
6 de octubre de 2017

S&P Global Ratings asigna calificación de 'mxA' a los certificados bursátiles propuestos por hasta MXN500 millones de Inmobiliaria Ruba; confirma calificaciones

Contactos analíticos:

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

Laura Martínez, Ciudad de México 52 (55) 5081-44205; laura.martinez@spglobal.com

Resumen

- Inmobiliaria Ruba planea emitir certificados bursátiles quirografarios por un monto de hasta MXN500 millones con vencimiento en 2022. La empresa utilizará los fondos de dicha emisión principalmente para financiar sus inversiones de capital de trabajo, así como para fortalecer su liquidez.
- Asignamos nuestra calificación de 'mxA' a la emisión propuesta de certificados bursátiles de Ruba, y, al mismo tiempo, confirmamos las calificaciones de riesgo crediticio y de deuda existente en escala nacional de largo plazo de 'mxA', de Ruba, dado que no esperamos cambios significativos en los niveles de apalancamiento en el transcurso de los próximos años.
- La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que Ruba mantenga un sólido desempeño operativo y financiero en los próximos 12 meses, el cual también considera un crecimiento sostenible en sus ingresos, un margen de EBITDA entre 12% y 13%, una generación de flujo operativo libre positivo y liquidez fuerte. Aun considerando la nueva emisión, esperamos que la empresa mantenga índices crediticios sólidos incluyendo un índice de deuda a EBITDA por debajo de 1.5 veces (x) y de fondos operativos a deuda por encima del 60%.

Acción de Calificación

Ciudad de México, 6 de octubre de 2017.- S&P Global Ratings asignó hoy su calificación en escala nacional –CaVal– de 'mxA' a la emisión propuesta de certificados bursátiles quirografarios, con clave de pizarra RUBA 17, de acuerdo con la información que proporcionó el emisor, por un monto de hasta \$500 millones de pesos mexicanos (MXN) de Inmobiliaria Ruba, S.A. de C.V. (Ruba). Al mismo tiempo, confirmó hoy sus calificaciones de riesgo crediticio y de deuda de largo plazo en escala nacional –CaVal– de 'mxA' de Ruba. La perspectiva de la calificación de riesgo crediticio es estable.

Fundamento

Durante el primer semestre de 2017, Ruba tomó una postura conservadora en cuanto a la inversión de tierra y en la urbanización de sus desarrollos, debido al contexto macroeconómico más desafiante en México, lo que se tradujo en un menor crecimiento de sus ingresos (11.6% menos frente al mismo periodo de 2016). Pese a lo anterior, la empresa mantuvo un sólido desempeño operativo y financiero, gracias a la flexibilidad de su modelo de negocio, su eficiencia operativa así como a una política financiera prudente en términos de compra de reserva territorial, uso de deuda y pago de dividendos.

Nuestro escenario base actualizado muestra que, tras una primera parte de 2017 lenta, Ruba buscará acelerar el crecimiento de sus ingresos en los próximos 12 a 24 meses sin comprometer la viabilidad de su negocio a largo plazo. Asimismo, esperamos que la empresa mantenga su estrategia de incrementar su participación en el segmento de la vivienda media y residencial, lo que en nuestra opinión aumentará su precio promedio y permitirá reducir gradualmente su dependencia de los subsidios, al tiempo que mantiene un margen de EBITDA entre 12% y 13%. Finalmente, esperamos que Ruba mantenga una generación de flujo operativo libre positivo debido a su prudente estrategia de compra de tierras. En nuestra opinión, lo anterior debería traducirse en indicadores sólidos, reflejado en un índice de deuda a EBITDA y de fondos operativos (FFO, por sus siglas en inglés) a deuda por debajo de 1.5x y por arriba de 60%, respectivamente, en los próximos dos años. Por último, esperamos que la empresa continúe con su política moderada de pago de dividendos, reinvertiendo alrededor del 90% de sus utilidades netas en el negocio, lo que debería derivar en un indicador de flujo discrecional (DCF por sus siglas en inglés) a deuda entre 7% y 15%, respectivamente para 2017 y 2018.

Otras premisas incorporadas en nuestro escenario base para los siguientes dos años incluyen:

- Crecimiento más lento del producto interno bruto (PIB) y un índice de precios al consumidor (IPC) más alto en México, de alrededor de 2.2% y 6.1%, respectivamente, en 2017 y de 2.3% y 3.5% en 2018.
- Presupuesto para los subsidios de vivienda del gobierno federal de México de alrededor de MXN6,200 millones en 2017 y 2018.
- Aumento en los precios de venta promedio de alrededor de 18% en 2017 y de 7.5% en 2018.
- Disminución de alrededor del 8% en las unidades tituladas en 2017 y un incremento de 7% en 2018.
- Crecimiento de los ingresos de alrededor de 8% en 2017 y de 15% en 2018.
- 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 de alrededor de MXN615 millones en 2017 y MXN725 millones en 2018, lo que refleja principalmente la adquisición de reserva territorial.
- Pago de dividendos de alrededor de 10% de la utilidad neta del año anterior, e
- Incremento en el nivel de deuda de alrededor de MXN370 millones en 2017 (considerando la emisión propuesta de MXN500 millones y aproximadamente MXN130 millones en la amortización de deuda durante el periodo), con una reducción de aproximadamente MXN345 millones en 2018.

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

- Margen EBITDA de aproximadamente 12.5% y 12.8%.
- Deuda a EBITDA de aproximadamente 1.3x y 1.0x.
- FFO a deuda arriba del 60.0% en ambos años, y
- DCF a deuda de aproximadamente 7.4% y 15.1%.

En nuestra opinión, los factores que siguen limitando el nivel de calificación están relacionados con el hecho de que Ruba sigue altamente expuesta al otorgamiento de hipotecas por parte del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit; escala global, moneda extranjera, BBB+/Estable/A-2 y moneda local, A-/Estable/A-2 y escala nacional, mxAAA/Estable/mxA-1+) y a otros programas de subsidio gubernamentales relacionados con los segmentos de bajo ingreso. Sin embargo, consideramos que la desarrolladora de vivienda mantiene la flexibilidad operativa suficiente para capturar las tendencias y oportunidades del mercado, particularmente, en el segmento de ingreso medio y residencial, que esperamos represente una mayor proporción de sus unidades vendidas e ingresos en adelante. Además, Ruba continúa con cierta concentración en los estados del norte de México, a pesar de que ha logrado una mayor diversificación geográfica durante los últimos años. Asimismo, los incrementos en los costos relacionados con potenciales alzas adicionales en los precios de los materiales para la construcción podrían presionar en cierta medida los márgenes de EBITDA, aunque esperamos que éstos se mantendrán entre 12% y 13% en los próximos años si la empresa ejecuta su plan de diversificación de productos, nivel que consideramos ligeramente menor al promedio de sus pares en la industria.

Por otro lado, Ruba ha mantenido una clara y conservadora estrategia de negocio —que incluye su plan para aumentar sus adquisiciones de tierra a través de alianzas estratégicas con el fin de aumentar su eficiencia operativa y disminuir inversiones en capital de trabajo. Además, su experiencia en la adquisición de reserva de tierra estratégicamente ubicada, así como una oferta de productos en línea con la política de vivienda actual del gobierno, son factores que continuarán apoyando la posición de mercado de la compañía en los siguientes años.

Liquidez

Seguimos evaluando la liquidez de Ruba como fuerte. Esperamos que las fuentes de efectivo brinden cobertura a los usos de efectivo en más de 1.5x durante los próximos 12 meses, y que esta relación se mantenga mayor a 1.0x en el siguiente periodo de 12 meses. También esperamos que las fuentes superen los usos incluso si el EBITDA disminuye 50%. En nuestra opinión, la compañía tiene suficiente flexibilidad para absorber eventos de alto impacto y baja probabilidad sin tener que refinanciar su deuda.

Además, consideramos que Ruba mantiene una fuerte relación con diversos bancos y que mantiene una prudente administración de riesgos, en general. También incorporamos en nuestro análisis de liquidez el hecho que la empresa cuenta con un cómodo perfil de vencimientos de deuda, y su efectivo disponible, al 30 de junio 2017, excedía su deuda total.

Principales fuentes de liquidez:

- MXN1,037 millones de efectivo y equivalentes al 30 de junio de 2017.
- Línea de crédito comprometida y disponible con la Sociedad Hipotecaria Federal S.N.C. (SHF; mxAAA/Estable/mxA-1+) por MXN296 millones al 30 de junio de 2017.
- FFO esperado para los siguientes 12 meses por aproximadamente MXN876 millones.

Principales usos de liquidez en los próximos 12 meses:

- Vencimientos de deuda por MXN259 millones al 30 de junio de 2017.
- Requerimientos de capital de trabajo por aproximadamente MXN670 millones.
- Gastos de inversión de MXN25 millones, y
- Pago de dividendos por alrededor de MXN70 millones.

Cabe señalar que esperamos que Ruba siga cumpliendo con sus restricciones financieras (*covenants*) en los próximos 12 meses. Si bien esperamos un alza en su índice de deuda a EBITDA de 1.3x al cierre de 2017, consideramos que la empresa debería desapalancar gradualmente su estructura de capital en 2018, lo que le permitirá tener un margen de maniobra significativo de alrededor de 50% bajo sus *covenants*.

Perspectiva

La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que los recursos de la emisión propuesta serán utilizados para impulsar el crecimiento de Ruba en los siguientes 12 a 24 meses. Esperamos que la compañía continúe enfocándose en mejorar su diversificación de producto, con una mayor proporción de sus ventas provenientes de los segmentos de ingresos medios y residenciales, lo que esperamos derive en un margen de EBITDA que tienda hacia el área de 12.5% al cierre de 2017. Además, esperamos que la empresa genere un flujo libre operativo positivo, manteniendo una política financiera prudente con respecto a la adquisición de tierra, al pago de dividendos y al uso de deuda, lo que se traducirá en una relación de deuda a EBITDA ligeramente por encima de 1.0x y de FFO a deuda por encima del 60% a finales de 2017 y 2018. Además, consideramos que la liquidez de la compañía seguirá siendo fuerte.

Escenario positivo

Podríamos subir la calificación de Ruba en los siguientes 18 a 24 meses, si su margen de EBITDA se mantiene consistentemente por encima del 12%, junto con un historial de generación de flujo operativo positivo, al tiempo que mantiene indicadores crediticios en los niveles actuales, incluso durante periodos de menor crecimiento económico, y que también mantenga su liquidez fuerte.

Escenario negativo

Podríamos revisar la calificación de Ruba a la baja en los siguientes 12 meses, si se deterioran sus indicadores crediticios con un índice de deuda a EBITDA por arriba de 1.5x, y de FFO a deuda por debajo de 60%, de manera consistente. Lo anterior podría derivarse de una rentabilidad menor a la esperada que resulte en un margen de EBITDA por debajo de 9%, o de una agresiva estrategia de financiamiento de deuda para respaldar su adquisición de tierra o el financiamiento de nuevos proyectos con el fin de acelerar su estrategia de crecimiento.

Síntesis de los factores de calificación

Inmobiliaria Ruba, S.A. de C.V.

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

Análisis de Recuperación

Factores analíticos clave

- Asignamos nuestra calificación de emisión en escala nacional de 'mxA' a la emisión propuesta de certificados bursátiles de largo plazo quirografarios de Ruba, por un monto de hasta MXN500 millones con vencimiento en 2022, al amparo de su programa por hasta MXN1,000 millones.
- También, confirmamos nuestra calificación de emisión en escala nacional de 'mxA' de los certificados bursátiles existentes de largo plazo quirografarios por MXN500 millones con vencimientos en 2020 y emitidos por la empresa.
- La calificación de recuperación sobre los certificados bursátiles existentes y propuestos de '3' indica nuestra expectativa de una recuperación significativa (de 50% a 90%; estimación redondeada de 65%) para los tenedores en caso de un incumplimiento de pago. La calificación de recuperación está, sin embargo, 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 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. 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 Infonavit y el Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (mxAAA/Estable/mxA-1+).
- Valuamos a Ruba 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 MXN3,809 millones.

Supuestos de incumplimiento simulado

- Año de incumplimiento simulado: 2022
- Jurisdicción: Mexico

Cascada simplificada

- Valor bruto de la empresa en incumplimiento: MXN3,810 millones
- Costos administrativos: MXN190 millones
- Valor neto de la empresa en incumplimiento: MXN3,620 millones
- Pasivos prioritarios*: MXN2,055 millones
- Deuda que tiene prioridad contractual o estructural a los acreedores de las notas senior no garantizadas**: MXN350 millones, asumiendo que el 85% de la línea comprometida con la SHF sea dispuesta en el punto de incumplimiento.
- Valor de la garantía disponible para los acreedores senior no garantizados: MXN1,215 millones
- Certificados bursátiles**: MXN720 millones
- Expectativas de recuperación***: 70%-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 pre-petición de intereses.

*** Redondeado al 5% más cercano.

DETALLE DE LA CALIFICACIÓN ASIGNADA

CLAVE DE PIZARRA	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
RUBA 17	mxA	N.C.
N.C. – No calificada		

DETALLE DE LA CALIFICACIÓN CONFIRMADA

CLAVE DE PIZARRA	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
RUBA 15	mxA	mxA

Criterios y Artículos Relacionados

Criterios

- [Tablas de correlación de escalas nacionales y regionales de S&P Global Ratings](#), 14 de agosto de 2017.
- [Metodología de calificaciones de grupo](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Calificaciones crediticias en escala nacional y regional](#), 22 de septiembre de 2014.
- [Criterios de calificaciones de recuperación \(recupero\) para emisores corporativos de grado especulativo](#), 7 de diciembre de 2016.
- [Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Uso del listado de Revisión Especial \(CreditWatch\) y Perspectivas](#), 14 de septiembre de 2009.
- [Metodología: Evaluaciones para clasificar jurisdicciones](#), 20 de enero de 2016.
- [Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas y aseguradoras](#), 13 de noviembre de 2012.
- [Criterios para calificar empresas 2008: Calificación de emisiones](#), 15 de abril de 2008.
- [Metodología: Riesgo de la industria](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Factores Crediticios Clave para la Industria de Desarrolladores Inmobiliarios y de Vivienda](#), 3 de febrero de 2014.
- [Metodología para aplicar calificaciones de recuperación a emisiones calificadas en escala nacional](#), 22 de septiembre de 2014.
- [Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos](#), 16 de diciembre de 2014.

Artículos Relacionados

- [Descripción general del Proceso de Calificación Crediticia](#).
- [MÉXICO - Definiciones de calificación en Escala CaVal \(Nacional\)](#).
- [Revisión del sector: Será un año complicado pero los desarrolladores de vivienda en México sortearán los riesgos de corto plazo](#), 20 de febrero de 2017.
- [S&P Global Ratings confirma calificaciones de riesgo crediticio y deuda de 'mxA' de Inmobiliaria Ruba; la perspectiva se mantiene estable](#), 21 de abril 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 30 de junio de 2017.

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

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

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.