

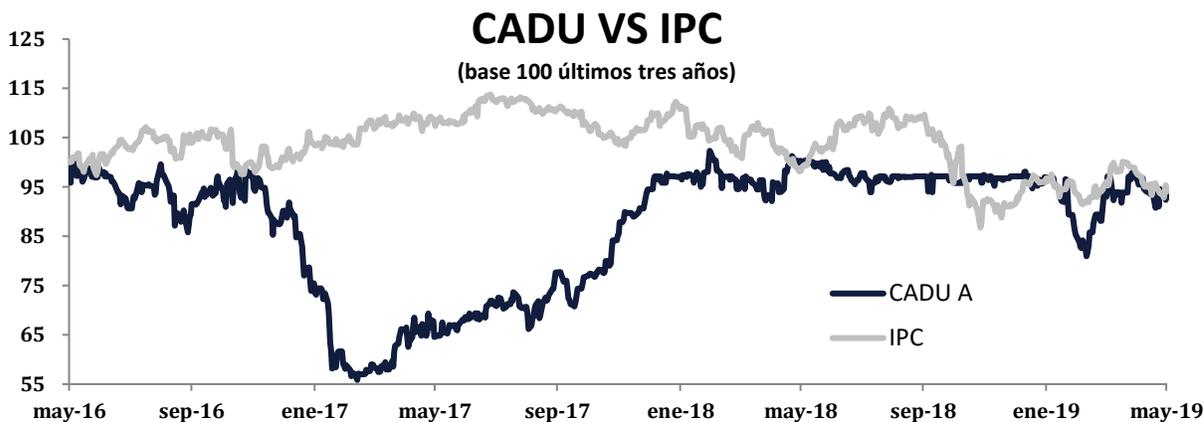
Ciudad de México a 4 de junio de 2019

CADU ajustó cifras del 4T18 y 1T19. En consecuencia, revisamos cifras proyectadas y elevamos ligeramente nuestro PO

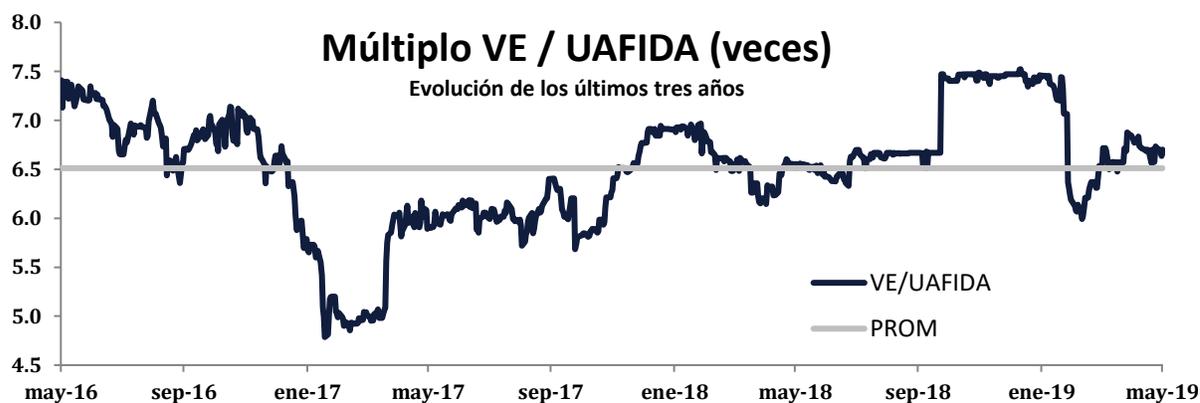
COMPRA	PO MAR20 17.80
Precio (serie A)	14.49
Máx./mín. (2A)	16.20 / 9.5
Rendimiento esperado	22.8%
Valor de mercado (M)	4,956
Valor de la empresa (M)	7,960
Acciones en circulación (M)	342
Flotante	33%
Importe prom. 2 años (Ps. \$ M)	1.65

Cifras en pesos, precios al 31 de mayo de 2019
Fuente: Apalache y BMV

El pasado 29 de mayo, la emisora envió a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) un comunicado, mediante el cual informó del cambio de las cifras del 1T19 reportadas el 25 de abril. Esto nos ha llevado a actualizar nuestro modelo de proyecciones financieras y, como resultado, incrementamos ligeramente nuestro PO 12 meses (marzo 2020) de Ps.\$17.60 a Ps.\$17.80. Ratificamos así nuestra recomendación fundamental de inversión de COMPRA.



Fuente: Apalache y BMV



Fuente: Elaboración propia con datos de la compañía

La compañía informó que en el reporte del 1T19 y en los informes presentados en su Asamblea General de Accionistas celebrada el pasado 29 de abril, existía una contingencia que podía modificar las cifras correspondientes al 4T18, a todo el ejercicio de 2018 y al 1T19.

Dicha contingencia consistió en que, al momento de la presentación de los reportes, los Auditores Externos de la Sociedad, Mancera, S.C., “no” habían emitido su opinión respecto a sus Estados Financieros. Además del retraso en la emisión de su opinión, los Auditores Externos argumentaron que se encontraban analizando el criterio para la aplicación de la Norma Internacional de Información Financiera NIIF 15 “Ingresos de Actividades Ordinarias Procedentes de Contratos con Clientes”, limitando dicho análisis exclusivamente a la determinación del momento contable del reconocimiento de Ingresos del Desarrollo *Allure*, ubicado en la Ciudad de Cancún, Quintana Roo.

Finalmente, el 9 de mayo pasado los Auditores Externos emitieron su dictamen respecto de los Estados Financieros por el ejercicio que terminó el 31 de diciembre de 2018 y, como consecuencia, las cifras de los Estados de Resultados y de Posición Financiera del 4T18 y 4T19 fueron modificados.

De acuerdo al comunicado de la empresa, al 31 de diciembre de 2018 habían celebrado 39 operaciones del Desarrollo Residencial *Allure*, por un monto de Ps.\$575.2 millones, sin embargo, según el criterio de los Auditores, únicamente debían registrarse 23 operaciones por un importe de Ps.\$354.3 millones y las 16 operaciones restantes, por un monto de Ps.\$220.8 millones, deberían ser reconocidas como ingresos hasta la fecha en que los contratos que tenían celebrados con los clientes fueran elevados a escritura pública.

De los Ps.\$220.8 millones que se dejaron de registrar como ingresos, se habían recibido depósitos por Ps.\$115.8 millones, quedando una cuenta por cobrar de dichas operaciones, al 31 de diciembre de 2018, de Ps.\$104.9 millones, que no se incluyeron en el rubro de Clientes por concepto de venta de viviendas. Durante los meses de enero a abril de 2019, de los Ps.\$104.9 millones que se tenían como Cuenta por Cobrar y no se registraron conforme al criterio de los Auditores, se cobraron Ps.\$80.7 millones, quedando por cobrar únicamente Ps.\$24.2 millones de las operaciones no registradas.

Derivado de lo anterior, las cifras del reporte del 1T19 fueron afectadas de la siguiente manera:

Principales cambios en el reporte del 1T19				
(Ps. \$ millones)				
Estado de Resultados Consolidado				
Concepto	Original	Ajustado	% Var.	
Ingresos por ventas de vivienda	762.2	926.9	21.6%	
Otros ingresos	22.3	22.3	0.0%	
Total Ingresos	784.5	949.2	21.0%	
Costo de Ventas	513.1	609.3	18.7%	
Intereses reconocidos en el costo de ventas	24.2	31.5	30.2%	
Utilidad Bruta	247.2	308.4	24.7%	
Utilidad de Operación	135.1	196.3	45.3%	
Utilidad antes de impuestos	130.8	192.0	46.8%	
Utilidad neta	115.9	177.1	52.8%	
UAFIDA	162.4	230.9	42.2%	

Estado de Situación Financiera				
Concepto	Original	Ajustado	% Var.	
Activo Total	9,659.8	9,512.0	-1.5%	
Cuentas por cobrar	548.4	494.4	-9.8%	
Otras Cuentas por cobrar	332.2	202.0	-39.2%	
Inventarios Inmobiliarios	7,316.9	7,353.3	0.5%	
Pasivo Total	4,879.4	4,725.7	-3.1%	
Depósitos vivienda	227.3	97.3	-57.2%	
Impuestos diferidos	674.1	650.4	-3.5%	
Capital Contable	4,780.4	4,786.3	0.1%	
Resultado del ejercicio	115.9	177.1	52.8%	

Fuente: Reportes de la empresa

Como consecuencia, hemos actualizado nuestro modelo de proyecciones financieras y los tres modelos que utilizamos para determinar nuestro Precio Objetivo 12 meses (PO 12M). En esencia nuestros supuestos base no han cambiado, simplemente fue afectada la información correspondiente al 4T18 y al 1T19, así como el precio de mercado de la emisora.

Método de valuación	Precio	Ponderación
FED	18.30	50%
VE/UAFIDA	15.80	40%
P/U	23.40	10%
Precio Objetivo (PO) Ponderado	17.80	100%
Precio actual	14.49	
Rendimiento potencial del PO	22.8%	
Rendimiento por dividendos	5.6%	
Rendimiento total esperado	28.4%	
Recomendación:	COMPRA	

Fuente: Elaboración propia

Resultados integrales				
	2018	2019 E	2020 E	2021 E
Ingresos netos	4,626	5,032	5,541	6,104
Costo de ventas	3,164	3,425	3,756	4,144
Gastos generales	521	566	608	664
Utilidad de operación	940	1,041	1,178	1,297
UAFIDA	1,111	1,241	1,386	1,515
Otros ingresos y (gastos) neto	-	-	-	-
Ingresos (gastos financieros)	(2)	(10)	(17)	(19)
Part. en result. de asociadas	2	-	-	-
Utilidad antes de impuestos	940	1,032	1,161	1,279
Impuestos a la utilidad	111	149	183	220
Operaciones discontinuadas	-	-	-	-
Part. no cont. en ut.(pérd.)neta	51	28	23	25
Part. cont. en ut.(pérd.)neta	778	855	955	1,034
Crecimientos en:				
Ingresos netos	2.6%	8.8%	10.1%	10.2%
Utilidad de operación	1.3%	10.8%	13.1%	10.2%
UAFIDA	6.6%	11.7%	11.7%	9.3%
Part. cont. en ut.(pérd.)neta	9.5%	9.9%	11.6%	8.3%
Márgenes:				
Operativo	20.3%	20.7%	21.3%	21.3%
UAFIDA	24.0%	24.7%	25.0%	24.8%
Neto	16.8%	17.0%	17.2%	16.9%
Acciones (mill.)	342	342	342	342
Valor en Libros	13.48	13.19	14.49	15.93
Utilidad por acción	2.28	2.50	2.79	3.02
UAFIDA por acción	3.25	3.63	4.05	4.43

Posición financiera				
	2018	2019 E	2020 E	2021 E
Activos Totales	9,393	9,805	10,416	11,175
Activos circulantes	9,249	9,655	10,258	11,009
Efv. y equivalentes de efvo.	674	462	311	182
Clientes (neto)	437	531	585	644
Inventarios	7,222	7,706	8,346	9,093
Otros activos circulantes	916	956	1,016	1,090
Activo no circulantes	144	150	158	166
Inversiones	-	-	-	-
Prop., Planta y Equipo (neto)	89	92	97	102
Activos intangibles (neto)	-	-	-	-
Otros activos no circulantes	55	57	60	64
Pasivos Totales	4,784	5,294	5,461	5,726
Pasivos circulantes	1,335	1,709	1,576	1,634
Deuda a corto plazo	652	928	828	828
Proveedores	319	315	318	361
Otros pasivos circulantes	364	466	429	445
Pasivos no circulantes	3,449	3,585	3,886	4,091
Deuda a largo plazo	2,718	2,828	3,103	3,303
Otros pasivos no circulantes	731	757	782	788
Deuda total	3,371	3,756	3,931	4,131
Deuda neta	2,696	3,294	3,620	3,949
Capital Contable	4,609	4,511	4,954	5,449
Participación controladora	4,505	4,409	4,843	5,326
Participación no controladora	104	102	112	123

Fuente: BMV, la empresa y estimaciones de Apalache

	Flujo de Efectivo			
	2018	2019 E	2020 E	2021 E
UAFIDA	1,111	1,241	1,386	1,515
Intereses netos	(2)	(10)	(17)	(19)
Impuestos	(111)	(149)	(183)	(220)
Inversión en capital de trabajo	(1,741)	(582)	(691)	(763)
Inversión en activos fijos e intangibles	(3)	(11)	(12)	(13)
Dividendos pagados	(257)	(276)	(296)	(319)
Variaciones en deuda	1,055	386	175	200
Otros	15	(812)	(512)	(511)
Incremento (Dec.) en Efectivo	67	(212)	(151)	(129)
Efvo. y equiv. al principio del período	608	674	462	311
Efvo. y equiv. al final del período	674	462	311	182

	Indicadores operativos y razones financieras			
	2018	2019 E	2020 E	2021 E
Liquidez	6.9x	5.7x	6.5x	6.7x
Prueba del ácido	1.5x	1.1x	1.2x	1.2x
Apalancamiento (PT/CC)	1.0x	1.17x	1.10x	1.1x
Deuda total/UAFIDA	3.0x	3.0x	2.8x	2.7x
Deuda neta/UAFIDA	2.4x	2.7x	2.6x	2.6x
Cobertura de intereses	710.5x	130.3x	82.0x	81.0x
Días inventario	822	810	800	790
Días de cobranza	34	38	38	38
Días de proveedores	36	33	30	31
Ciclo operativo (días)	820	815	808	797
ROA	8.8%	9.0%	9.4%	9.5%
ROE	18.0%	19.6%	19.7%	19.4%

Fuente: BMV, la empresa y estimaciones de Apalache

Declaraciones

Sobre la información presentada

Los analistas responsables de la elaboración de este reporte manifiestan que los análisis, valuaciones, opiniones, puntos de vista y conclusiones aquí expresadas reflejan una opinión totalmente independiente, la cual está basada en información que es considerada como pública y fidedigna.

Apalache manifiesta que el personal que realiza este reporte cuenta con experiencia, capacidad técnica y prestigio profesional y que se desempeñan libres de conflictos de interés y no están supeditados a intereses personales, patrimoniales o económicos respecto a las emisoras cubiertas.

El análisis desarrollado por Apalache es elaborado bajo los más elevados estándares de calidad y transparencia.

Independientemente de la relación de negocios que Apalache podría estar llevando con las emisoras analizadas, existe una barrera "Chinese Wall" entre las áreas de negocio de Apalache y los analistas fundamentales, con la finalidad de garantizar su independencia en las opiniones y recomendaciones de inversión.

La información se presenta en forma resumida y no pretende ser completa. No existe declaración o garantía alguna, expresa o implícita, respecto de la exactitud, imparcialidad, o integridad de esta información.

La información contenida en esta presentación es pública y fue obtenida en distintas fuentes. Las proyecciones o previsiones contenidas en este análisis son una recomendación generalizada y están basadas en suposiciones y estimaciones subjetivas sobre eventos y circunstancias que todavía no ocurren y están sujetas a variaciones significativas. No es posible garantizar el éxito de las estrategias planteadas.

El precio objetivo (PO) presentado en este reporte refleja el posible desempeño esperado de la acción en un periodo específico de tiempo. Dicho desempeño está determinado por la metodología de valuación seleccionada por Apalache, la cual se basa en la combinación de una o más metodologías generalmente aceptadas para la valuación financiera de una empresa y que pueden incluir valuación por múltiplos, flujos de efectivo descontados (DCF por sus siglas en inglés), suma de partes, valor de liquidación y cualquier otra metodología apropiada para el caso particular. Cabe destacar que dicha valuación podría verse afectada por otros factores, tales como el flujo de noticias generales o específicas de la compañía, percepción de los inversionistas sobre la emisora, el sector y los mercados financieros, operaciones de fusiones y adquisiciones, entre otros. Alguno o todos estos factores pueden llevar a una recomendación contraria a la indicada por la simple valuación fundamental.

Este análisis ha sido preparado con fines informativos. No se hace compromiso alguno respecto a la precisión, suficiencia, veracidad o exactitud de la información y opiniones aquí contenidas. Apalache no responderá por daño o perjuicio alguno derivado del presente. Esta presentación se basa en hechos y/o eventos que han ocurrido hasta esta fecha, por lo que hechos y/o eventos futuros pueden perjudicar las conclusiones aquí expresadas. Apalache no asume ninguna responsabilidad de actualizar, revisar, rectificar o anular esta presentación en función de cualquier acontecimiento futuro.

Este reporte y su contenido son propiedad de Apalache y, con excepción de Vector Casa de Bolsa, S.A. de C.V., no puede ser reproducido o difundido sin el consentimiento previo por escrito de Apalache.