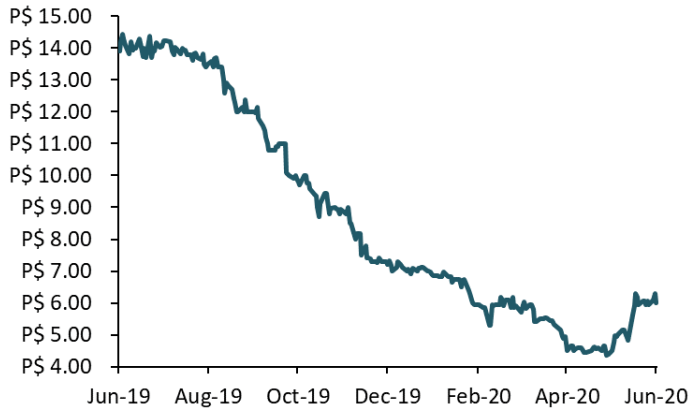


Corpovael, S.A.B. de C.V. (BMV: CADU A)

Resultados del 1T20 Afectados por Inicio de la Emergencia Sanitaria



RECOMENDACIÓN	EN REVISIÓN
Precio Objetivo 2020E (P\$)	ER
Precio Actual (P\$)	\$ 6.00
Dividendo Esperado (P\$)	\$ 0.00
Rend. Potencial	ER
Valor de Mercado (Mill. de P\$)	2,052
VE/ EBITDA 2020E	6.0x
P/U 2020E	3.4x
P/VL (Actual)	0.4x

Opinión y Recomendación de Inversión

Los resultados de CADU del 1T20 fueron afectados por el inicio de la pandemia y la cautela de los clientes, lo cual generó una reducción en ingresos, EBITDA y utilidad neta de 20.1%, 36.6% y 51.6%, respectivamente. Esto sucedió a pesar de que el precio promedio por unidad aumentó 13.4% a P\$659 mil. La empresa puso en revisión su guía de resultados de este año.

Creemos que la empresa ha tomado las medidas adecuadas para enfrentar la situación prevaleciente, lo cual incluyó: i) en la asamblea de tenedores de los Cebures CADU18 y CADU19 obtuvo una prórroga de los pagos de capital de los Cebures CADU18 correspondientes a los meses de mayo a diciembre de 2020 y una un dispensa en el cumplimiento de los covenants de los dos instrumentos financieros; ii) la empresa no pagará dividendos en 2020 y 2021; iii) obtuvo una prórroga en el pago de capital e intereses con varias instituciones financieras y, iv) adoptó medidas precautorias para recortar gastos no esenciales. La empresa mencionó en su comunicado que estas medidas le garantizan los recursos necesarios para enfocarse en las actividades que planea desarrollar en lo que resta de 2020 y durante 2021.

Resultados del 1T20

Los ingresos totales de CADU se situaron en P\$758 millones en el 1T20, con una caída del 20.1% AsA. Esto incluyó una disminución del 23.9% en los ingresos de vivienda, y del 95.3% en servicios de construcción, lo cual se vio parcialmente contrarrestado por un fuerte crecimiento de las ventas de terrenos.

Junio 17, 2020

Martin Lara
 +5255-6413-8563
 martin.lara@miranda-gr.com

En vivienda, las ventas de interés social se contrajeron 31.4% debido al cierre de operaciones durante las últimas dos semanas de marzo, las cuales son las más importantes del trimestre, afectando así el desempeño de los desarrollos de Cancún y de Playa del Carmen. Además, Guadalajara registró un agotamiento de inventario desde el año anterior. Los ingresos del segmento residencial cayeron 74.6% debido a una alta base de comparación ya que la empresa registró ventas correspondientes al 4T18 en el 1T19. Los ingresos del segmento medio crecieron 19.4% gracias a la escrituración del desarrollo México-Tacuba.

El precio promedio por unidad fue de P\$659 mil en el 1T20, con un incremento del 13.4%. Esto incluyó un importante aumento del 90.8% en residencial, del 26.0% en el segmento medio y del 6.6% en interés social.

El costo de ventas disminuyó 20.1% por lo cual siguió representando 67.5% de los ingresos totales. Sin embargo, los gastos de administración y ventas aumentaron 16.2%, equivalente a un 17.2% de ingresos totales en el 1T20, a partir de 11.8% en el 1T19. El EBITDA disminuyó 36.6% a P\$146 millones. El margen de EBITDA se contrajo 5 puntos porcentuales a 19.3%. La utilidad neta fue de P\$86 millones en el 1T20, con una reducción del 51.6%, a consecuencia de los menores resultados a nivel operativo.

CADU registró una razón de deuda neta a EBITDA de 3.56 veces al cierre del 1T20, la cual se compara con 2.44 veces en el 1T19. La empresa enfrenta vencimientos de P\$746 millones durante el año actual y otros P\$437 millones durante los próximos doce meses. Sin embargo, la empresa comentó en su conferencia telefónica que éstas son líneas de crédito revolventes. Por otro lado, CADU contaba con un saldo de efectivo de P\$419 millones al cierre del trimestre actual.

El ciclo de capital de trabajo fue de 997 días en el trimestre, desde 795 días en el 1T19 debido principalmente a un incremento en los días de inventario debido que la cautela de los clientes se intensificó con la contingencia sanitaria. CADU generó flujo de efectivo libre negativo de P\$213 millones en el 1T20, comparado con una cifra negativa de P\$94 millones en el 1T19.

El capital contable aumentó 2.8% a pesar de que la empresa llevó a cabo un ajuste de P\$334 millones en la utilidad neta del 4T19, de los cuales P\$220 millones correspondieron a la cancelación de la venta de la Parcela 186 y P\$114 millones a la provisión de impuestos diferidos.

Reapertura de la Economía

CADU cuenta con inventarios terminados en todos los segmentos en los que participa. Sin embargo, la empresa se enfocará en interés social ya que considera que los apoyos de los organismos de vivienda y de la banca de desarrollo se darán principalmente en ese segmento.

CADU se encuentra reactivando los desarrollos de vivienda de interés social en Cancún y Playa del Carmen, y de vivienda media, residencial y residencial plus en Cancún. Este año inició la escrituración del proyecto México-Tacuba, el cual se espera que contribuya de manera importante a los ingresos de este año. Además, la empresa está iniciando nuevos proyectos de interés social en Tulum, Querétaro y Jalisco. Estas medidas le permitirán aprovechar la recuperación que el sector podría experimentar durante la segunda mitad del año.

Resumen de la Conferencia Telefónica

CADU mencionó que sus operaciones estuvieron cerradas desde mediados de marzo hasta mayo. La actividad del estado de Quintana Roo ha mejorado en fechas recientes ya que éste se encuentra en semáforo anaranjado. La ocupación hotelera actual es del 15-17%, pero se espera que llegue a 60% a finales del año actual.

La mayor parte de los vencimientos de P\$1,183 millones durante los próximos doce meses son líneas revolventes. Además, la empresa cuenta con P\$2,000 millones de tierra disponible que puede ser usada como garantía, tiene líneas de crédito disponibles y está estructurando líneas de crédito adicionales.

(Cifras en Millones de Pesos)

ESTADO DE RESULTADOS	1Q20	1Q19	Change
Ventas	758	949	-20.1%
Utilidad de Operación	116	196	-41.0%
<i>Margen de Operación</i>	<i>15.3%</i>	<i>20.7%</i>	
EBITDA	146	231	-36.6%
<i>Margen EBITDA</i>	<i>19.3%</i>	<i>24.3%</i>	
Ganancia Financiera	3	3	-16.3%
Costo Financiero	-16	-8	116.6%
Ut. Antes de Impuestos	102	192	-46.8%
ISR y PTU	-16	-15	10.1%
<i>Tasa de ISR y PTU</i>	<i>16.1%</i>	<i>7.8%</i>	
Utilidad Neta Antes de Minoritarios	86	177	-51.6%
Interés Minoritario	-1	-11	-89.7%
Utilidad Neta	85	166	-49.1%
UPA	P\$ 0.25	P\$ 0.49	-49.1%
BALANCE GENERAL	1Q20	1Q19	Change
ACTIVO TOTAL	10,278	9,512	8.0%
Activo Circulante	9,962	9,392	6.1%
Efvo. E Inv. Temp.	419	766	-45.3%
Cuentas por Cobrar	417	494	-15.7%
Inventarios	7,852	7,353	6.8%
Activo de Largo Plazo	315	120	163.9%
Propiedad, Planta & Equipo	59	87	-31.8%
Activos por Impuestos Diferidos	107	0	N.A.
Otros Activos de LP	124	33	279.7%
PASIVO TOTAL	5,355	4,726	13.3%
Pasivo Circulante	1,626	1,297	25.3%
Pasivo de Largo Plazo	3,729	3,429	8.8%
CAPITAL CONTABLE TOTAL	4,923	4,786	2.8%
Cap. Contable Part. Controladora	4,783	4,672	2.4%
Interés Minoritario	140	115	22.1%
ESTADO DE FLUJO DE EFVO.	1Q20	1Q19	Change
UT. ANTES DE IMPUESTOS	86	177	-51.6%
Flujo de Efvo. Antes de Imp.	130	275	-52.8%
Cambios en el Cap. de Trabajo	-346	-373	-7.1%
Flujo de Efvo. de Operación	-216	-97	122.5%
Flujo de Efvo. Act. Inversión	3	3	-16.3%
Flujo de Efvo. de Financ.	141	186	-23.9%
Incr. (Decr.) Neto en Caja e Inv. Temp.	-72	92	-178.5%
Caja e Inv. Temp. Inicio del Periodo	491	674	-27.1%
Caja e Inv. Temp. Final del Periodo	419	766	-45.3%

Fuente: BMV

Disclaimer

El presente reporte fue elaborado por Miranda Global Research (“Miranda GR”) para CI Casa de Bolsa, S.A. de C.V. 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.

Miranda GR, de conformidad con la legislación aplicable, se ha asegurado que la presente recomendación personalizada es razonable para el cliente, pues ha verificado la congruencia entre el perfil del cliente y el perfil del producto financiero. En ningún caso deberá entenderse que la realización de lo anterior, garantiza el resultado, o el éxito de las estrategias propuestas en el presente documento.

La información contenida en este reporte fue obtenida por fuentes públicas y/o privadas. Las proyecciones o previsiones contenidas en este reporte 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. De esta manera, no es posible garantizar que cualquier resultado proveniente de este reporte ocurra en el futuro, es decir, no garantiza el resultado ni el éxito de las estrategias planteadas.

Este reporte fue preparado solamente con fines informativos. No se hace declaración alguna respecto a la precisión, suficiencia, veracidad o exactitud de la información y opiniones aquí contenidas. Miranda GR no responderá (ni por negligencia ni por cualquier otro motivo) de daño o perjuicio alguno derivado de o relacionado con el uso de este reporte o su contenido, o que de manera alguna se relacione con este reporte. Miranda GR no asume responsabilidad alguna relacionada con esta información, incluyendo, sin limitación cualquier declaración, expresa o implícita o garantía u omisiones contenidas en esta información.

Este reporte 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. Miranda GR no asume ninguna responsabilidad de actualizar, revisar, rectificar o anular este reporte en función de cualquier acontecimiento futuro.

Las opiniones relacionadas con este reporte eventualmente expresadas por Miranda GR, deben considerarse únicamente como una sugerencia/recomendación para conducir de una mejor manera diversos temas relacionados con la misma.

Este reporte y su contenido son propiedad de Miranda GR y no pueden ser reproducidos o difundidos en todo o en parte sin el consentimiento previo por escrito de Miranda GR.

Miranda Global Research percibe ingresos por parte de Corpovael, S.A.B. de C.V. por servicios de analista independiente.