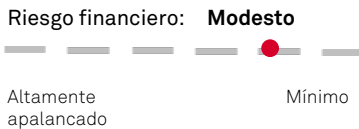


Análisis Actualizado

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

23 de mayo de 2023

Síntesis de los Factores de Calificación



Escala Nacional (CaVal)

mxAA-/Estable/--

CONTACTOS ANALÍTICOS

Maximiliano Juárez
Ciudad de México
52 (55) 5081-4482
maximiliano.juarez
@spglobal.com

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

Factores Crediticios Clave

Resumen

Fortalezas clave

Ruba se mantiene como uno de los desarrolladores líderes de vivienda en México.

Modelo de negocio flexible favorecido por la diversificación de segmentos y una buena reserva territorial.

Política financiera prudente, con muy bajo nivel de endeudamiento y sólidos niveles de caja.

Riesgos clave

Concentración de mercado en México, aunque comienza a diversificarse hacia U.S.A.

Alta dependencia de las ventas que se financian con créditos de Infonavit y Fovissste.

Presiones inflacionarias y mayores salarios en el norte del país pueden deteriorar la rentabilidad.

A pesar de un entorno económico complejo y un mercado de vivienda que se encuentra en niveles históricamente bajos, mantenemos nuestra expectativa de que Ruba se mantendrá como uno de los desarrolladores de vivienda líderes en México, gracias a su capacidad de adaptación a la demanda del mercado y a su amplia diversificación geográfica y de productos. Ruba se mantiene como uno de los desarrolladores de vivienda más importantes de México gracias a su amplia oferta de vivienda y diversificación geográfica, así como por su alto grado de flexibilidad para adaptar su oferta de vivienda en función de la demanda del mercado. La empresa abarca los sectores bajo, el cual representa aproximadamente la mitad de las unidades vendidas, y los segmentos medio y residencial, que ocupan el remanente de sus ventas. Consideramos que la compañía continúa fortaleciendo su participación de mercado mediante un crecimiento sostenido en la construcción de vivienda, lo que refleja su capacidad de adaptación y calidad de producto. En nuestra opinión, la compañía ha sabido adaptar su portafolio gracias a su oferta de productos diversificada, como lo hemos visto en los últimos años, hacia los

segmentos medio y residencial, para captar la creciente demanda del sector en el contexto actual. Esto le ha permitido incrementar los precios promedio de sus productos y proteger su rentabilidad. Adicionalmente, esperamos que la empresa continúe fortaleciendo su presencia en el mercado mexicano, a pesar de que la oferta de vivienda ha caído significativamente a nivel nacional en los últimos años, a cerca de 130,524 unidades en los últimos 12 meses que concluyeron en abril de 2023, contra 314,569 en 2015, debido a los recortes en los subsidios y un complicado entorno económico. Sin embargo, pensamos que Ruba se encuentra bien posicionada para fortalecer sus operaciones debido su alto nivel de reserva territorial, que abarca 12 estados de la república, en 16 plazas, principalmente en el norte del país, lo que le permite contar con una buena diversificación geográfica y atender mercados con un buen dinamismo en la demanda de vivienda. Además, estos últimos, actualmente se ven favorecidos por la demanda de vivienda ante la creciente necesidad de acercamiento de operaciones (*nearshoring*), lo que le permitirá a la compañía vender por encima de las 11,000 unidades en 2023.

En los próximos 12 meses, prevemos que Ruba reportará incrementos en ingresos de doble dígito, favorecido por un mayor volumen en unidades y mayores precios promedio, aunque esperamos una ligera contracción en los márgenes de EBITDA de la compañía.

En los últimos 12 meses que concluyeron en marzo 2023, Ruba reportó la venta de 10,334 viviendas, niveles que no se veían desde 2018, logrando ingresos por \$13,399.4 millones de pesos mexicanos (MXN) y un EBITDA ajustado por MXN1,927.8 millones, con un margen de EBITDA ajustado de 14.4%. La estrategia en precios, acompañado de un cambio en la mezcla de productos, ha apoyado el incremento en la base de ingresos de la empresa, lo que a su vez, le ha permitido mitigar el impacto de mayores costos en materiales de construcción, que tuvieron un incremento por encima de la inflación en 2022 y contrajeron su rentabilidad en 170 puntos base respecto al año anterior. Consideramos que para 2023, los costos en la mano de obra ante la creciente demanda de trabajadores para la industria manufacturera e industrial, así como las continuas inversiones por parte de la compañía en personal calificado, presionaran ligeramente su rentabilidad. Esperamos que la empresa reporte un margen de EBITDA ajustado en torno a 13%-14% en los próximos 12 meses, favorecido por una mezcla balanceada de productos, mayores precios promedio, así como un aumento en el volumen de venta, lo que permitirá a la compañía a controlar en gran medida las presiones inflacionarias y el impacto de mayores salarios.

Esperamos que Ruba mantenga su política financiera prudente, mientras continúa con su plan de inversión de largo plazo.

A través de los años, Ruba ha fortalecido su perfil crediticio gracias a las políticas implementadas por su equipo directivo, que se ha traducido en una estrategia de crecimiento prudente y un negocio flexible. Estos factores le han permitido adaptarse a la demanda de mercado y contar con una buena capacidad de generación de flujo de efectivo, al tiempo que mantiene limitadas necesidades de financiamiento. Al 31 de marzo de 2023, la empresa no reportó deuda financiera en su balance, mientras que su saldo de efectivo y equivalentes era cercano a MXN767.7 millones. Consideramos que el alto nivel de reservas de efectivo, aunado a la predictibilidad del manejo de la compañía, y su política de dividendos correspondiente al 10% de la utilidad neta del año previo, son factores relevantes que respaldan nuestra expectativa sobre el perfil crediticio de la compañía. Esperamos que la compañía continúe invirtiendo de manera selectiva en la adquisición de tierra, en infraestructura, y en la edificación de proyectos, respaldando su visión de crecimiento a largo plazo. Mantenemos nuestra expectativa que la compañía implementara estas inversiones de manera prudente, fondeadas con una mezcla de caja, generación de flujo, y de ser necesario, deuda financiera. De tal forma, esperamos que Ruba mantendrá un apalancamiento negativo o cercano a cero para los siguientes 12 meses.

Perspectiva

La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que Ruba mantendrá un crecimiento en ingresos cercano a doble dígito, dentro de los próximos 12 meses, derivado a un incremento en precios promedio y unidades vendidas, con una ligera contracción en sus márgenes EBITDA alrededor de 13% y 14% y limitadas necesidades de financiamiento. Si bien esperamos un aumento en la inversión en su inventario, también esperamos que mantenga índices de apalancamiento bajos:

- Deuda neta ajustada a EBITDA negativa o cercana a cero, y

- Una posición de liquidez fuerte, con reservas de efectivo y generación de flujos de efectivo por encima de inversión en inventarios y distribución de dividendos.

Escenario negativo

Podríamos bajar la calificación de Ruba en los siguientes 12 meses, si la compañía adopta una estrategia financiera más agresiva, con uso de deuda para financiar proyectos de crecimiento insostenible. Por otro lado, una disminución inesperada en su rentabilidad también puede llevarnos a tomar una acción de calificación negativa, si la capacidad de traspaso de costos de la compañía se debilita y genera márgenes de EBITDA por debajo del 9%. Bajo tal escenario, esperaríamos ver un deterioro en sus indicadores crediticios:

- Con un índice de deuda neta a EBITDA por encima de 1.5x (veces), de manera consistente, y
- Una posición de liquidez debilitada, con coberturas de fuentes de liquidez sobre usos menores a 1.2x, de manera consistente.

Escenario positivo

Aunque es poco probable que subamos la calificación de Ruba en los próximos 12 meses, una acción de calificación positiva podría derivar de cambios estructurales en la compañía que muestren un perfil de negocio más fuerte. Consideramos que la comparabilidad de Ruba con pares con calificaciones más altas será importante desde el punto de vista de perfil de negocio, considerando su exposición sectorial, geográfica, ventajas competitivas, y sus fuentes de financiamiento, entre otros factores. Además, esperaríamos ver continuidad en el muy bajo apalancamiento y de posición de liquidez de la compañía, incluyendo:

- Un índice de deuda neta a EBITDA significativamente por debajo de 1.5x;
- Un índice de flujo de efectivo discrecional a deuda neta por encima de 25%, y
- Fuentes de liquidez sobre usos de liquidez para los próximos 24 meses mayor a 1.5x.

Nuestro Escenario Base

Supuestos

- Estimamos un crecimiento del producto interno bruto (PIB) de México y del índice de precios al consumidor (IPC) cercano al 1.3% y 6.4%, respectivamente, en 2023 y de 1.7% y 4.1%, respectivamente, en 2024;
- Estimamos un crecimiento en ingresos cerca de 19% en 2023 y entre 9% y 10% en 2024 derivado de un incremento en el precio promedio de venta cercano a 10% en 2023 y entre 2% y 3% en 2024. Esperamos que las unidades vendidas crezcan entre 8% y 9% en 2023 y cerca de 5% a 6% en 2024;
- Continuo incremento de costos de construcción por encima del IPC debido a la alta presión inflacionaria en los mercados globales, así como presiones en salarios en la parte norte del país ante una alta demanda de personal para sectores industriales y de manufactura;
- Consideramos que Ruba acelerará el desarrollo de inventarios en 2023 y 2024, lo que debería resultar en mayores necesidades de capital de trabajo.
- El gasto de inversión (capex) se mantendría bajo, en torno a MXN30 millones-MXN35 millones, y
- El pago de dividendos se mantendrá en torno al 10% de la utilidad neta del año fiscal anterior.

Con base en estos supuestos, llegamos a los siguientes indicadores crediticios para 2023 y 2024:

- Margen de EBITDA entre 13% y 14%;
- Índice de deuda neta a EBITDA negativa o cercana a cero en ambos años, y
- Flujo de efectivo discrecional positivo en 2023 y 2024.

Indicadores Principales

Tabla 1-Inmobiliaria Ruba, S.A. de C.V. - Indicadores principales*

Millones de MXN	2021A	2022A	2023E*	2024E*
Unidades	9,739.0	10,326.0	11,000.0-11,300.0	11,700.0-12,000.0
Ingresos	10,989.8	13,136.9	15,500.0-15,600.0	17,000.0-17,100.0
Margen de EBITDA ajustado (%)	16.0	14.8	13.0-14.0	13.0-14.0
Flujo de efectivo operativo libre (FOCF)	868.4	(141.4)	500.0-600.0	1000.0-1,100.0
Dividendos	132.1	118.6	130.0-140.0	140.0-150.0
Flujo de efectivo discrecional	736.3	(260.0)	400.0-500.0	900.0-1,000
Índice ajustado de deuda a EBITDA (X)	NR	NR	NR	NR
Índice ajustado DCF a deuda (%)	NR	NR	NR	NR

*E: Esperado. FFO: Fondos operativos. FOCF: Flujo de efectivo operativo libre. DCF: Flujo de efectivo discrecional. NR: No Relevante

Descripción de la empresa

Fundada en 1980, Inmobiliaria Ruba S.A. de C.V. es una de las empresas desarrolladoras de vivienda más grandes de México. Se especializa en la construcción y comercialización de vivienda en los segmentos de interés social, ingreso medio y residencial. Actualmente, opera en 12 estados mexicanos, aunque tiene mayor presencia al norte del país. En los últimos 12 meses que concluyeron el 31 de marzo de 2023, Ruba reportó ingresos por MXN13,399.4 millones, con un margen de EBITDA de 14.4%, y con una venta de 10,334 viviendas.

Tabla 2- Inmobiliaria Ruba, S.A. de C.V. – Resumen financiero al 31 de diciembre

Millones de MXN	2022	2021	2020	2019	2018
Ingresos	13,136.9	10,989.8	10,132.5	9,008.5	8,463.9
EBITDA	1,943.6	1,762.0	1,435.4	1,317.8	1,151.8
Fondos de operaciones (FFO, por sus siglas en inglés)	1,935.5	1,702.5	1,295.2	1,199.4	1,007.1
Gastos por intereses	8.1	59.5	140.2	118.4	125.1
Flujo de efectivo operativo (OCF)	(95.6)	902.9	1,646.0	360.8	(263.5)
Gasto de capital	46.3	34.5	26.1	30.2	47.2
Flujo de efectivo operativo libre (FOCF)	(141.9)	868.4	1,619.9	330.6	(310.6)
Flujo de efectivo discrecional (DCF)	(260.6)	736.3	1,577.5	249.4	(379.5)
Efectivo e inversiones a corto plazo	1,580.3	2,145.6	2,554.6	841.7	1,136.8
Deuda	0.0	167.3	1,331.7	865.0	1,233.2
Capital común	10,736.2	9,548.9	8,390.8	7,632.3	6,866.7
Índices ajustados					
Margen de EBITDA (%)	14.8	16.0	14.2	14.6	13.6
Retorno a capital (%)	19.6	18.3	15.5	15.8	15.1
Cobertura de intereses con EBITDA (x)	239.6	29.6	10.2	11.1	9.2
Cobertura de intereses con FFO (x)	239.6	29.6	10.2	11.1	9.2
Deuda/EBITDA (x)	NR	NR	1.1	0.8	1.3
FFO/deuda (%)	NR	NR	84.5	109.5	68.8
OCF/deuda (%)	NR	NR	107.4	32.9	(18.0)
FOCF/deuda (%)	NR	NR	107.4	32.9	(18.0)
DCF/deuda (%)	NR	NR	102.9	22.8	(25.9)

Tabla 3-Conciliación de los montos reportados por Inmobiliaria Ruba, S.A. de C.V., con los montos ajustados por S&P Global Ratings (millones de MXN)

Al cierre del año fiscal 31 de diciembre de 2022*	Deuda	Ingresos operativos	EBITDA	EBITDA ajustado	Flujo de efectivo operativo
Montos reportados por la empresa	--	1,915.1	1,943.6	--	(138.8)
Interés pagado en efectivo	--	--	--	(8.1)	--
Pasivos por arrendamiento	--	--	--	--	--
Obligaciones beneficio posterior al retiro/compensación diferida	36.7	--	--	--	--
Inversiones líquidas y efectivo accesible	(1,185.2)	--	--	--	--
Ingreso no operativo (gasto)	--	71.8	--	--	--
Reclasificación de flujo de efectivo por intereses y dividendos	--	--	--	--	43.2
Deuda (otros)	640.8	--	--	--	--
Ajustes totales	(507.7)	71.8	--	--	--
Ajustado por S&P Global Ratings	Deuda	EBIT	EBITDA ajustado	Fondos de operaciones	Flujo de efectivo operativo
	--	1,986.9	1,943.6	1,935.5	(95.6)

Liquidez

Continuamos evaluando la liquidez de Ruba como fuerte. Esperamos que las fuentes de liquidez sobre usos sean mayores que 1.5x durante los próximos 12 meses y más de 1.0x durante los siguientes 12 meses. También esperamos que las fuentes exceden los usos, incluso si su EBITDA cayera 50% de nuestra expectativa actual para los próximos 12 meses. En nuestra opinión, la empresa tiene suficiente flexibilidad para absorber eventos de baja probabilidad y alto impacto sin necesidad de refinanciar de deuda, debido a sus fuertes reservas de efectivo

Principales fuentes de liquidez

- Efectivo y equivalentes por MXN767.7 millones al 31 de marzo 2023.
- FFO de MXN1,844 millones durante los próximos 12 meses.
- Líneas de crédito comprometidas disponibles de MXN1,500 millones con vencimiento mayor a 12 meses.

Principales usos de liquidez

- Requerimientos de capital de trabajo de MXN1,100 millones para los próximos 12 meses.
- Capex por MXN32 millones en los siguientes 12 meses.
- Inversiones en afiliadas cercanas a MXN808 millones en los próximos 12 meses.
- Pago de dividendos de MXN139.2 millones en los próximos 12 meses.

Análisis de restricciones financieras (*covenants*)

Requerimientos

Ruba tiene diversos *covenants* de incurrencia relacionados con sus líneas de crédito comprometidas.

Los principales *covenants* son:

- EBITDA a gasto financiero mayor a 2.5x;
- Deuda a EBITDA menor a 3.0x;
- Inventarios a deuda neta mayor a 1.5x, y
- Activos circulantes a pasivos circulantes mayor a 1.5x

Expectativa de cumplimiento

Esperamos que la empresa continúe en cumplimiento de estas razones financieras en los próximos 12 meses, con un margen importante sobre su EBITDA, mayor a una caída de 50%.

Factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo

Indicadores Crediticios ESG

E-1	E-2	E-3	E-4	E-5	S-1	S-2	S-3	S-4	S-5	G-1	G-2	G-3	G-4	G-5
-----	-----	------------	-----	-----	-----	------------	-----	-----	-----	-----	------------	-----	-----	-----

Los indicadores crediticios ESG proveen información y transparencia adicionales a nivel de entidad y reflejan la opinión de S&P Global Ratings sobre la influencia que los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo/gobernabilidad tienen en nuestro análisis de calificación crediticia. No son una calificación de sostenibilidad ni una Evaluación ESG de S&P Global Ratings. El alcance de la influencia de estos factores se refleja en una escala alfanumérica de 1 a 5, donde 1 = positivo, 2 = neutral, 3 = moderadamente negativo, 4 = negativo y 5 = muy negativo. Para obtener más información, consulte nuestro artículo "Definiciones y aplicación de los indicadores crediticios ESG", publicado el 13 de octubre de 2021.

Indicadores crediticios ESG: E-3, S-2, G-2

Los factores ambientales son una consideración moderadamente negativa en nuestro análisis de calificación crediticia de Ruba. Como todos los desarrolladores de vivienda, consideramos que sus operaciones tienen un impacto ambiental significativo a través de su cadena de valor, principalmente, relacionado con grandes volúmenes de materiales de construcción (frecuentemente no sustentables), generando contaminación y residuos de construcción, además del uso de agua. Ruba tiende a implementar ecotecnologías en sus desarrollos y esperamos que diseñen una estrategia de sostenibilidad más amplia en los próximos años, para así mantener su ventaja competitiva en México como uno de los principales desarrolladores de vivienda.

Criterios

- [Metodología para calificar empresas](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología: Riesgo de la industria](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes](#), 1 de abril de 2019.
- [Metodología de calificaciones de grupo](#), 1 de julio de 2019.
- [Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos](#), 16 de diciembre de 2014.

- Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas, 13 de noviembre de 2012.
- Metodología para calificaciones crediticias en escala nacional y regional, 25 de junio de 2018.
- Factores Crediticios Clave para la Industria de Desarrolladores Inmobiliarios y de Vivienda, 3 de febrero de 2014.
- Principios de las Calificaciones Crediticias, 16 de febrero de 2011.
- Principios ambientales, sociales y de gobierno corporativo en las calificaciones crediticias, 10 de octubre de 2021.

Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), 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 DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER 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 de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios 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 estudios, 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 (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener 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 está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de 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, normalmente de parte de 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.spglobal.com/ratings/es/ (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com (por suscripción) y podrían 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.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.