
Fitch Ratings ratifica la calificación 'BB+(mex)' de Sare; La perspectiva es Negativa

Monterrey, N.L. (Abril 05, 2011): Fitch Ratings ratifica las calificaciones de Sare Holding, S.A.B. de C.V. (SARE) como sigue:

- Calificación de Largo Plazo en Escala Nacional en "BB+(mex)"
- Emisión de Certificados Bursátiles SARE 08 con vencimiento en 2013 en "BB+(mex)".

La Perspectiva se mantiene Negativa.

Las calificaciones están soportadas por la diversificación geográfica de SARE en 10 estados de la República Mexicana, presentando algunos de estos una densidad poblacional alta, y por ende un crecimiento potencial de negocio para SARE, como son Distrito Federal, Estado de México y Jalisco, así como plazas con interesantes tasas de crecimiento como Querétaro y Cancún. Las calificaciones también se fundamentan en la diversificación que presenta la estructura de ingresos de la compañía al ofrecer vivienda para diferentes segmentos del mercado, así como en el mantenimiento de adecuados niveles de reserva territorial equivalente a 5 años de producción que le permitiría lograr su crecimiento proyectado.

La perspectiva negativa refleja el incremento en el apalancamiento de la compañía, nivel que se considera débil para la calificación asignada. Así mismo incorpora la expectativa de una significativa reducción en el nivel de apalancamiento como resultado de mayor generación de flujo de operación que debería empezar a presentarse hacia el segundo trimestre del 2011 y concretarse en la segunda mitad del 2011. El indicador de apalancamiento medido como Deuda dentro de Balance/EBITDA al cierre del año 2010 fue de 6.3 veces(x), que se incrementa a valores de 7.2x incluyendo factoraje, como resultado de un debilitamiento en la generación operativa por problemas de liquidez que disminuyeron la producción de viviendas. La calificación se revisaría a la baja si el apalancamiento no presenta una tendencia de fortalecimiento hacia el final del primer semestre del 2011; la perspectiva podría cambiar a estable si este indicador llega a niveles menores de 3.5x considerando información financiera al cierre del 2011.

Incorporado positivamente en la calificación se encuentra la capitalización realizada en Octubre del 2010, en donde SARE obtuvo 867 millones de pesos netos, con los cuales ha reactivado la producción de vivienda de interés social, segmento que presentó menor contribución a resultados de SARE que en años anteriores y que ha probado ser un sector más defensivo ante crisis económicas.

Los fondos de la capitalización también fueron utilizados en parte para terminar la construcción y apoyar el proceso de escrituración de varios de sus desarrollos verticales principalmente aquellos considerados como segunda vivienda localizados en ciudades turísticas. Específicamente la reciente venta y escrituración de unidades de estos desarrollos ha representado una fuente de liquidez importante para la empresa ya que además de ser proyectos de mayores márgenes que los de interés social, el pago en la mayoría de ellos es de contado. Esta situación, en conjunto con la reciente capitalización cambia sustancialmente la posición de liquidez de SARE al compararla con aquella que se tenía a inicios del 2010 y que fue un factor para la disminución de calificación de SARE por parte de Fitch en Mayo 2010. El incremento en el efectivo de la empresa fue de \$427 millones de pesos a pasar de \$120 millones en marzo 2010 a \$546 millones de pesos al cierre del 2010.

Fitch estima que esta posición de liquidez le permitirá a SARE soportar el ciclo operativo y de capital de trabajo sin incurrir en mayor endeudamiento

La estrategia de SARE de incrementar la producción y venta de viviendas para el sector de interés social, le permitiría regresar a una mezcla de ingresos de 60% interés social y 40% vivienda media y residencial. De esta manera Fitch espera que el ciclo de conversión de capital de trabajo mejorara

sustancialmente ya que la vivienda vertical, demanda ciclos mayores que llegaron a ser alrededor de 4 años y medio.

El programa de desincorporación de reserva territorial no estratégica está considerado de manera positiva en la calificación ya que este programa apoya la generación de flujo de caja, durante el 2010 este concepto ascendió a 235 millones de pesos, además que permite a SARE redirigir sus esfuerzos al sector de interés social.

La diversificación geográfica que muestra la compañía al tener presencia en 10 estados atenúa los riesgos inherentes a la concentración de operaciones y proporciona un adecuado margen de maniobra ante entornos económicos adversos de carácter regional. En adición a lo anterior, el enfoque operativo manejado por SARE le proporciona flexibilidad ante desajustes temporales en algún segmento al estar orientado a diversos perfiles de clientes. No obstante lo comentado, la comercialización de unidades en el segmento de segunda vivienda, si bien aumenta la variedad de productos a ofrecer y contribuye a mejorar los márgenes operativos, presenta un riesgo y dinámica diferentes a los que se tienen en el mercado de interés social, tanto por el perfil del cliente como por los esquemas financieros de individualización.

Al 31 de diciembre de 2010 la reserva territorial que tenía la compañía era equivalente a 50,589 viviendas, de las cuales 44,939 están destinadas al segmento económico y de interés social mientras que 5,650 para el segmento medio y residencial, misma que representa alrededor de 5 años de producción anticipada, lo cual Fitch considera le proporciona flexibilidad y seguridad al desarrollo de la compañía. Adicionalmente, SARE ha tenido la habilidad para manejar diversos esquemas de adquisición de tierra (compra directa, pagos diferidos y asociación), y ha concertado convenios con Instituciones Financieras que le han permitido reducir el uso de los recursos en la conformación de su inventario de tierra.

En cuanto al número de viviendas vendidas, durante el período 2003-2008 se observó un crecimiento sostenido al pasar de 6,829 a 11,377. Sin embargo, a raíz de la adopción del nuevo método de reconocimiento de ingresos que solo contempla unidades escrituradas, el número de unidades desplazadas para 2008 en base pro-forma se ubicó en 7,277, lo cual se compara con 6,021 y 2,684 unidades desplazadas en el 2009 y 2010 respectivamente. Asimismo, los ingresos al cierre del 2010 observan una disminución de 17.0% en comparación al cierre del 2009 mientras que la generación operativa mostró un decremento de 23.8%, considerando el reconocimiento de ingresos bajo INIF-14, desarrollo que refleja la problemática de falta de liquidez de SARE. La menor disminución en ingresos en relación a la caída en unidades vendidas se explica por un mayor precio promedio dada una mayor mezcla de vivienda de mayor valor.

Con respecto al indicador de apalancamiento medido como Deuda dentro de Balance/EBITDA, éste muestra un debilitamiento al cierre del 2010 en relación al 2009, al desplazarse de 5.5x a 6.3x, lo cual es el resultado de una menor generación operativa al pasar de \$528 millones a \$400 al cierre del 2010, sin embargo existió una disminución en la deuda de 13.7% al pasar de \$2,925 millones a \$2,525 al cierre del 2010. Esta reducción del nivel absoluto de deuda se originó primordialmente por una combinación de generación de flujo propio, venta de activos e incremento de capital.

El indicador de apalancamiento se deterioró durante el 2010 hasta llegar a 6.3x a cierre del año, no obstante, Fitch espera que con la modificación en la mezcla de ventas, incrementando la participación en vivienda económica y de interés social, así como disminuyendo la construcción de unidades destinadas a segunda vivienda, el ciclo de capital de trabajo se reduzca, contribuyendo esto a reducir el nivel de pasivo oneroso e incrementar la generación de flujo; De acuerdo a lo anterior Fitch estima que a finales del primer trimestre del 2011 los niveles de apalancamiento presentarían una ligera mejoría con respecto al cierre del 2010, pero en niveles similares, ya que el ciclo de conversión de efectivo del segmento de interés social no se ha completado; sin embargo se anticipa una mejoría gradual en el indicador de apalancamiento a partir del segundo trimestre del año para alcanzar niveles de 3.5-4.0x hacia finales de 2011

La liquidez de SARE se considera adecuada. Al 31 de diciembre de 2010 la empresa contaba con una caja por \$546 millones y la deuda total sumaba \$2,525 millones, un incremento de 222.1% y disminución de 13.7% respectivamente comparadas con las cifras de cierre del 2009. Esta posición de caja le proporciona a SARE mayor flexibilidad financiera ante la próximas amortizaciones del Certificado Bursátil por un monto de \$154 millones durante el 2011, la primera amortización del año es en julio y la siguiente en diciembre. SARE finalizó en el 2010 el proceso de negociación con los tenedores del bono SARE 08 para modificar ciertos covenants financieros. Luego de la adopción de la norma INIF-14, la estructura financiera de la compañía presentó modificaciones que resultaron desfavorables al cumplimiento de dichas razones financieras.

Contactos Fitch Ratings:

Indalecio Riojas (Analista Primario)

Director Asociado

Fitch México, S.A. de C.V.

+52 81 8399 9100

Prol. Alfonso Reyes No. 2612, Edificio Connexity, Monterrey, N.L.

José Vertiz (Analista Secundario)

Director

+1 212 908 0641

Alberto Moreno (Presidente del Comité de Calificación)

Director Senior

+52 81 8399 9100

Relación con los medios: Edna Gómez, edna.gomez@fitchratings.com, Monterrey, +52 81 8399 9100

Para mayor información visite nuestras páginas www.fitchratings.com y www.fitchmexico.com.

Las metodologías utilizadas por Fitch Ratings para asignar estas calificaciones son:

--'Corporate Rating Methodology', Agosto 16, 2010.

--'Evaluating Corporate Governance', Diciembre 16, 2010.

--'National Ratings Criteria', Enero 19, 2011.