

A NRSRO Rating*

Calificación

ARA LP HR AA-
ARA CP HR1

Perspectiva Estable

Contactos

Carolina Riesgo
Analista de Corporativos
carolina.riesgo@hrratings.com

José Luis Cano
Director Ejecutivo de Deuda Corporativa / ABS
joseluis.cano@hrratings.com

Evolución de la Calificación Crediticia



Definición

La calificación de largo plazo en escala local que determina HR Ratings para Consortio ARA es de HR AA- con Perspectiva Estable. El Emisor o Emisión con esta calificación se considera con alta calidad crediticia y ofrece gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantiene muy bajo riesgo crediticio bajo escenarios económicos adversos. El signo negativo “-” representa una posición de debilidad relativa dentro de la misma escala de calificación.

La calificación de corto plazo (CP), en escala local, que determina HR Ratings para ARA es de HR1. El Emisor o Emisión con esta calificación ofrece alta capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantiene el más bajo riesgo crediticio.

HR Ratings revisó al alza la calificación HR A+ a HR AA- y de HR2 a HR1 para Consortio Ara; asimismo, modificó la Perspectiva de Positiva a Estable.

La revisión al alza de la calificación y el cambio de Perspectiva de Positiva a Estable se debe a la mejora observada de los principales indicadores respecto a nuestros escenarios de la revisión anterior, dentro de los cuales destaca una Deuda Neta negativa, una estructura de deuda adecuada a su tipo de negocio, con el 19.0% a corto plazo, y un mayor nivel de cobertura de deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) alcanzando 1.0 veces (x) y 2.8x, si consideramos la caja en los últimos doce meses (UDM) al tercer trimestre de 2018 (3T18). Esto fue consecuencia del avance en los resultados operativos de la Empresa, que mostraron un EBITDA¹ superior en 18.4% al año anterior y 3.1% al esperado en nuestro escenario base. Esto se dio, principalmente, por una mayor mezcla de vivienda hacia el sector de interés social, así como por un adecuado control de costos y eficiencia en las operaciones, al tener completamente integrado su proceso de desarrollo de viviendas (desde la adquisición del terreno hasta la construcción y venta de cada proyecto habitacional). Estas mejoras permitieron a Consortio ARA absorber los incrementos en el costo de sus principales insumos durante el último año. Asimismo, se observó un avance en el Capital de Trabajo como consecuencia de un mejor ciclo de capital, debido a la madurez que tienen la mayoría de los desarrollos, dando como resultado una generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) por arriba de los resultados del año anterior y de nuestro escenario base. Aun con el escenario incierto que hoy se presenta en el sector, consideramos que la Empresa tiene una sólida estructura corporativa, operativa y financiera, que sumado a una reserva territorial consolidada y diversificada, le permitirán a Consortio Ara mantener su riesgo crediticio dentro de los niveles de la calificación otorgada en los siguientes periodos, lo que se considera dentro de nuestros escenarios.

Supuestos y Resultados ⁽¹⁾	UDM					Escenario Base				Escenario de Estrés			
	3T17	3T18	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2018P	2019P	2020P	2021P
Ventas	8,115	8,405	6,844	7,632	8,348	8,655	9,072	9,549	9,996	8,294	8,039	8,028	8,185
Viviendas Escrituradas	11,307	11,833	11,904	11,988	11,357	12,163	11,798	11,916	11,797	11,584	10,426	10,113	9,810
Precio Promedio por Vivienda (miles)	691	683	559	607	717	693	749	782	828	696	749	771	810
Margen EBITDA	11.8%	13.5%	12.4%	12.7%	12.8%	12.5%	12.1%	12.3%	12.4%	11.3%	10.8%	11.0%	11.0%
Margen EBITDA Ajustado ⁽²⁾	13.8%	15.6%	14.3%	14.6%	14.7%	14.6%	13.9%	14.0%	13.7%	13.4%	12.8%	13.1%	12.6%
EBITDA	959	1,136	848	971	1,072	1,085	1,099	1,171	1,236	938	871	886	898
Flujo Libre de Efectivo *	1,369	1,335	320	842	1,017	691	481	714	590	83	206	198	98
CAPEX	176	303	69	192	159	60	76	82	85	208	118	139	126
Deuda Total	2,565	2,549	2,353	2,634	2,315	2,433	2,088	1,941	935	2,433	2,388	2,091	1,235
Deuda Neta	371	(268)	949	900	80	(242)	(426)	(633)	(827)	420	375	372	370
Años de Pago (DN / EBITDA)	0.4	(0.2)	1.1	0.9	0.1	(0.2)	(0.4)	(0.5)	(0.7)	0.4	0.4	0.4	0.4
Años de Pago (DN / FLE)	0.3	(0.2)	3.0	1.1	0.1	(0.4)	(0.9)	(0.9)	(1.4)	5.0	1.8	1.9	3.8
DSCR ***	1.4x	1.0x	0.6x	1.1x	1.3x	0.8x	1.5x	1.6x	0.6x	0.1x	0.6x	0.3x	0.1x
DSCR con caja inicial	3.3x	2.8x	2.6x	3.1x	3.5x	3.4x	10.1x	7.5x	3.3x	2.5x	6.8x	3.8x	1.6x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T18.
^{*}Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Actividades de Operación - Capex de Mantenimiento (Depreciación) + Diferencia en Cambios + Dividendos Cobrados.
^{**}Cobertura del Servicio de la Deuda = FLE / Servicio de la Deuda (Intereses Netos + Amortizaciones de Principal).
^{***}Cifras en millones de pesos mexicanos.
⁽¹⁾El Margen EBITDA Ajustado no considera el impacto por intereses capitalizados dentro del costo de ventas.

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación

- **Deuda Neta negativa y sana estructura.** La Deuda Neta al 3T18 fue de -P\$268 millones (m) (vs. P\$371m al 3T17), con una Razón de Años de Pago de Deuda Neta a FLE de -0.2 años (vs. 0.3 años al 3T17), reflejando una fortaleza en la capacidad de pago de la Empresa. Asimismo, después de la emisión ARA 17, que vence en 2022, la deuda a largo plazo, como porcentaje del total, pasó de 58.0% en 3T17 a 81.0% en 3T18, lo que redujo la presión sobre la liquidez de la Empresa.
- **Crecimiento en Resultados Operativos.** Al 3T18, el EBITDA creció 18.4%, con un monto de P\$1,136m (vs. P\$959m al 3T17) por un mayor nivel de escrituraciones en el segmento de interés social, donde tradicionalmente este tipo de vivienda tiene una estable rentabilidad, dada la alta integración vertical que tiene Consortio Ara en sus operaciones. Para el periodo de 2018-2021, se espera un cambio gradual en la mezcla de vivienda, con un enfoque en el segmento medio-residencial, que implicaría un mayor nivel en el precio promedio de venta, lo que reflejaría un deterioro temporal por la edificación de vivienda vertical.
- **Estabilidad en la generación de FLE.** La generación de FLE cerró en niveles de P\$1,335m (vs. P\$1,369m al 3T17) gracias a una mejora en la rentabilidad y a una eficiente administración en las cuentas del capital de trabajo. Se espera que el FLE mantenga una tendencia estable, generando una adecuada capacidad para hacer frente a las necesidades operativas de Consortio Ara.
- **Estabilidad en la diversificación territorial.** Parte de la estrategia de ARA es diversificar sus actividades a través de la realización de desarrollos en las diferentes regiones del país. Con base en la reserva territorial actual y considerando que mantienen un promedio de 10 años para la construcción de proyectos inmobiliarios, se estima que la mezcla de vivienda, así como la participación de mercado, continúen con un enfoque similar.
- **Estrategia Operativa.** La Empresa mantiene una integración vertical, principalmente por la operación de COMACI (Concreto, Maquinaria y Cimbra), lo que permite un mayor control en los costos por los principales insumos, tiempos de construcción y, por lo tanto, en la etapa de entrega de viviendas.

¹ Utilidad Antes de costo de Financiamientos, Impuestos, Depreciación y Amortización (UAFIDA y/o EBITDA por sus siglas en inglés)

Principales Factores Considerados

Consorcio ARA, S.A.B. de C.V. (Consorcio Ara y/o Ara y/o la Empresa) es una empresa con inicios en 1977, que se dedica a la construcción y comercialización de vivienda de interés social, tipo medio y residencial, así como a la edificación y arrendamiento de centros comerciales, en México. Cuenta con más de 41 años de experiencia, en los que han vendido más de 355 mil casas. Actualmente, cuenta con 48 distintos desarrollos abarcando 16 estados de la República Mexicana, y una reserva territorial al 3T18 para edificar más de 131 mil viviendas (aproximadamente 10 años) en 18 estados del país.

La revisión al alza en la calificación de Consorcio Ara se basa en la robusta generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) observado, a través de una adecuada administración en el capital de trabajo y por una mejora en la rentabilidad operativa de la Empresa, con un crecimiento de 18.4% en el nivel de EBITDA en los UDM al 3T18, en comparación con el 3T17. Estos resultados contribuyeron a un fuerte incremento en el nivel de efectivo generado por la operación de Consorcio Ara, lo que resultó en una deuda neta de -P\$268m (vs. P\$371m al 3T17) y una Razón de Años de Pago de Deuda Neta a FLE (DN / FLE) de -0.2 años al 3T18 (vs. 0.3 años al 3T17) y Deuda Neta a EBITDA (DN / EBITDA) de -0.2 años al 3T18 (vs. 0.4 años al 3T17). Asimismo, se estima que esta tendencia continúe en los siguientes periodos, a través una sólida operación que se refleje en los resultados de Consorcio Ara.

Con respecto a la evolución en los ingresos totales durante los UDM al 3T18, el crecimiento fue de 3.6% con montos de P\$8,405m (vs. P\$8,115m al 3T17). Lo anterior resultó de una mezcla de ventas para el segmento social de 42.6% (vs. 33.6% al 3T17), para el segmento medio de 26.8% (vs. 29.4% al 3T17) y para el segmento residencial de 27.9% (vs. 33.5% al 3T17). Esto, reflejó un mayor nivel de escrituraciones de la vivienda social, sumado al efecto por subsidios otorgados en el año en curso. Como parte de este efecto, el precio promedio presentó una disminución de 1.2% con cifras de P\$683 miles al 3T18 (vs. P\$691 al 3T17). Cabe mencionar que, para los siguientes periodos se espera una tendencia creciente en las ventas por vivienda media-residencial, debido al inicio de escrituraciones por aproximadamente once desarrollos destinados a un nivel socioeconómico más alto, lo que lograría un efecto positivo en el precio promedio de venta.

Asimismo, se considera que la Empresa continúe con un enfoque geográfico similar al observado, en donde el principal objetivo es generar experiencia y crecimiento en las plazas de mayor demanda de producto y crecimiento poblacional. Por lo que, al 3T18 la reserva territorial se encuentra en su mayoría para los estados de Quintana Roo, Estado de México, Jalisco, Baja California, Nuevo León, Guanajuato e Hidalgo. Un factor importante es que la reserva territorial de Consorcio Ara presenta un promedio de 10 años para la construcción de desarrollos, considerando la sana diversificación geográfica y la mezcla de vivienda en dichas reservas.

En cuanto a la generación de EBITDA de los UDM, el crecimiento fue de 18.4%, con montos de P\$1,136m (vs. P\$959m al 3T17). Esta tendencia se explica a través de mayores ingresos obtenidos y por una eficiente operación, al mantener un nivel de costos consistente con las diferentes fases de construcción de la cartera de desarrollos en cada uno de los segmentos de negocio. Asimismo, Ara cuenta con un área específica de COMACI, la cual está dirigida al manejo de 15 plantas de concreto premezclado, ubicadas conforme al avance de obra de los desarrollos. Esto, permite un mayor control en los tiempos de construcción y en los costos de los principales insumos como el concreto.

Sumado a esto, el margen EBITDA alcanzó 13.5% al 3T18 (vs. 11.8% al 3T17) y el margen EBITDA Ajustado fue de 15.6% (vs. 13.8% al 3T17). El EBITDA Ajustado contempla el impacto de los intereses capitalizados que se calculan dentro del costo de venta de cada desarrollo.

Con respecto al Flujo Libre de Efectivo observado en los UDM, este mostró un decremento de 2.5%, tras alcanzar montos de P\$1,335m al 3T18 (vs. P\$1,369m al 3T17). Como resultado de los niveles operativos observados, y por una adecuada administración del capital de trabajo, principalmente por el efecto en la rotación de los inventarios correspondientes al avance de obra y terminación de los desarrollos, así como por el efecto a través de la inversión en terrenos y los requerimientos de insumos para las obras en proceso. De igual forma, la integración vertical que mantiene Ara permite el control y una menor presión en los tiempos de construcción y por lo tanto en la escrituración y venta de viviendas. En línea con lo anterior, los niveles de efectivo observados sustentan la capacidad de pago a las obligaciones de deuda, considerando que la Empresa mantiene un enfoque conservador en cuanto a la utilización del efectivo generado. Por ende, el nivel de caja mostró un elevado comportamiento histórico, con un monto de P\$2,817m al cierre del 3T18 (vs. P\$2,193m al 3T17), lo que resultó en una deuda neta -P\$268 (vs. P\$371m al 3T17) y una razón de Deuda Neta a FLE (DN / FLE) de -0.2 años (vs. 0.3 años al 3T17). De esta forma, se espera que los niveles de FLE muestren una tendencia positiva en los próximos años, debido a una disminución en los inventarios por la construcción y escrituración de las viviendas, así como una inversión en terrenos estable, generando una menor presión en cuanto al capital de trabajo de la Empresa.

La estructura de deuda de Consorcio Ara refleja baja presión de pago en el corto plazo, considerando un 81.0% al largo plazo (vs. 58.0% al 3T17). Como consecuencia, del calendario de amortizaciones y la composición de la deuda total, la cual corresponde a la actividad operativa y al nivel de requerimientos de capital de trabajo. Actualmente la Empresa cuenta con créditos simples con y sin garantía, certificados bursátiles (ARA 17) y créditos puente. De esta manera, los créditos puente actuales, se encuentran direccionados a la finalización y escrituración de cada desarrollo, permitiendo una menor presión en cuanto a las etapas de requerimientos de capital de trabajo por la edificación vertical, considerando el tiempo que implica la construcción de las viviendas en cada segmento de operación. Con base en lo anterior, la deuda total presentó un decremento de 0.6% con P\$2,549m al 3T18 (vs. P\$2,565m al 3T17) y una Razón de Cobertura del Servicio de Deuda (DSCR) de 1.0x (vs. 1.4x al 3T17). En este sentido, se espera que para los siguientes periodos los niveles de endeudamiento se comporten de manera estable, aunado a una fuerte generación de FLE, que compense las necesidades de financiamiento para los requerimientos de capital con respecto a las principales actividades operativas de la Empresa.

Anexos – Escenario Base

Consortio Ara (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)

	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	9M17	9M18
ACTIVOS TOTALES	16,909	18,167	18,810	19,611	20,341	21,396	21,633	18,809	19,815
Activo Circulante	14,267	13,794	14,390	14,820	15,229	15,753	15,550	14,412	15,260
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,404	1,734	2,236	2,675	2,514	2,574	1,762	2,193	2,817
Cuentas por Cobrar a Clientes	464	513	781	738	794	855	906	871	671
Cuentas por Cobrar a Negocios Conjuntos	19	29	29	29	30	31	33	65	69
Inventarios	11,866	11,181	10,807	10,842	11,359	11,762	12,322	10,805	11,260
Otros ⁽¹⁾	516	336	538	535	533	530	527	478	443
Activos no Circulantes	2,641	4,373	4,420	4,791	5,112	5,643	6,083	4,397	4,555
Negocios Conjuntos ⁽²⁾	153	153	155	164	220	278	339	155	165
Propiedades de Inversión	377	643	761	761	776	776	801	684	904
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	230	221	206	213	216	238	236	209	187
Terrenos para Desarrollo	1,571	2,952	2,891	3,240	3,473	3,907	4,246	2,952	2,891
Impuestos Diferidos	59	95	108	108	108	108	108	99	104
Otros Activos LP	252	310	299	305	320	336	352	299	303
Efectivo Restringido ⁽³⁾	63	52	50	53	55	58	61	50	50
Otros Activos de LP	189	258	249	253	265	278	292	249	253
PASIVOS TOTALES	5,672	6,304	6,159	6,332	6,341	6,621	6,058	6,383	6,829
Pasivo Circulante	1,954	2,214	2,114	1,840	2,011	2,624	2,473	2,574	2,128
Pasivo con Costo	614	664	703	345	447	1,006	803	1,086	484
Proveedores	515	773	615	687	742	781	819	651	850
Otros sin Costo	825	776	795	808	822	836	851	837	793
Anticipos de Clientes	188	211	189	199	209	219	230	0	0
Impuestos	450	513	572	575	577	580	583	762	730
Otros Pasivos	187	52	34	35	36	36	37	76	63
Pasivos no Circulantes	3,718	4,090	4,045	4,492	4,330	3,998	3,585	3,809	4,701
Pasivo con Costo	1,739	1,970	1,613	2,088	1,641	935	132	1,479	2,064
Impuestos Diferidos	1,897	2,050	2,385	2,356	2,640	3,013	3,404	2,281	2,602
Otros Pasivos No Circulantes	83	70	48	48	49	49	50	48	34
CAPITAL CONTABLE	11,237	11,863	12,651	13,279	14,000	14,775	15,575	12,427	12,986
Minoritario	40	42	44	47	50	53	56	43	46
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	38	40	41	41	47	50	53	41	41
Utilidad del Ejercicio	2	3	3	6	3	3	3	2	5
Mayoritario	11,197	11,820	12,607	13,232	13,950	14,722	15,518	12,383	12,940
Capital Contribuido	646	646	645	642	579	519	455	645	642
Utilidades Acumuladas	9,551	10,054	10,671	11,372	12,123	12,910	13,735	10,773	11,372
Prima en Emisión de Acciones	349	352	352	352	352	352	352	352	352
Reserva para la Adquisición de Acciones Propias	53	36	24	(34)	(34)	(34)	(34)	29	(34)
Utilidad del Ejercicio	597	733	916	901	931	976	1,011	585	609
Deuda Total	2,353	2,634	2,315	2,433	2,088	1,941	935	2,565	2,549
Deuda Neta	949	900	80	(242)	(426)	(633)	(827)	371	(268)
Días Cuenta por Cobrar Clientes	35	27	34	28	30	30	30	32	30
Días Inventario de Materiales y Producto Terminado	849	767	651	623	642	640	639	680	651
Días por Pagar Proveedores	46	44	38	42	40	40	40	41	43

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T18.

⁽¹⁾ Acciones de club de golf, Depósitos en garantía, Impuestos por Recuperar y Anticipos a Proveedores.

⁽²⁾ Corresponde a la participación en Centro Regional Las Américas, Centro San Miguel, Centro San Francisco, Servicios Inmobiliarios Administrativo Américas, entre otras.

⁽³⁾ Fondo de Garantía del Programa de Factoraje a Proveedores en conjunto con NAFIN.

Inventario Total	11,866	11,181	10,807	10,842	11,359	11,762	12,322	10,805	11,260
Inventario de Terrenos	3,180	2,076	1,901	2,155	2,245	2,531	2,702	1,730	1,852
Inventarios Operativos	8,686	9,105	8,906	8,687	9,114	9,232	9,621	9,075	9,408
Días de Inventario Operativo	626	589	528	493	492	474	473	613	567



Credit
Rating
Agency

Consorcio ARA

Consorcio Ara, S.A.B de C.V

HR AA- HR1

Corporativos
28 de diciembre de 2018

A NRSRO Rating*

Consorcio Ara (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)									
	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	9M17	9M18
Ventas Netas	6,844	7,632	8,348	8,655	9,072	9,549	9,996	6,043	6,100
Interés Social	2,566	3,022	2,812	3,750	3,737	4,009	4,307	2,070	2,839
Interés Medio	2,808	2,160	2,393	2,305	2,342	2,585	2,493	1,751	1,607
Residencial	1,278	2,094	2,932	2,371	2,764	2,724	2,963	2,062	1,478
Otros Proyectos Inmobiliarios	192	357	210	227	229	231	233	160	176
Costo de Ventas	4,995	5,566	6,073	6,347	6,675	7,009	7,317	4,477	4,474
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	1,849	2,067	2,275	2,308	2,397	2,540	2,680	1,566	1,626
Gastos de Generales	1,001	1,095	1,203	1,223	1,298	1,369	1,443	867	863
UOPADA (EBITDA)	848	971	1,072	1,085	1,099	1,171	1,236	699	763
Depreciación y Amortización	76	69	55	55	57	60	62	42	42
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	772	902	1,017	1,030	1,042	1,111	1,174	657	721
Otros ingresos generales y (gastos) netos	6	2	11	2	4	4	4	0	(7)
Utilidad de Oper. después de otros ingresos (gastos)	778	904	1,028	1,032	1,046	1,115	1,178	657	714
Ingresos por Intereses	30	51	109	190	237	216	202	75	120
Otros Productos Financieros	0	3	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	22	33	56	51	54	43	51	34	36
Otros Gastos Financieros	0	0	2	2	0	0	0	3	2
Ingreso Financiero Neto	8	21	52	137	183	173	151	38	82
Resultado Cambiario	5	11	(5)	(8)	(2)	(2)	3	(13)	(6)
Resultado Integral de Financiamiento	13	32	47	129	181	171	154	25	75
Utilidad después del RIF	790	936	1,075	1,161	1,227	1,286	1,332	682	790
Participación en Subsid. no Consolidadas ⁽²⁾	50	74	79	84	88	93	97	61	60
Utilidad antes de Impuestos	840	1,010	1,154	1,245	1,315	1,379	1,429	743	849
Impuestos sobre la Utilidad	241	275	235	341	381	400	414	156	238
Impuestos Causados	226	158	(87)	47	97	27	24	(72)	4
Impuestos Diferidos	14	117	323	294	285	373	390	227	233
Utilidad Neta Consolidada	599	736	918	904	934	979	1,014	587	611
Participación minoritaria en la utilidad	2	3	3	3	3	3	3	2	2
Participación mayoritaria en la utilidad	597	733	916	901	931	976	1,011	585	609
<i>Cifras 12m</i>									
Cambio en Ventas (%)	10.3%	11.5%	9.4%	3.7%	4.8%	5.3%	4.7%	11.0%	20.6%
Margen Bruto	27.0%	27.1%	27.3%	26.7%	26.4%	26.6%	26.8%	26.4%	27.8%
Margen EBITDA	12.4%	12.7%	12.8%	12.5%	12.1%	12.3%	12.4%	11.8%	13.5%
Margen EBITDA Ajustado ⁽¹⁾	14.3%	14.6%	14.7%	14.6%	13.9%	14.0%	13.7%	13.8%	15.6%
Tasa de Impuestos (%)	28.6%	27.2%	20.4%	27.4%	29.0%	29.0%	29.0%	21.3%	25.2%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	29.8	34.5	40.5	40.7	42.0	40.1	42.4	38.8	44.8
Retorno sobre Capital Empleado (%)	7.2%	8.4%	9.6%	9.2%	8.7%	8.9%	9.0%	8.5%	9.7%
Tasa Pasiva	6.7%	8.2%	8.6%	8.7%	9.0%	9.2%	9.0%	8.6%	8.6%
Tasa Activa	3.1%	4.6%	7.0%	7.8%	7.5%	6.5%	6.5%	6.5%	7.5%
Intereses pagados Reportados	22	33	56	51	54	43	51	49	58
Interés Capitalizado dentro del Costo de Ventas	131	144	156	175	157	165	136	157	171
Interés Total Devengado	153	177	211	226	211	208	186	206	229

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T18.

⁽¹⁾ El Margen EBITDA Ajustado no considera el impacto por intereses capitalizados dentro del costo de ventas.

⁽²⁾ Corresponde a la participación en Centro Regional Las Américas, Centro San Miguel, Centro San Francisco, Servicios Inmobiliarios Administrativo Américas, entre otras.

Consortio Ara (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)									
	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	9M17	9M18
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	840	1,010	1,154	1,245	1,315	1,379	1,429	743	849
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Partidas sin Impacto en el Efectivo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización	76	69	55	55	57	60	62	42	42
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(50)	(74)	(79)	(84)	(88)	(93)	(97)	(61)	(60)
Intereses a Favor	(30)	(51)	(109)	(71)	(237)	(216)	(202)	(75)	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	(3)	(56)	(133)	(100)	(268)	(249)	(237)	(94)	(18)
Intereses Devengados	22	33	56	96	211	208	186	111	36
Otras Partidas de Financiamiento	0	(3)	2	2	0	0	0	3	2
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	22	30	57	98	211	208	186	114	38
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	859	985	1,077	1,243	1,258	1,339	1,379	762	869
Decremento (Incremento) en Clientes	380	(49)	(267)	43	(56)	(62)	(51)	(264)	16
Decremento (Incremento) en Inventarios	(394)	(552)	634	(385)	(749)	(838)	(899)	456	(131)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	22	272	(168)	(4)	(13)	(14)	(15)	(223)	54
Incremento (Decremento) en Proveedores	(162)	259	(158)	(71)	56	39	38	(122)	235
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(90)	(209)	100	(16)	17	17	18	62	(122)
Capital de trabajo	(244)	(280)	141	(433)	(746)	(858)	(909)	(92)	52
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(160)	(168)	(27)	(50)	(97)	(27)	(24)	83	(7)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(404)	(448)	114	(482)	(842)	(884)	(934)	(9)	45
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	455	536	1,192	761	416	454	445	753	914
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(69)	(192)	(159)	(60)	(76)	(82)	(85)	(20)	(164)
Adquisición de Negocios	(50)	(125)	(10)	14	0	0	0	(7)	14
Dividendos Cobrados	58	60	56	30	33	34	36	42	15
Intereses Cobrados	30	51	109	71	237	216	202	75	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(31)	(206)	(4)	54	194	168	153	90	(135)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	424	331	1,188	815	610	622	598	843	779
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	2,310	1,102	650	944	0	300	0	1,098	944
Financiamientos Bursátiles	0	0	1,327	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos	29	6	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(2,134)	(826)	(2,282)	(816)	(345)	(447)	(343)	(1,155)	(700)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	0	(664)	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	0	0	(14)	(10)	0	0	0	(12)	(10)
Intereses Pagados y otras partidas	(149)	(177)	(246)	(250)	(211)	(208)	(186)	(194)	(190)
Financiamiento "Ajeno"	57	104	(565)	(132)	(557)	(355)	(1,193)	(263)	43
Prima en Venta de Acciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	(4)	(15)	(13)	(61)	0	0	0	(13)	(61)
Dividendos Pagados	(85)	(100)	(111)	(180)	(150)	(143)	(152)	(111)	(180)
Financiamiento "Propio"	(89)	(115)	(124)	(241)	(212)	(204)	(215)	(124)	(241)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(32)	(11)	(689)	(373)	(769)	(559)	(1,408)	(387)	(197)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	391	320	499	442	(159)	64	(810)	457	582
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	1,076	1,467	1,787	2,286	2,728	2,569	2,632	1,787	2,286
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,467	1,787	2,286	2,728	2,569	2,632	1,822	2,243	2,867
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	(76)	(69)	(55)	(55)	(57)	(60)	(62)	(61)	(55)
Ajustes especiales ⁽¹⁾	(117)	314	(176)	(45)	90	286	171	122	8
Flujo Libre de Efectivo Ajustado	320	842	1,017	691	481	714	590	1,369	1,335
Amortización de Deuda	2,134	826	2,296	826	345	447	1,006	1,326	1,827
Revolencia automática	(1,720)	(212)	(1,632)	(123)	0	0	0	(533)	(741)
Amortización de Deuda Final	413	614	664	703	345	447	1,006	793	1,086
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	119	126	137	179	(26)	(8)	(15)	160	209
Servicio de la Deuda	532	740	801	882	319	439	991	953	1,294
DSCR	0.6	1.1	1.3	0.8	1.5	1.6	0.6	1.4	1.0
Caja Inicial Disponible	1,076	1,467	1,787	2,286	2,728	2,569	2,632	1,787	2,286
DSCR con Caja Inicial	2.6	3.1	3.5	3.4	10.1	7.5	3.3	3.3	2.8
Deuda Neta a FLE	3.0	1.1	0.1	(0.4)	(0.9)	(0.9)	(1.4)	0.3	(0.2)
Deuda Neta a EBITDA	1.1	0.9	0.1	(0.2)	(0.4)	(0.5)	(0.7)	0.4	(0.2)

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T18.

⁽¹⁾ Corresponde a terrenos en desarrollo reportado dentro del capital de trabajo como Inventario y Otros Activos.

Flujo Libre de Efectivo*	437	528	1,193	736	391	429	419	1,247	1,327
Inversión en Terrenos reportado en Capital de Trabajo	(117)	314	(176)	(45)	90	286	171	122	8
Flujo Libre de Efectivo Ajustado	320	842	1,017	691	481	714	590	1,369	1,335

* Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación + Dividendos Cobrados - Capex de Mantenimiento.

Anexos – Escenario de Estrés

Consortio Ara (Estres): Balance en Pesos Nominales (millones)									
	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	9M17	9M18
ACTIVOS TOTALES	16,909	18,167	18,810	20,041	20,599	21,155	21,221	18,809	19,815
Activo Circulante	14,267	13,794	14,390	15,234	15,325	15,382	14,947	14,412	15,260
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,404	1,734	2,236	2,013	2,013	1,719	865	2,193	2,817
Cuentas por Cobrar a Clientes	464	513	781	902	980	1,027	1,058	871	671
Cuentas por Cobrar a Negocios Conjuntos	19	29	29	29	30	31	33	65	69
Inventarios	11,866	11,181	10,807	10,972	10,985	11,287	11,675	10,805	11,260
Otros ⁽¹⁾	516	336	538	538	537	536	536	478	443
Activos no Circulantes	2,641	4,373	4,420	4,806	5,273	5,773	6,274	4,397	4,555
Negocios Conjuntos ⁽²⁾	153	153	155	153	199	248	300	155	165
Propiedades de Inversión	377	643	761	769	784	784	809	684	904
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	230	221	206	352	386	447	462	209	187
Terrenos para Desarrollo	1,571	2,952	2,891	3,120	3,476	3,850	4,243	2,952	2,891
Impuestos Diferidos	59	95	108	108	108	108	108	99	104
Otros Activos LP	252	310	299	305	320	336	352	299	303
Efectivo Restringido ⁽³⁾	63	52	50	53	55	58	61	50	50
Otros Activos de LP	189	258	249	253	265	278	292	249	253
PASIVOS TOTALES	5,672	6,304	6,159	6,924	6,891	6,857	6,340	6,383	6,829
Pasivo Circulante	1,954	2,214	2,114	1,995	2,031	2,565	2,559	2,574	2,128
Pasivo con Costo	614	664	703	345	597	1,156	1,103	1,086	484
Proveedores	515	773	615	778	603	601	622	651	850
Otros sin Costo	825	776	795	872	831	808	834	837	793
Anticipos de Clientes	188	211	189	208	198	192	211	0	0
Impuestos	450	513	572	629	597	579	585	762	730
Otros Pasivos	187	52	34	35	36	36	37	76	63
Pasivos no Circulantes	3,718	4,090	4,045	4,929	4,860	4,292	3,781	3,809	4,701
Pasivo con Costo	1,739	1,970	1,613	2,088	1,791	935	132	1,479	2,064
Impuestos Diferidos	1,897	2,050	2,385	2,793	3,020	3,308	3,600	2,281	2,602
Otros Pasivos No Circulantes	83	70	48	48	49	49	50	48	34
CAPITAL CONTABLE	11,237	11,863	12,651	13,116	13,708	14,298	14,881	12,427	12,986
Minoritario	40	42	44	46	49	51	54	43	46
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	38	40	41	41	46	49	51	41	41
Utilidad del Ejercicio	2	3	3	5	2	2	2	2	5
Mayoritario	11,197	11,820	12,607	13,070	13,659	14,247	14,828	12,383	12,940
Capital Contribuido	646	646	645	642	596	548	499	645	642
Utilidades Acumuladas	9,551	10,054	10,671	11,372	12,006	12,634	13,267	10,773	11,372
Prima en Emisión de Acciones	349	352	352	352	352	352	352	352	352
Reserva para la Adquisición de Acciones Propias	53	36	24	(34)	(34)	(34)	(34)	29	(34)
Utilidad del Ejercicio	597	733	916	739	740	748	744	585	609
Deuda Total	2,353	2,634	2,315	2,433	2,388	2,091	1,235	2,565	2,549
Deuda Neta	949	900	80	420	375	372	370	371	(268)
Días Cuenta por Cobrar Clientes	35	27	34	31	33	34	34	32	30
Días Inventario de Materiales y Producto Terminado	849	767	651	646	656	661	661	680	651
Días por Pagar Proveedores	46	44	38	45	38	38	38	41	43

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T18.

⁽¹⁾ Acciones de club de golf, Depósitos en garantía, Impuestos por Recuperar y Anticipos a Proveedores.

⁽²⁾ Corresponde a la participación en Centro Regional Las Américas, Centro San Miguel, Centro San Francisco, Servicios Inmobiliarios Administrativo Américas, entre otras.

⁽³⁾ Fondo de Garantía del Programa de Factoraje a Proveedores en conjunto con NAFIN.

Inventario Total	11,866	11,181	10,807	10,972	10,985	11,287	11,675	10,805	11,260
Inventario de Terrenos	3,180	2,076	1,901	2,003	1,974	1,947	1,854	1,730	1,852
Inventarios Operativos	8,685	9,105	8,906	8,969	9,012	9,340	9,821	9,075	9,408
Días de Inventario Operativo	626	589	528	526	540	563	581	613	567

Consorcio Ara (Estres): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	9M17	9M18
Ventas Netas	6,844	7,632	8,348	8,294	8,039	8,028	8,185	6,043	6,100
Interés Social	2,566	3,022	2,812	3,670	3,168	3,211	3,248	2,070	2,839
Interés Medio	2,808	2,160	2,393	2,182	2,431	2,584	2,576	1,751	1,607
Residencial	1,278	2,094	2,932	2,214	2,210	2,001	2,126	2,062	1,478
Otros Proyectos Inmobiliarios	192	357	210	227	230	232	234	160	176
Costo de Ventas	4,995	5,566	6,073	6,141	6,004	5,972	6,080	4,477	4,474
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	1,849	2,067	2,275	2,152	2,035	2,056	2,105	1,566	1,626
Gastos de Generales	1,001	1,095	1,203	1,214	1,164	1,169	1,206	867	863
UOPADA (EBITDA)	848	971	1,072	938	871	886	898	699	763
Depreciación y Amortización	76	69	55	55	69	77	86	42	42
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	772	902	1,017	883	802	809	812	657	721
Otros ingresos generales y (gastos) netos	6	2	11	2	2	2	2	0	(7)
Utilidad de Oper. después de otros ingresos (gastos)	778	904	1,028	885	804	811	814	657	714
Ingresos por Intereses	30	51	109	131	234	225	219	75	120
Otros Productos Financieros	0	3	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	22	33	56	51	64	57	67	34	36
Otros Gastos Financieros	0	0	2	2	0	0	0	3	2
Ingreso Financiero Neto	8	21	52	78	170	169	152	38	82
Resultado Cambiario	5	11	(5)	(7)	(1)	(1)	3	(13)	(6)
Resultado Integral de Financiamiento	13	32	47	70	168	168	156	25	75
Utilidad después del RIF	790	936	1,075	955	972	979	970	682	790
Participación en Subsid. no Consolidadas ⁽²⁾	50	74	79	70	74	78	82	61	60
Utilidad antes de Impuestos	840	1,010	1,154	1,026	1,046	1,057	1,051	743	849
Impuestos sobre la Utilidad	241	275	235	284	303	306	305	156	238
Impuestos Causados	226	158	(87)	23	76	19	13	(72)	4
Impuestos Diferidos	14	117	323	260	227	288	292	227	233
Utilidad Neta Consolidada	599	736	918	742	743	750	746	587	611
Participación minoritaria en la utilidad	2	3	3	3	2	2	2	2	2
Participación mayoritaria en la utilidad	597	733	916	739	740	748	744	585	609
<i>Cifras 12m</i>									
Cambio en Ventas (%)	10.3%	11.5%	9.4%	-0.6%	-3.1%	-0.1%	2.0%	11.0%	20.6%
Margen Bruto	27.0%	27.1%	27.3%	26.0%	25.3%	25.6%	25.7%	26.4%	27.8%
Margen EBITDA	12.4%	12.7%	12.8%	11.3%	10.8%	11.0%	11.0%	11.8%	13.5%
Margen EBITDA Ajustado ⁽¹⁾	14.3%	14.6%	14.7%	13.4%	12.8%	13.1%	12.6%	13.8%	15.6%
Tasa de Impuestos (%)	28.6%	27.2%	20.4%	27.7%	29.0%	29.0%	29.0%	21.3%	25.2%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	29.8	34.5	40.5	23.6	20.9	17.9	17.7	38.8	44.8
Retorno sobre Capital Empleado (%)	7.2%	8.4%	9.6%	7.9%	7.0%	7.0%	6.9%	8.5%	9.7%
Tasa Pasiva	6.7%	8.2%	8.6%	8.7%	9.4%	9.6%	9.4%	8.6%	8.6%
Tasa Activa	3.1%	4.6%	7.0%	5.9%	5.9%	5.4%	5.6%	6.5%	7.5%
Intereses pagados Reportados	22	33	56	51	64	57	67	49	58
Interés Capitalizado dentro del Costo de Ventas	131	144	156	175	157	165	136	157	171
Interés Total Devengado	153	177	211	226	221	222	202	206	229

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T18.

⁽¹⁾ El Margen EBITDA Ajustado no considera el impacto por intereses capitalizados dentro del costo de ventas.

⁽²⁾ Corresponde a la participación en Centro Regional Las Américas, Centro San Miguel, Centro San Francisco, Servicios Inmobiliarios Administrativo Américas, entre otras.

Consortio Ara (Estres): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)									
	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	9M17	9M18
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	840	1,010	1,154	1,026	1,046	1,057	1,051	743	849
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Partidas sin Impacto en el Efectivo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización	76	69	55	55	69	77	86	42	42
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	(50)	(74)	(79)	(70)	(74)	(78)	(82)	(61)	(60)
Intereses a Favor	(30)	(51)	(109)	(11)	(234)	(225)	(219)	(75)	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	(3)	(56)	(133)	(26)	(239)	(226)	(214)	(94)	(18)
Intereses Devengados	22	33	56	96	221	222	202	111	36
Otras Partidas de Financiamiento	0	(3)	2	2	0	0	0	3	2
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	22	30	57	98	221	222	202	114	38
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	859	985	1,077	1,098	1,029	1,052	1,039	762	869
Decremento (Incremento) en Clientes	380	(49)	(267)	(121)	(78)	(47)	(31)	(264)	16
Decremento (Incremento) en Inventarios	(394)	(552)	634	(394)	(369)	(676)	(780)	456	(131)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	22	272	(168)	(6)	(16)	(16)	(17)	(223)	54
Incremento (Decremento) en Proveedores	(162)	259	(158)	(163)	(175)	(2)	21	(122)	235
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(90)	(209)	100	(80)	(38)	(20)	29	62	(122)
Capital de trabajo	(244)	(280)	141	(763)	(675)	(761)	(779)	(92)	52
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(160)	(168)	(27)	(26)	(76)	(19)	(13)	83	(7)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(404)	(448)	114	(790)	(751)	(780)	(792)	(9)	45
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	455	536	1,192	308	277	272	247	753	914
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(69)	(192)	(159)	(208)	(118)	(139)	(126)	(20)	(164)
Adquisición de Negocios	(50)	(125)	(10)	14	0	0	0	(7)	14
Dividendos Cobrados	58	60	56	28	27	29	30	42	15
Intereses Cobrados	30	51	109	11	234	225	219	75	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(31)	(206)	(4)	(155)	143	115	123	90	(135)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	424	331	1,188	153	420	388	370	843	779
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	2,310	1,102	650	944	300	300	300	1,098	944
Financiamientos Bursátiles	0	0	1,327	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos	29	6	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(2,134)	(826)	(2,282)	(816)	(345)	(597)	(493)	(1,155)	(700)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	0	0	0	0	(664)	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	0	0	(14)	(10)	0	0	0	(12)	(10)
Intereses Pagados y otras partidas	(149)	(177)	(246)	(250)	(221)	(222)	(202)	(194)	(190)
Financiamiento "Ajeno"	57	104	(565)	(132)	(267)	(519)	(1,058)	(263)	43
Prima en Venta de Acciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	(4)	(15)	(13)	(61)	0	0	0	(13)	(61)
Dividendos Pagados	(85)	(100)	(111)	(180)	(105)	(112)	(115)	(111)	(180)
Financiamiento "Propio"	(89)	(115)	(124)	(241)	(151)	(160)	(163)	(124)	(241)
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(32)	(11)	(689)	(373)	(418)	(678)	(1,222)	(387)	(197)
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	391	320	499	(220)	3	(291)	(852)	457	582
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	1,076	1,467	1,787	2,286	2,066	2,068	1,777	1,787	2,286
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,467	1,787	2,286	2,066	2,068	1,777	926	2,243	2,867
Cifras UDM									
Capex de Mantenimiento	(76)	(69)	(55)	(55)	(69)	(77)	(86)	(61)	(55)
Ajustes especiales ⁽¹⁾	(117)	314	(176)	(197)	(30)	(26)	(93)	122	8
Flujo Libre de Efectivo Ajustado	320	842	1,017	83	206	198	98	1,369	1,335
Amortización de Deuda	2,134	826	2,296	826	345	597	1,156	1,326	1,827
Revolencia automática	(1,720)	(212)	(1,632)	(123)	0	0	0	(533)	(741)
Amortización de Deuda Final	413	614	664	703	345	597	1,156	793	1,086
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	119	126	137	239	(12)	(3)	(17)	160	209
Servicio de la Deuda	532	740	801	942	333	593	1,140	953	1,294
DSCR	0.6	1.1	1.3	0.1	0.6	0.3	0.1	1.4	1.0
Caja Inicial Disponible	1,076	1,467	1,787	2,286	2,066	2,068	1,777	1,787	2,286
DSCR con Caja Inicial	2.6	3.1	3.5	2.5	6.8	3.8	1.6	3.3	2.8
Deuda Neta a FLE	3.0	1.1	0.1	5.0	1.8	1.9	3.8	0.3	(0.2)
Deuda Neta a EBITDA	1.1	0.9	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	(0.2)

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 4T18.

⁽¹⁾ Corresponde a terrenos en desarrollo reportado dentro del capital de trabajo como Inventario y Otros Activos.



HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Roberto Ballinez

+52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadoradora:

Evaluación de Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, mayo 2014.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/es/methodology>

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

Calificación anterior	Ara CP: HR2 Ara: LP: HR A+ Perspectiva Positiva
Fecha de última acción de calificación	Ara CP: 22 de noviembre de 2017 Ara: LP: 22 de noviembre de 2017
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T11-3T18
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera anual dictaminada por Deloitte e información financiera trimestral interna.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N/A
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N/A

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadoradora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad 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 la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).