

Calificación

CADU HR A-

Perspectiva Estable

Contactos

Daniel Barjau

Analista Senior de Corporativos
daniel.barjau@hrratings.com

Humberto Patiño

Asociado Senior de Corporativos
humberto.patino@hrratings.com

José Luis Cano

Director de Deuda Corporativa / ABS
joseluis.cano@hrratings.com

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Definición

La calificación de largo plazo (LP) en escala local que determina HR Ratings para Corpovael, S.A.B. de C.V. es de HR A- con Perspectiva Estable. El Emisor o Emisión con esta calificación ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantiene bajo riesgo crediticio. El signo “-” indica una posición de debilidad relativa dentro de la escala de calificación.

HR Ratings revisó al alza la calificación de LP, en escala local, de HR BBB+ a HR A-, y modificó la Perspectiva de Positiva a Estable para CADU¹.

La revisión al alza de la calificación tiene como base la mejora en los niveles de cobertura observados y esperados, los cuales han sido resultado de la estrategia por parte de la Empresa de migrar a segmentos de vivienda con precios más altos, reflejando una mejora en los resultados operativos de la Empresa en los nueve meses de 2017 (9M17), así como en la generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE). Lo anterior en conjunto con la estructura de deuda de CADU, misma que ha mostrado una parte predominante en el largo plazo, dieron como resultado una mejora en DSCR en los últimos doce meses (UDM) al 3T17 de 1.0x (vs. 0.2x al 3T16), nivel que se proyecta se mantenga en los siguientes periodos con un promedio de 0.7x. Como referencia, la deuda ha presentado un promedio de 2012 a 2016 con 74.3% en el largo plazo, lo cual va de acuerdo con la operación de la Empresa y los largos ciclos de capital de trabajo. Asimismo, el cambio en la mezcla de viviendas ha permitido disminuir la dependencia de los subsidios, reduciendo el riesgo ante factores exógenos como los que podrían ocasionar cambios en políticas de vivienda como las vividas durante 2013. Por otro lado, las viviendas de segmento medio-residencial representan una mayor verticalidad, lo cual ha prolongado los tiempos del proceso de construcción ocasionando presiones temporales en el ciclo de capital de trabajo.

Supuestos y Resultados: (m)	9M16	9M17	2014	2015	2016	2017P	Escenario Base			Escenario de Estrés			
							2018P	2019P	2020P	2017P	2018P	2019P	2020P
Ingresos Totales	2,989	3,113	3,189	3,523	4,022	4,498	5,235	5,925	6,644	4,225	4,444	4,779	5,336
Viviendas Escrituradas	8,055	7,518	10,359	10,545	10,350	9,817	10,393	10,109	10,261	9,817	8,911	9,125	9,262
Margen EBITDA	20.0%	20.4%	15.9%	17.9%	19.3%	20.2%	20.5%	20.8%	21.0%	19.5%	17.7%	17.9%	18.2%
Margen EBITDA Ajustado ⁽¹⁾	22.6%	24.0%	19.5%	20.9%	22.5%	23.1%	23.3%	23.5%	23.6%	22.6%	20.8%	21.1%	21.3%
EBITDA	608	681	506	630	774	908	1,072	1,233	1,393	823	786	858	973
Capital de Trabajo	(1,106)	(376)	(568)	(1,079)	(1,345)	(684)	(785)	(884)	(624)	(845)	(838)	(903)	(834)
Flujo Libre de Efectivo *	100	484	293	84	267	476	460	507	920	237	162	166	345
Deuda Total	1,933	2,308	1,512	1,609	1,982	2,154	2,471	2,505	2,387	2,154	2,701	2,990	3,310
Deuda Neta	1,166	1,439	1,230	304	1,252	1,542	1,741	1,979	1,817	1,793	2,202	2,656	2,942
Años de Pago (DN / FLE 12m)	6.5	2.2	4.2	3.6	4.7	3.2	3.8	3.9	2.0	7.6	13.6	16.0	8.5
Años de Pago (DN / EBITDA 12m)	1.6	1.7	2.4	0.5	1.6	1.7	1.6	1.6	1.3	2.2	2.8	3.1	3.0
DSCR **	0.2x	1.0x	0.5x	0.2x	0.6x	0.6x	0.5x	0.7x	0.8x	0.3x	0.2x	0.2x	0.3x
DSCR con caja inicial	2.0x	2.0x	1.0x	0.7x	3.5x	1.6x	1.1x	1.8x	1.3x	1.3x	0.5x	0.8x	0.5x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T17.

*Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Actividades de Operación - Capex de Mantenimiento + Diferencia en Cambios.

** Cobertura del Servicio de la Deuda = FLE 12m / Servicio de la Deuda (Intereses Netos + Amortizaciones de Principal).

⁽¹⁾ Margen EBITDA Ajustado = (EBITDA + Intereses Capitalizados) / Ventas Totales

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

- **Mejora en niveles de cobertura.** En los últimos doce meses (UDM) al tercer trimestre de 2017 (3T17), la Empresa alcanzó niveles de DSCR de 1.0 veces (x) (vs. 0.2x al 3T16), mostrando la fortaleza en generación de FLE por el enfoque a viviendas de segmentos con mayor rentabilidad, los cuales son de en su mayoría de tipo vertical. Dentro de nuestras proyecciones se estima la continuación de dichas mejoras operativas, permitiendo mantener un DSCR promedio de 0.7x.
- **Estructura de deuda con baja presión en el corto plazo.** Dentro de los resultados observados al 3T17 se muestra una estructura donde el 29.0% de la deuda total cuenta con vencimientos en el corto plazo (vs. 22.9% al 3T16), dado que la Empresa mantiene una relación directa entre el nivel de endeudamiento y el desarrollo de proyectos. Dentro de nuestros estimados, se espera durante el 1T18 una emisión de CEBURS adicional por hasta P\$500 millones (m) y vencimiento a 5 años, manteniendo el mismo perfil de endeudamiento tras considerar amortizaciones programadas a partir del cupón 26.
- **Mayores niveles de EBITDA.** En los 9M17, la generación de EBITDA creció 12.0%, impulsado principalmente por una mayor proporción de viviendas de tipo medio y residencial en la mezcla de escrituraciones, logrando que se incrementa el precio promedio por vivienda a P\$376 miles (vs. P\$325 miles en los 9M16). La mezcla en las escrituraciones cerró con una participación de 16.4% de vivienda media-residencial (vs. 4.1% en los 9M16), obteniendo una mayor absorción de costos en comparación con años anteriores.
- **Dependencia de Subsidios.** De acuerdo con la estrategia de la Empresa que busca disminuir la dependencia de subsidios, en los 9M17 las viviendas con subsidio redujeron su proporción a 31.4% del total (vs. 65.8% en los 9M16), lo cual representa un menor volumen de escrituraciones; sin embargo, esto es compensado a su vez por mayores precios por vivienda. Se espera que esta tendencia continúe en los próximos periodos en la medida en que la Empresa mantenga su estrategia en cuanto a la mezcla hacia segmentos medio y residencial, lo cual reduce la exposición de la Empresa ante factores exógenos como podría impactar un cambio en la política de vivienda que pudieran afectar los subsidios otorgados para adquisición de vivienda.
- **Incrementos en reserva territorial para continuo crecimiento.** A partir de los recursos obtenidos a través de la OPI en 2015, la Empresa ha mantenido el desarrollo de proyectos enfocados a vivienda de mayor rango de precio, esperando que para los próximos años se logre observar la consolidación en dichas plazas e incrementalmente sus ingresos en promedio de 13.4% dentro de un escenario base.

¹ Corpovael, S.A.B. de C.V. y/o CADU y/o la Empresa.

Principales Factores Considerados

La revisión al alza se basa en la mejora observada y esperada en los niveles de DSCR y Años de Pago de Deuda Neta, los cuales resultan de la implementación de la estrategia de la Empresa que consiste en migrar hacia segmentos de vivienda con precios más altos, lo que a su vez ha reflejado una mejora en los resultados operativos y en una mayor generación de FLE. Esta mayor generación de FLE en conjunto con la estructura de amortizaciones de deuda, ligada a la operación de la Empresa, ha resultado en una mejora en los niveles de DSCR. Para los próximos periodos, se espera que el DSCR se mantenga con un promedio de 0.7x.

Durante 2017, el cambio en la estrategia de crecimiento de la Empresa mediante la construcción de nuevos desarrollos en el Valle de México y Cancún se ha ido consolidando, lo que a su vez se ha traducido en una diversificación geográfica ordenada en los ingresos. Esto se ha logrado gracias a las importantes inversiones en reserva territorial realizadas específicamente para el desarrollo de vivienda media y residencial durante 2016. Se espera que para los próximos años esta inversión continúe con el mismo comportamiento que se ha observado en lo que va de 2017.

Por su parte, la Empresa ha mostrado una importante reducción en la dependencia de subsidios debido al cambio de enfoque en su estrategia de ventas, así como de viviendas de mayor precio. En los 9M17, la proporción de viviendas con subsidio se redujo a 31.4% (vs. 65.8% en los 9M16). HR Ratings considera que esta dependencia seguirá disminuyéndose como resultado de los proyectos por venir de la Empresa los cuales mantienen un precio promedio mayor. Asimismo, se estima que esta menor dependencia ayudaría a disminuir el riesgo de exposición ante factores externos como podría ser un cambio en las políticas de vivienda; tomando como referencia las modificaciones experimentadas durante 2013, como cambios en las condiciones para el otorgamiento de subsidios las cuales cambiaron a un enfoque de vivienda vertical.

En los 9M17, los ingresos totales de la Empresa crecieron 4.1% a pesar de que el número de escrituraciones disminuyó -6.7%. Esto se explica por un incremento en el precio promedio por vivienda que a su vez es resultado de una mayor proporción de viviendas de tipo medio-residencial en las escrituraciones del periodo, pasando a una participación de 16.4% (vs. 4.1% en los 9M16). Partiendo del incremento en el precio promedio por vivienda por la mezcla de escrituraciones, y considerando costos totales similares debido a un menor número de escrituraciones, la generación de EBITDA mostró un mayor ritmo de crecimiento en comparación con los ingresos, lo cual concluyó con un margen EBITDA de 20.4%, mientras que al eliminar los intereses capitalizados registrados dentro del costo el margen EBITDA Ajustado alcanzó 26.1% (vs. 20.0% y 23.9% en los 9M16, respectivamente).

La generación de FLE por parte de la Empresa se incrementó a niveles de P\$484m en los 9M17 (vs. P\$100m en 9M16). La mayor generación de FLE deriva de una mezcla de viviendas escrituradas hacia precios más altos, lo cual ha beneficiado los resultados operativos a través de una mayor generación de EBITDA, parcialmente contrarrestado por mayores requerimientos de capital como resultado de un mayor componente de vivienda vertical que ha impactado los inventarios como consecuencia de una prolongación en el proceso de construcción y escrituración de este tipo de vivienda. Asimismo, la mezcla de vivienda hacia segmentos socioeconómicos más altos ha permitido un incremento en los depósitos de viviendas. El cálculo de FLE realizado por parte de HR Ratings elimina el efecto relacionado con la compra de reserva territorial

registrada dentro del capital de trabajo, ya que esta se considera como una parte de las actividades operativas de la Empresa.

Los niveles de deuda neta al 3T17 crecieron 23.5%, al cerrar con P\$1,439m (vs. P\$1,166m al 3T16), correspondiente a los mayores requerimientos de capital de trabajo para llevar el proceso de construcción de los diferentes desarrollos de segmento medio y residencial. Es importante mencionar que la deuda de CADU está completamente denominada en pesos, lo cual evita su exposición ante riesgos derivados de fluctuación cambiaria. Dentro de nuestros estimados se espera que, a principios de 2018 la Empresa realice una emisión de CEBURS por hasta P\$500m, con un periodo de gracia y vencimiento a 5 años. Asimismo se considera una relación directa entre la deuda y el desarrollo de proyectos, de los cuales la entrada de flujos es destinada en primer nivel para el pago de créditos.

En cuanto a la estructura de deuda al 3T17, se muestra una proporción de 29.0% de corto plazo (vs. 22.9% al 3T16), la cual está alineada con la operación de la Empresa, ya que cuenta con un alto componente de créditos puente (aproximadamente 62.5% de la deuda total), cuyos vencimientos se van pagando conforme se lleva a cabo la escrituración de los distintos desarrollos con los que están ligados estos créditos. Esto le ha permitido a CADU compensar los altos ciclos de capital de trabajo por los altos días en inventarios. Al 3T17, la estructura de deuda muestra 71.0% de los vencimientos en el largo plazo.

Para el periodo de proyección, se estima que continúe el enfoque de la Empresa para moverse hacia segmentos de mayor precio, lo cual resultaría en un mejor desempeño de los resultados operativos que simultáneamente con las etapas en las que se encuentran los distintos desarrollos de vivienda media y residencial, resultaría en un incremento paulatino en la generación de FLE. Con base en lo anterior, y considerando la estructura de deuda que se encuentra en gran medida acorde a los distintos desarrollos, se estima una Razón de Cobertura para el Servicio de la Deuda (DSCR) de 0.7x, y el DSCR con caja de 1.5x para los periodos proyectados. Asimismo, los años de pago presentarían un promedio de 3.2 años representando una mejora en comparación con los 4.7 años observados en 2016.

Descripción del Emisor

Corpovael S.A.B. de C.V. (Corpovael y/o CADU y/o la Empresa) es una empresa que integra a diversas subsidiarias cuya principal actividad es el diseño, urbanización, edificación, promoción y venta de viviendas de interés social. Cuenta con presencia en Quintana Roo (Cancún y Playa del Carmen), Aguascalientes, Jalisco y Valle de México. Desde su fundación a la fecha la Empresa ha escriturado más de 75,000 viviendas. Sus operaciones se concentran primordialmente en las localidades de Cancún y Playa del Carmen, donde cuenta con una importante presencia y liderazgo en el mercado de interés social. Sin embargo, la Empresa también cuenta con operaciones en los estados de Quintana Roo, Jalisco y Valle de México, lo que refleja su estrategia de diversificación geográfica que consiste en posicionarse en plazas con alta demanda de vivienda y con crecimientos poblacionales mayores a la media nacional.

Anexos – Escenario Base

CADU (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)

	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	2017P	2018P	2019P	2020P	9M16	9M17
ACTIVOS TOTALES	2,376	2,824	3,350	5,510	6,336	7,055	7,865	8,458	9,027	6,077	7,318
Activo Circulante	2,106	2,073	2,439	3,828	4,467	4,967	5,587	6,126	6,475	4,258	5,114
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	106	268	282	1,233	594	417	560	520	569	648	722
Cuentas por cobrar a Clientes	183	246	136	164	404	539	611	681	763	457	492
Otras Cuentas por Cobrar	40	32	31	303	565	492	421	440	459	251	261
Inventarios	1,777	1,528	1,990	2,128	2,905	3,520	3,994	4,485	4,683	2,729	3,385
Activos no-Circulantes	270	751	911	1,681	1,868	2,088	2,278	2,333	2,552	1,819	2,204
Cuentas y Doctos. por Cobrar	0	11	2	0	0	0	0	0	0	0	0
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	31	32	66	54	53	99	106	110	115	51	89
Inventario Largo Plazo***	225	701	834	1,517	1,623	1,773	1,973	2,173	2,373	1,648	1,949
Otros Activos	7	7	9	110	192	216	199	49	64	120	166
Efectivo Restringido ⁽¹⁾	7	0	0	71	136	196	170	5	0	120	148
Activos Financieros Disponibles para su Venta	0	7	9	39	56	20	30	43	64	0	18
PASIVOS TOTALES	1,407	1,775	2,062	2,285	2,815	3,118	3,471	3,567	3,519	2,695	3,529
Pasivo Circulante	340	705	610	584	852	1,221	897	1,315	775	794	1,389
Pasivo con Costo	168	408	419	319	521	783	466	869	310	443	670
Proveedores y Proveedores de terrenos	65	60	79	93	94	249	240	252	267	286	454
Impuestos por Pagar	64	55	22	48	36	37	38	39	40	4	4
Otros sin Costo	43	181	90	124	201	152	154	155	157	61	260
Pasivos no-Circulantes	1,067	1,070	1,452	1,701	1,964	1,897	2,574	2,251	2,744	1,901	2,140
Pasivo con Costo	745	715	1,093	1,290	1,462	1,371	2,005	1,637	2,076	1,490	1,638
Impuestos Diferidos	322	355	359	411	502	526	569	615	668	411	502
CAPITAL CONTABLE	969	1,049	1,288	3,225	3,521	3,937	4,394	4,892	5,509	3,381	3,789
Minoritario	4	11	12	19	23	51	57	64	71	23	44
Mayoritario	966	1,038	1,276	3,206	3,498	3,886	4,337	4,828	5,437	3,358	3,745
Capital Contribuido	114	114	114	173	171	171	171	171	171	173	171
Utilidades Acumuladas y Resultados Acumulados Integrales	573	633	828	2,605	2,745	3,100	3,444	3,826	4,317	2,749	3,100
Utilidad del Ejercicio	279	291	334	428	581	615	721	831	949	436	474
Deuda Total	913	1,124	1,512	1,609	1,982	2,154	2,471	2,505	2,387	1,933	2,308
Deuda Neta	800	856	1,230	304	1,252	1,542	1,741	1,979	1,817	1,166	1,439
Días Cuenta por Cobrar Clientes	32	35	28	18	28	36	36	36	36	28	37
Días Inventario	472	385	329	374	440	498	393	391	375	481	559
Días por Pagar Proveedores	26	18	20	15	28	30	30	30	30	31	33

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones de HR Ratings a partir del 4T17.

*** Se refiere a la reserva territorial de la Empresa.

⁽¹⁾ Corresponde al Fondo de Reserva constituido para el pago de la Emisión CADU 15.

CADU (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	2017P	2018P	2019P	2020P	9M16	9M17
Ventas Netas	1,908	2,608	3,189	3,523	4,022	4,498	5,235	5,925	6,644	2,989	3,113
Costo de Ventas	1,328	1,874	2,399	2,575	2,872	3,109	3,616	4,077	4,561	2,125	2,133
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	580	734	790	948	1,150	1,389	1,619	1,847	2,083	865	980
Gastos Generales	168	264	284	318	375	481	547	615	689	257	299
UOPADA (EBITDA)	412	470	506	630	774	908	1,072	1,233	1,393	608	681
Depreciación y Amortización	6	7	7	13	13	14	27	30	30	9	8
Utilidad de Oper. después de otros ingresos (gastos)	410	464	498	617	762	894	1,045	1,203	1,363	599	673
Ingresos por Intereses	5	4	4	10	31	24	11	10	11	23	17
Otros Productos Financieros	0	0	0	0	0	10	0	0	0	0	11
Intereses Pagados	17	22	23	44	22	49	60	65	63	16	20
Ingreso Financiero Neto	-12	-18	-19	-34	9	-15	-49	-55	-52	8	9
Resultado Integral de Financiamiento	-12	-18	-19	-34	9	-15	-49	-55	-52	8	9
Utilidad antes de Impuestos	398	446	480	583	771	879	996	1,148	1,311	607	681
Impuestos sobre la Utilidad	118	151	141	153	184	236	269	310	354	166	186
Impuestos Causados	93	118	136	101	93	212	226	264	301	166	186
Impuestos Diferidos	25	33	4	52	91	24	43	46	53	0	0
Utilidad Neta Consolidada	280	294	339	430	587	643	727	838	957	440	495
Participación minoritaria en la utilidad	1	4	6	2	5	28	6	7	7	5	21
Participación mayoritaria en la utilidad	279	291	334	428	581	615	721	831	949	436	474
Cifras 12m											
Viviendas Escrituradas	6,713	9,065	10,359	10,545	10,350	9,817	10,393	10,109	10,261	8,055	7,518
Cambio en Ventas	N/A	36.7%	22.3%	10.5%	14.2%	11.8%	16.4%	13.2%	12.1%	21.5%	10.1%
Margen Bruto	30.4%	28.2%	24.8%	26.9%	28.6%	30.9%	30.9%	31.2%	31.3%	28.8%	30.5%
Margen EBITDA	21.6%	18.0%	15.9%	17.9%	19.3%	20.2%	20.5%	20.8%	21.0%	20.0%	20.4%
Margen EBITDA Ajustado***	21.6%	22.9%	19.5%	20.9%	22.5%	23.1%	23.3%	23.5%	23.6%	23.9%	26.1%
Tasa de Impuestos	29.7%	33.9%	29.3%	26.2%	23.9%	26.8%	27.0%	27.0%	27.0%	25.7%	24.2%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	16.4	79.7	68.9	58.6	77.3	59.0	50.7	54.4	58.5	71.26	62.34
Retorno sobre Capital Empleado	16.5%	16.0%	15.8%	15.3%	14.1%	13.4%	14.2%	14.9%	15.9%	14.2%	12.7%
Tasa Pasiva	2.7%	13.6%	10.5%	8.6%	8.7%	8.2%	8.4%	8.9%	9.1%	7.7%	7.3%
Tasa Activa	4.5%	2.5%	1.8%	2.1%	3.7%	4.0%	2.5%	2.7%	2.8%	3.8%	3.8%
Intereses pagados Reportados	17	150	140	149	153	179	207	226	240	29	26
Interés Capitalizado a inventarios	0	127	117	106	131	131	147	160	176	106	131

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones de HR Ratings a partir del 4T17.

*** Margen EBITDA Ajustado = (EBITDA 12 meses + Intereses Capitalizados 12 meses) / Ventas Totales 12 meses

CADU (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)											
	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	2017P	2018P	2019P	2020P	9M16	9M17
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN											
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	398	446	480	583	771	879	996	1,148	1,311	607	681
Depreciación y Amortización	4	7	7	13	13	11	13	15	15	9	8
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-5	-4	4	-4	-31	-36	-11	-10	-11	-23	-28
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	-1	4	12	8	-19	-25	3	5	4	-14	-20
Intereses Devengados	17	22	23	44	22	95	60	65	63	66	66
Otras Partidas***	89	127	117	106	131	64	147	160	176	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	106	150	140	149	153	160	207	226	240	66	66
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	503	599	631	741	905	1,014	1,206	1,378	1,554	659	727
Decremento (Incremento) en Clientes y Otros	-11	-73	118	-254	-451	15	8	-77	-91	-219	36
Decremento (Incremento) en Inventarios	-210	-234	-595	-831	-884	-727	-675	-691	-398	-727	-768
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	2	8	6	-60	-67	-143	-20	-25	-31	-67	-139
Incremento (Decremento) en Proveedores	38	-4	18	14	1	-11	-10	12	14	104	89
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-140	141	-115	52	55	183	-89	-104	-118	-197	406
Capital de trabajo	-321	-162	-568	-1,079	-1,345	-684	-785	-884	-624	-1,106	-376
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-77	-130	-146	-84	-72	-141	-135	-157	-179	-37	-158
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-398	-292	-714	-1,163	-1,417	-824	-919	-1,041	-804	-1,143	-535
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	105	308	-83	-422	-512	190	286	337	751	-485	193
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN											
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-20	-10	-41	-1	-12	-14	-20	-19	-20	-10	0
Intereses Cobrados	5	4	0	0	31	36	11	10	11	23	28
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-15	-6	-41	-1	19	22	-9	-9	-9	14	28
Efectivo Exced.(Reg.) para aplicar en Activid.de Financ.	89	309	-124	-423	-493	212	277	327	742	-471	221
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO											
Financiamientos Bancarios	1,386	2,200	2,526	2,289	2,505	2,237	600	500	750	1,911	2,137
Financiamientos Bursátiles	300	0	300	400	0	0	500	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	-1,467	-1,992	-2,284	-2,438	-1,985	-1,838	-625	-308	-862	-1,442	-1,623
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	-150	-150	-150	-230	-158	-158	-7	-150	-190
Intereses Pagados y otras partidas	-100	-140	-145	-140	-156	-273	-207	-226	-240	-106	-180
Financiamiento "Ajeno"	120	68	247	-39	214	-104	110	-191	-358	213	144
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0	0	0	1,593	0	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	0	0	0	0	-57	0	0	0	0	-50	0
Otras Partidas	-14	0	-8	-9	-10	0	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	-159	-215	-100	-100	-228	-226	-270	-340	-340	-228	-226
Financiamiento "Propio"	-173	-215	-108	1,484	-296	-226	-270	-340	-340	-278	-226
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-53	-147	139	1,445	-82	-330	-160	-531	-698	-66	-82
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	36	162	14	1,022	-574	-118	117	-204	44	-537	139
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	69	105	267	282	1,304	730	612	729	525	1,304	730
Efectivo y equiv. al final del Periodo	105	267	282	1,304	730	612	729	525	569	768	869
(-) Capex de Mantenimiento 12m	6	7	7	13	13	14	27	30	30	13	11
(+) Ajustes especiales ⁽¹⁾	0	-109	384	519	792	300	200	200	200	723	498
Flujo Libre de Efectivo Ajustado 12m	98	192	293	84	267	476	460	507	920	180	652
Amortización de Deuda	1,467	1,992	2,284	2,588	2,135	2,068	783	466	869	2,390	2,356
Revolencia automática	-1,467	-1,824	-1,876	-2,169	-1,816	-1,547	0	0	0	-1,786	-1,912
Amortización de Deuda Final 12m	0	168	408	419	319	521	783	466	869	604	443
Intereses Netos Pagados 12m	95	136	145	140	124	238	196	216	228	126	193
Servicio de la Deuda 12m	95	304	554	559	443	758	979	681	1,097	730	637
DSCR 12m	1.0	0.6	0.5	0.2	0.6	0.6	0.5	0.7	0.8	0.2	1.0
Caja Inicial Disponible	69	105	267	282	1,304	730	612	729	525	1,304	648
DSCR con Caja Inicial	1.8	1.0	1.0	0.7	3.5	1.6	1.1	1.8	1.3	2.0	2.0
Deuda Neta a FLE	8.2	4.5	4.2	3.6	4.7	3.2	3.8	3.9	2.0	6.5	2.2
Deuda Neta a EBITDA	1.9	1.8	2.4	0.5	1.6	1.7	1.6	1.6	1.3	1.6	1.7

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones de HR Ratings a partir del 4T17.

*** Se refiere al costo de financiamiento capitalizado reconocido dentro del costo de ventas.

⁽¹⁾ Corresponde al monto invertido en nueva reserva territorial por parte de la Empresa durante el periodo.

Anexos – Escenario de Estrés

CADU (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)

	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	2017P	2018P	2019P	2020P	9M16	9M17
ACTIVOS TOTALES	2,376	2,824	3,350	5,510	6,336	6,910	7,859	8,540	9,353	6,077	7,318
Activo Circulante	2,106	2,073	2,439	3,828	4,467	4,822	5,581	6,207	6,801	4,258	5,114
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	106	268	282	1,233	594	166	329	329	369	648	722
Cuentas por cobrar a Clientes	183	246	136	164	404	618	787	864	945	457	492
Otras Cuentas por Cobrar	40	32	31	303	565	492	421	440	459	251	261
Inventarios	1,777	1,528	1,990	2,128	2,905	3,546	4,044	4,575	5,028	2,729	3,385
Activos no-Circulantes	270	751	911	1,681	1,868	2,088	2,278	2,333	2,552	1,819	2,204
Cuentas y Doctos. por Cobrar	0	11	2	0	0	0	0	0	0	0	0
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	31	32	66	54	53	99	106	110	115	51	89
Inventario Largo Plazo***	225	701	834	1,517	1,623	1,773	1,973	2,173	2,373	1,648	1,949
Otros Activos	7	7	9	110	192	216	199	49	64	120	166
Efectivo Restringido ⁽¹⁾	7	0	0	71	136	196	170	5	0	120	148
Activos Financieros Disponibles para su Venta	0	7	9	39	56	20	30	43	64	0	18
PASIVOS TOTALES	1,407	1,775	2,062	2,285	2,815	3,046	3,644	3,961	4,325	2,695	3,529
Pasivo Circulante	340	705	610	584	852	1,181	915	1,386	1,134	794	1,389
Pasivo con Costo	168	408	419	319	521	803	511	979	713	443	670
Proveedores y Proveedores de terrenos	65	60	79	93	94	189	212	212	224	286	454
Impuestos por Pagar	64	55	22	48	36	37	38	39	40	4	4
Otros sin Costo	43	181	90	124	201	152	154	155	157	61	260
Pasivos no-Circulantes	1,067	1,070	1,452	1,701	1,964	1,865	2,730	2,575	3,191	1,901	2,140
Pasivo con Costo	745	715	1,093	1,290	1,462	1,351	2,190	2,010	2,597	1,490	1,638
Impuestos Diferidos	322	355	359	411	502	514	540	565	593	411	502
CAPITAL CONTABLE	969	1,049	1,288	3,225	3,521	3,865	4,215	4,579	5,028	3,381	3,789
Minoritario	4	11	12	19	23	48	51	55	60	23	44
Mayoritario	966	1,038	1,276	3,206	3,498	3,817	4,164	4,524	4,968	3,358	3,745
Capital Contribuido	114	114	114	173	171	171	171	171	171	173	171
Utilidades Acumuladas y Resultados Acumulados Integrales	573	633	828	2,605	2,745	3,100	3,538	3,857	4,217	2,749	3,100
Utilidad del Ejercicio	279	291	334	428	581	546	455	496	580	436	474
Deuda Total	913	1,124	1,512	1,609	1,982	2,154	2,701	2,990	3,310	1,933	2,308
Deuda Neta	800	856	1,230	304	1,252	1,793	2,202	2,656	2,942	1,166	1,439
Días Cuenta por Cobrar Clientes	32	35	28	18	28	39	47	49	49	28	37
Días Inventario	472	385	329	374	440	527	459	474	477	481	559
Días por Pagar Proveedores	26	18	20	15	28	30	28	28	28	31	33

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones de HR Ratings a partir del 4T17.

*** Se refiere a la reserva territorial de la Empresa.

⁽¹⁾ Corresponde al Fondo de Reserva constituido para el pago de la Emisión CADU 15.

CADU (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	2017P	2018P	2019P	2020P	9M16	9M17
Ventas Netas	1,908	2,608	3,189	3,523	4,022	4,225	4,444	4,779	5,336	2,989	3,113
Costo de Ventas	1,328	1,874	2,399	2,575	2,872	2,942	3,177	3,396	3,784	2,125	2,133
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	580	734	790	948	1,150	1,284	1,267	1,383	1,552	865	980
Gastos Generales	168	264	284	318	375	461	481	525	579	257	299
UOPADA (EBITDA)	412	470	506	630	774	823	786	858	973	608	681
Depreciación y Amortización	6	7	7	13	13	14	27	30	30	9	8
Utilidad de Oper. después de otros ingresos (gastos)	410	464	498	617	762	809	759	828	943	599	673
Ingresos por Intereses	5	4	4	10	31	30	6	5	6	23	17
Otros Productos Financieros	0	0	0	0	0	10	0	0	0	0	11
Intereses Pagados	17	22	23	44	22	65	137	148	148	16	20
Ingreso Financiero Neto	-12	-18	-19	-34	9	-26	-131	-142	-142	8	9
Resultado Integral de Financiamiento	-12	-18	-19	-34	9	-26	-131	-142	-142	8	9
Utilidad antes de Impuestos	398	446	480	583	771	783	628	685	801	607	681
Impuestos sobre la Utilidad	118	151	141	153	184	212	170	185	216	166	186
Impuestos Causados	93	118	136	101	93	199	144	160	188	166	186
Impuestos Diferidos	25	33	4	52	91	12	26	25	29	0	0
Utilidad Neta Consolidada	280	294	339	430	587	571	458	500	585	440	495
Participación minoritaria en la utilidad	1	4	6	2	5	25	4	4	5	5	21
Participación mayoritaria en la utilidad	279	291	334	428	581	546	455	496	580	436	474
Cifras 12m											
Viviendas Escrituradas	6,713	9,065	10,359	10,545	10,350	9,817	8,911	9,125	9,262	8,055	7,518
Cambio en Ventas	N/A	36.7%	22.3%	10.5%	14.2%	5.1%	5.2%	7.5%	11.7%	21.5%	10.1%
Margen Bruto	30.4%	28.2%	24.8%	26.9%	28.6%	30.4%	28.5%	28.9%	29.1%	28.8%	30.5%
Margen EBITDA	21.6%	18.0%	15.9%	17.9%	19.3%	19.5%	17.7%	17.9%	18.2%	20.0%	20.4%
Margen EBITDA Ajustado***	21.6%	22.9%	19.5%	20.9%	22.5%	22.6%	20.8%	21.1%	21.3%	23.9%	26.1%
Tasa de Impuestos	29.7%	33.9%	29.3%	26.2%	23.9%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	25.7%	24.2%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	16.4	79.7	68.9	58.6	77.3	55.4	43.0	43.9	47.0	71.26	62.34
Retorno sobre Capital Empleado	16.5%	16.0%	15.8%	15.3%	14.1%	12.0%	9.9%	10.0%	10.4%	14.2%	12.7%
Tasa Pasiva	2.7%	13.6%	10.5%	8.6%	8.7%	8.9%	10.4%	10.6%	10.6%	7.7%	7.3%
Tasa Activa	4.5%	2.5%	1.8%	2.1%	3.7%	5.3%	2.1%	2.1%	2.3%	3.8%	3.8%
Intereses pagados Reportados	17	150	140	149	153	196	276	299	312	29	26
Interés Capitalizado a inventarios	0	127	117	106	131	131	139	152	164	106	131

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones de HR Ratings a partir del 4T17.

*** Margen EBITDA Ajustado = (EBITDA 12 meses + Intereses Capitalizados 12 meses) / Ventas Totales 12 meses

CADU (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)											
	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	2017P	2018P	2019P	2020P	9M16	9M17
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN											
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	398	446	480	583	771	783	628	685	801	607	681
Depreciación y Amortización	4	7	7	13	13	11	13	15	15	9	8
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-5	-4	4	-4	-31	-41	-6	-5	-6	-23	-28
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	-1	4	12	8	-19	-30	8	10	9	-14	-20
Intereses Devengados	17	22	23	44	22	112	137	148	148	66	66
Otras Partidas***	89	127	117	106	131	64	139	152	164	0	0
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	106	150	140	149	153	176	276	299	312	66	66
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	503	599	631	741	905	929	912	994	1,122	659	727
Decremento (Incremento) en Clientes y Otros	-11	-73	118	-254	-451	-65	-88	-85	-89	-219	36
Decremento (Incremento) en Inventarios	-210	-234	-595	-831	-884	-753	-698	-731	-653	-727	-768
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	2	8	6	-60	-67	-143	-20	-25	-31	-67	-139
Incremento (Decremento) en Proveedores	38	-4	18	14	1	-72	23	-0	12	104	89
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-140	141	-115	52	55	188	-56	-62	-73	-197	406
Capital de trabajo	-321	-162	-568	-1,079	-1,345	-845	-838	-903	-834	-1,106	-376
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-77	-130	-146	-84	-72	-133	-85	-95	-111	-37	-158
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-398	-292	-714	-1,163	-1,417	-979	-923	-998	-946	-1,143	-535
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	105	308	-83	-422	-512	-50	-12	-4	176	-485	193
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN											
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-20	-10	-41	-1	-12	-14	-20	-19	-20	-10	0
Intereses Cobrados	5	4	0	0	31	41	6	5	6	23	28
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-15	-6	-41	-1	19	27	-14	-14	-14	14	28
Efectivo Exced.(Reg.) para aplicar en Activid.de Financ.	89	309	-124	-423	-493	-22	-25	-18	162	-471	221
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO											
Financiamientos Bancarios	1,386	2,200	2,526	2,289	2,505	2,237	850	800	1,300	1,911	2,137
Financiamientos Bursátiles	300	0	300	400	0	0	500	0	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	-1,467	-1,992	-2,284	-2,438	-1,985	-1,838	-645	-353	-979	-1,442	-1,623
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	0	-150	-150	-150	-230	-158	-158	0	-150	-190
Intereses Pagados y otras partidas ⁽²⁾	-100	-140	-145	-140	-156	-290	-276	-299	-312	-106	-180
Financiamiento "Ajeno"	120	68	247	-39	214	-121	271	-10	9	213	144
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0	0	0	1,593	0	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	0	0	0	0	-57	0	0	0	0	-50	0
Otras Partidas	-14	0	-8	-9	-10	0	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	-159	-215	-100	-100	-228	-226	-108	-136	-136	-228	-226
Financiamiento "Propio"	-173	-215	-108	1,484	-296	-226	-108	-136	-136	-278	-226
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-53	-147	139	1,445	-82	-346	163	-146	-127	-66	-82
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	36	162	14	1,022	-574	-369	137	-165	35	-537	139
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	69	105	267	282	1,304	730	361	498	334	1,304	730
Efectivo y equiv. al final del Periodo	105	267	282	1,304	730	361	498	334	368	768	869
(-) Capex de Mantenimiento 12m	6	7	7	13	13	14	27	30	30	13	11
(+) Ajustes especiales ⁽¹⁾	0	-109	384	519	792	300	200	200	200	723	498
Flujo Libre de Efectivo Ajustado 12m	98	192	293	84	267	237	162	166	345	180	652
Amortización de Deuda	1,467	1,992	2,284	2,588	2,135	2,068	803	511	979	2,390	2,356
Revolencia automática	-1,467	-1,824	-1,876	-2,169	-1,816	-1,547	0	0	0	-1,786	-1,912
Amortización de Deuda Final 12m	0	168	408	419	319	521	803	511	979	604	443
Intereses Netos Pagados 12m	95	136	145	140	124	249	270	294	306	126	193
Servicio de la Deuda 12m	95	304	554	559	443	770	1,073	805	1,285	730	637
DSCR 12m	1.0	0.6	0.5	0.2	0.6	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	1.0
Caja Inicial Disponible	69	105	267	282	1,304	730	361	498	334	1,304	648
DSCR con Caja Inicial	1.8	1.0	1.0	0.7	3.5	1.3	0.5	0.8	0.5	2.0	2.0
Deuda Neta a FLE	8.2	4.5	4.2	3.6	4.7	7.6	13.6	16.0	8.5	6.5	2.2
Deuda Neta a EBITDA	1.9	1.8	2.4	0.5	1.6	2.2	2.8	3.1	3.0	1.6	1.7

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

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones de HR Ratings a partir del 4T17.

*** Se refiere al costo de financiamiento capitalizado reconocido dentro del costo de ventas.

⁽¹⁾ Corresponde al monto invertido en nueva reserva territorial por parte de la Empresa durante el periodo.

⁽²⁾ Incluye intereses devengados e intereses capitalizados dentro del costo de ventas.



HR Ratings Alta 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 de Operaciones

Álvaro Rangel +52 55 8647 3835
alvaro.rangel@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

Instituciones Financieras / ABS

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

Deuda Corporativa / ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

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 Riesgo

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 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 calificadoras:

Evaluación de Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, mayo 2014.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/es/metodologia.aspx

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	HR BBB+ / Perspectiva Positiva.
Fecha de última acción de calificación	2 de marzo de 2017.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T12 al 3T17
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera anual dictaminada por Ernst & Young 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 calificadora 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 calificadora 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 calificadora 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).