

Escenario positivo

Podríamos tomar una acción positiva de calificación sobre ARA en los siguientes 12 a 18 meses, una vez que tengamos mayor información y certeza sobre la continuidad de la política nacional de vivienda bajo la administración del próximo gobierno federal, aunado a que la empresa mantenga su sólido desempeño operativo y financiero, incluyendo un índice de deuda a EBITDA por debajo a 1.5x y una liquidez sólida.

Escenario negativo

Podríamos tomar una acción negativa de calificación sobre ARA en los próximos 12 meses si sus indicadores crediticios se deterioran significativamente con un índice de deuda a EBITDA que tienda a las 2.0x de manera consistente. Lo anterior podría derivar de un escenario en el que los ingresos de la compañía se contrajeran de manera significativa, junto con una rentabilidad menor a lo esperado que genere un margen de EBITDA por debajo a 5%, o si la compañía adopta una estrategia de financiamiento más agresiva para impulsar su estrategia de crecimiento.

Síntesis de los factores de calificación

Consortio ARA, S.A.B de C.V.	
Calificación crediticia de emisor	
Escala Nacional	mxA+/Estable/--
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/cartera	Neutral (sin impacto)
Estructura de capital	Neutral (sin impacto)
Liquidez	Fuerte (sin impacto)
Política financiera	Neutral (sin impacto)
Administración y gobierno corporativo	Razonable (sin impacto)
Análisis comparativo de calificación	Negativo (-1 notch)

Análisis de Recuperación

Factores analíticos clave

- La calificación en escala nacional de la emisión de los certificados bursátiles ARA 17 es 'mxA+'. La calificación de recuperación es '3', que indica nuestra expectativa de una recuperación significativa (50% a 90%, estimación redondeada 65%) para los tenedores de los certificados bursátiles en caso de incumplimiento de pago. La calificación de recuperación está limitada a '3' por la jurisdicción de México que consideramos menos favorable para los acreedores durante regímenes de insolvencia o de quiebra y por el hecho de que los certificados bursátiles no son garantizados.
- Nuestro escenario simulado contempla un incumplimiento en 2022 que se detonaría por un descenso en los ingresos y una contracción en los márgenes brutos y de EBITDA de la compañía. Al mismo tiempo, asumimos que la empresa continuaría invirtiendo en las obras en proceso hasta que consuma todo su efectivo. El detonante de esta situación se derivaría de una desaceleración inesperada en la generación de hipotecas que financia la banca comercial, el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit; escala global, monedas extranjera y local: BBB+/Estable/A-2; 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+).
- Valuamos a ARA utilizando un enfoque discreto de valuación de activos, asumiendo un proceso de liquidación en caso de incumplimiento o de procedimiento de insolvencia. Los activos primarios de la empresa son sus inventarios (incluyendo los inventarios terminados, obra en proceso y la reserva de tierra) y sus cuentas por cobrar. Por lo tanto, aplicamos un recorte sobre los inventarios y las cuentas por cobrar en el punto de incumplimiento, asumiendo que una liquidación inmediata implicaría su venta a un descuento significativo. En el punto de incumplimiento, estimamos un valor bruto de la empresa de unos MXN10,140 millones.

Supuestos de incumplimiento simulado

- Año de incumplimiento simulado: 2022
- Jurisdicción: México

Cascada simplificada

- Valor bruto de la empresa en incumplimiento: MXN10,140 millones
- Costos administrativos: MXN500 millones
- Valor neto de la empresa en incumplimiento: MXN9,640 millones
- Pasivos prioritarios*: MXN705 millones
- Deuda que tiene prioridad contractual o estructural a los acreedores de las notas senior no garantizadas**: MXN1,309 millones, asumiendo que el 85% de las líneas comprometidas disponibles, sean dispuestas en el punto de incumplimiento.
- Valor de la garantía disponible para los acreedores senior no garantizados: MXN7,626 millones
- Certificados bursátiles**: MXN835 millones
- Expectativas de recuperación***: 50%-90% (estimación redondeada de 65%).

* Los pasivos prioritarios incluyen proveedores y otras cuentas por pagar, impuestos por pagar, y los beneficios a empleados.

** Todos los montos de deuda incluyen seis meses de prepetición de intereses.

*** Redondeado al 5% más cercano.

DETALLE DE LA CALIFICACIÓN

CLAVE DE PIZARRA	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
ARA 17	mxA+	mxA

Criterios y Artículos Relacionados

Criterios

- [Uso del listado de Revisión Especial \(CreditWatch\) y Perspectivas](#), 14 de septiembre de 2009.
- [Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos](#), 16 de diciembre de 2014.
- [Metodología para aplicar calificaciones de recuperación a emisiones calificadas en escala nacional](#), 22 de septiembre de 2014.
- [Factores Crediticios Clave para la Industria de Desarrolladores Inmobiliarios y de Vivienda](#), 3 de febrero de 2014.
- [Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología: Riesgo de la industria](#), 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.
- [Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Calificaciones crediticias en escala nacional y regional](#), 22 de septiembre de 2014.
- [Tablas de correlación de escalas nacionales y regionales de S&P Global Ratings](#), 14 de agosto de 2017.
- [Criterios de calificaciones de recuperación \(recupero\) para emisores corporativos de grado especulativo](#), 7 de diciembre de 2016.
- [Metodología: Evaluaciones para clasificar jurisdicciones](#), 20 de enero de 2016.
- [Metodología de calificaciones de grupo](#), 19 de noviembre de 2013.

Artículos Relacionados

- [Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia.](#)
- [MÉXICO - Definiciones de calificación en Escala CaVal \(Nacional\).](#)
- [Terminación del TLCAN podría amenazar la calidad crediticia del sector corporativo mexicano, pero no comprometerla](#), 14 de noviembre de 2017.
- [¿Podría la potencial terminación del TLCAN afectar la economía de México y sus sectores corporativo y financiero?](#), 14 de noviembre de 2017.
- [Condiciones crediticias: América Latina marzo 2018 - Riesgo político podría empañar el impacto de la recuperación económica mundial](#), 28 de marzo de 2018.
- [S&P Global Ratings asigna calificación de 'mxA' a las emisiones de certificados bursátiles propuestas por hasta MXN2,000 millones de Consorcio ARA](#), 19 de octubre de 2017.
- [S&P Global Ratings confirma calificación de 'mxA' de Consorcio ARA; la perspectiva se mantiene positiva](#), 29 de mayo de 2017.

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

INFORMACIÓN REGULATORIA ADICIONAL

1) Información financiera al 31 de marzo de 2018.

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 © 2018 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, www.standardandpoors.com.mx, www.standardandpoors.com.ar, www.standardandpoors.cl www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingdirect.com y 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.

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.