

ARA LP
HR AA
Perspectiva Estable

ARA CP
HR1

ARA 21-2X
HR AAA
Perspectiva Estable

ARA 23X
HR AA
Perspectiva Estable

ARA Global
HR BBB- (G)
Perspectiva Negativa

2023

HR AA+
Perspectiva Estable

2024

HR AA+
Perspectiva Estable

2025

HR AA
Perspectiva Estable



Jesús Pineda

Subdirector de Corporativos

Analista Responsable

jesus.pineda@hrratings.com



Estephania Chávez

Analista

estephania.chavez@hrratings.com



Alfredo Márquez

Analista Sr.

alfredo.marquez@hrratings.com



Heinz Cederborg

Director Ejecutivo Sr. de Corporativos / ABS

heinz.cederborg@hrratings.com

HR Ratings revisó a la baja la calificación de HR AA+ a HR AA, manteniendo la Perspectiva Estable y ratificó la calificación de HR1 para Consorcio ARA. Asimismo, ratificó la calificación de HR AAA para la emisión ARA 21-2X y revisó a la baja la calificación de HR AA+ a HR AA para la emisión ARA 23X, ambas manteniendo la Perspectiva Estable. Finalmente, revisó a la baja la calificación de HR BBB (G) a HR BBB- (G), manteniendo la Perspectiva Negativa para Consorcio ARA

La revisión a la baja de las calificaciones para Consorcio ARA (ARA o la Empresa) se fundamenta en una menor generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) respecto a lo esperado en nuestras proyecciones y a la deuda neta positiva, lo que resultó en un impacto negativo en las métricas de DSCR, DSCR con Caja y Años de Pago. La Empresa reportó un FLE de P\$129m en 2024 (vs. P\$610m en nuestro escenario base), lo cual estuvo relacionado principalmente a mayores niveles de inventarios, debido a una mayor inversión en desarrollos en construcción y nuevos proyectos. Durante 2024 y cifras acumuladas al 2T25, los ingresos registraron un incremento de 5.5% y 12.7% respectivamente, debido al desplazamiento de unidades de proyectos finalizados en los tres segmentos. Sin embargo, debido a mayores costos por construcción y mayores gastos, principalmente por sueldos y promociones, los márgenes en 2024 se mantuvieron en línea, mientras que, en los resultados acumulados al 2T25 observamos una contracción en margen EBITDA de -110 puntos base (pb) respecto al 2T24 y de -131 pb respecto a nuestro escenario base. Asimismo, para el periodo proyectado, estimamos una TMAC24-27 de 5.6% en ingresos, como resultado del inicio de nuevas fases en desarrollos ya existentes, la finalización de los que proyectos que ya se encuentran en proceso y el arranque de construcción de nuevos proyectos. Por su parte, también estimamos un incremento en costos y gastos que arrojaría un margen bruto promedio de 26.5% y margen EBITDA de 11.8% para el periodo proyectado. En términos de FLE, proyectamos que ARA generaría P\$570m en 2027 (vs. P\$129m en 2024), como resultado de menores requerimientos de capital de trabajo. Finalmente, en cuanto a la estructura de financiamiento de ARA, proyectamos una deuda total de



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

P\$1,674m en 2027 (vs. P\$2,436m en 2024) y deuda neta de P\$121m en 2027 (vs. P\$149m en 2024). Esta disminución en deuda sería resultado de las amortizaciones en las líneas de crédito con base en el calendario vigente de ARA. De igual forma, consideramos el refinanciamiento de ARA 23X en 2026 bajo las mismas condiciones de tasa (TIIE28 + 170 pb) y vencimiento a tres años. Es importante mencionar que la calificación considera un ajuste cualitativo positivo por la expectativa de mejora en métricas en los siguientes años ante una mayor generación de FLE a partir de 2025.

Supuestos y Resultados (Cifras en millones de pesos)

Ejercicio Fiscal	Reportado		Escenario Base			Escenario Estrés			Prom. Ponderado		Grado de Estrés
	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	Base	Estrés	
Ingresos	6,749	7,118	7,672	7,971	8,379	7,359	6,776	7,429	7,909	7,207	-8.9%
EBITDA	819	866	897	941	999	840	762	834	931	817	-12.3%
Margen EBITDA	12.1%	12.2%	11.7%	11.8%	11.9%	11.4%	11.3%	11.2%	11.8%	11.3%	-45pb
Flujo Libre de Efectivo	-340	129	280	408	570	258	263	369	378	283	-25.2%
Servicio de la Deuda	175	273	331	1,446	318	331	1,450	334	647	652	0.8%
Deuda Total	2,301	2,436	2,190	1,979	1,674	2,190	1,979	1,674	2,019	2,019	0.0%
Deuda Neta	52	149	328	321	121	350	481	460	281	411	46.0%
DSCR	-1.9x	0.5x	0.8x	0.3x	1.8x	0.8x	0.2x	1.1x	0.9x	0.7x	-23.6%
DSCR con Caja	16.1x	8.9x	7.9x	1.6x	7.2x	7.8x	1.5x	5.7x	5.9x	5.6x	-6.3%
Deuda Neta a FLE	-0.2	1.2	1.2	0.8	0.2	1.4	1.8	1.2	0.9	1.5	71.4%
ACP	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	-0.1%

Fuente: HR Ratings con base en sus proyecciones e información histórica de la Empresa.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- Evolución de los Ingresos.** En términos de ingresos, ARA alcanzó ingresos totales por P\$7,118m en 2024 y de P\$3,922m acumulado al 2T25 (vs. P\$6,749m en 2023 y P\$3,480m al 2T24). Lo anterior es mayormente explicado por el incremento de ingresos en el segmento Tipo Medio y la recuperación de ingresos en el segmento Residencial durante el primer semestre de 2025.
- Generación de FLE.** La Empresa reportó un FLE de P\$129m en 2024 y de P\$202m acumulado al 2T25 (vs. -P\$340m en 2023 y P\$232m al 2T24). El incremento en el FLE observado en 2024 obedece a menores requerimientos de capital de trabajo derivado de mayor cobranza y mayor financiamiento con proveedores, lo que contrarrestó parcialmente el aumento en inventarios.
- Estructura de Financiamiento.** Al 2T25, ARA reportó una deuda total de P\$2,314m y deuda neta de P\$173m, lo que representa un incremento en la deuda total de 3.7% respecto al 2T24 y de 10.8% respecto a nuestro escenario base. En el 3T24 observamos la incorporación de dos líneas de crédito simple sin garantía, una con BanBajío y la otra con BBVA, ambas con una tasa de interés TIIE₂₈ + 150 pb y con vencimiento en 2027.

Expectativas para Periodos Futuros

- Crecimiento en Ingresos.** Proyectamos que la Empresa alcanzaría P\$8,379m en 2027 (vs. P\$7,118m en 2024). Lo anterior representa una TMAC₂₄₋₂₇ de 5.6%, lo que sería resultado de mayor desplazamiento de unidades a un mayor precio promedio como parte de la finalización de proyectos en los tres segmentos y el inicio de nuevos desarrollos.



- **Generación de FLE.** En términos de FLE, estimamos que ARA generaría P\$570m en 2027 (vs. P\$129m en 2024), derivado de menores requerimientos de capital de trabajo, principalmente en inventarios, como resultado de un mayor desplazamiento de unidades.
- **Estructura de Financiamiento.** En cuanto a los niveles de deuda estimamos que la Empresa alcanzaría deuda total de P\$1,674m y deuda neta de P\$121m en 2027 (vs. P\$2,436m y P\$149m en 2024), la disminución de deuda obedece a la amortización de las líneas de crédito con base en el calendario vigente de ARA. Asimismo, incorporamos el refinanciamiento de ARA 23X en 2026, bajo las mismas condiciones de tasa y vencimiento.

Factores Adicionales Considerados

- **Garantía de Pago Oportuno (GPO) ARA 21-2X.** La emisión ARA 21-2X cuenta con una GPO por la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) por un monto de hasta P\$150m, lo cual representa el 30.0% del monto de la Emisión. SHF tiene una calificación de HR AAA otorgada por HR Ratings. Por lo anterior, la emisión incorpora un ajuste de hasta dos notches por encima de la calificación corporativa.
- **Mayores niveles en métricas.** La calificación incorpora un ajuste cualitativo positivo por la expectativa de mayores niveles en métricas DSCR, DSCR con Caja y Años de Pago, como parte de una mayor generación de FLE a partir de 2025.

Factores que Podrían Subir la Calificación

- **Generación de FLE.** Si la Empresa muestra una mayor generación de FLE a lo largo del periodo proyectado y lo anterior resulta en niveles de DSCR por arriba de 1.9x de manera sostenida, esto podría generar un alza a la calificación.
- **Modificación de la Calificación Soberana.** Una modificación al alza de la calificación de México podría impactar la calificación global de la Empresa. Actualmente, la calificación soberana de México es HR BBB+ (G) con Perspectiva Negativa, revisada por HR Ratings el 25 de noviembre de 2024.

Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **Disminución de los niveles de DSCR.** Si la Empresa muestra una menor generación de FLE, derivado de mayores requerimientos de capital de trabajo, principalmente por la acumulación de inventario, y esto resulta en niveles de DSCR por debajo de 1.5x de manera sostenida, se podría generar una baja a la calificación.
- **Modificación de la Calificación Soberana.** Una modificación a la baja de la calificación de México podría afectar la calificación global de la Empresa. Actualmente, la calificación soberana de México es HR BBB+ (G) con Perspectiva Negativa, revisada por HR Ratings el 25 de noviembre de 2024.



Descripción del Emisor

Consorcio ARA S.A.B. de C.V. es una empresa mexicana dedicada al diseño, promoción, construcción y comercialización de desarrollos habitacionales. La Empresa cuenta con más de 48 años de experiencia en la industria de las viviendas en México donde ha construido y comercializado más de 399,000 casas. Al segundo trimestre de 2025 (2T25), la Empresa opera a través de cuatro diferentes líneas de negocios que son: (i) Interés Social, (ii) Tipo Medio, (iii) Residencial y (iv) Edificación y arrendamiento de centros comerciales. Actualmente, la Empresa mantiene presencia y operación en 15 estados de la República, a través de 41 desarrollos en construcción.

Análisis de Resultados

Con relación a los resultados operativos que presentó ARA en 2024 y al 2T25, se compararon dichas cifras con los resultados observados en 2023 y al 2T24 y las proyecciones realizadas por HR Ratings durante la revisión llevada a cabo el 22 de octubre de 2024. A continuación, se muestra una comparación con las proyecciones realizadas en el escenario base por HR Ratings.

Figura 1. Observado vs. Proyectado (Cifras en millones de pesos)

Concepto	Observado		Base 2024	2024 vs.		Acumulado		Base 2T25	2T25 vs.	
	2023	2024		2023	Base	2T24	2T25		2T24	Base
Ingresos	6,749	7,118	6,909	5.5%	3.0%	3,480	3,922	3,533	12.7%	11.0%
Utilidad Bruta	1,788	1,881	1,813	5.2%	3.8%	923	1,046	928	13.4%	12.7%
EBITDA	819	866	839	5.7%	3.2%	432	444	446	2.7%	-0.5%
Margen Bruto	26.5%	26.4%	26.2%	-6pb	19pb	26.5%	26.7%	26.3%	16pb	41pb
Margen EBITDA	12.1%	12.2%	12.1%	3pb	2pb	12.4%	11.3%	12.6%	-110pb	-131pb
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	-340	129	610	62.1%	-78.9%	232	202	134	-12.8%	51.1%
Deuda Total	2,301	2,436	2,162	5.9%	12.7%	2,232	2,314	2,089	3.7%	10.8%
Deuda Neta (DN)	52	149	-12	186.8%	1,395.1%	-13	173	-54	-1,404.7%	418.4%
Flujo Libre de Efectivo UDM	-340	129	610	62.1%	-78.9%	-317	99	525	131.3%	-81.1%
DSCR	-1.9x	0.5x	2.8x	N/A	N/A	-1.3x	0.4x	1.0x	N/A	N/A
DSCR con Caja inicial	16.1x	8.9x	13.5x	N/A	N/A	11.5x	9.4x	5.4x	N/A	N/A
Años de Pago (DN / FLE)	-0.2	1.2	-0.0	N/A	N/A	0.0	1.8	-0.4	N/A	N/A

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

En cuanto al total de ingresos, ARA reportó un incremento anual en 2024 de 5.5%, mientras que en cifras acumuladas al 2T25 se observó un incremento de 12.7% en comparación con el 2T24, así como de 3.0% y 11.0% contra nuestro escenario base en 2024 y al 2T25 respectivamente. Este incremento anual se debe a una mayor generación de ingresos de viviendas, principalmente en los segmentos Interés Social y Tipo Medio, lo que se vio parcialmente contrarrestado por una disminución de ingresos en el segmento Residencial. No obstante, en este último se ha observado una recuperación durante el primer semestre del 2025. Asimismo, dentro de los ingresos se registran los Otros Proyectos Inmobiliarios, para los cuales se observan ingresos en línea en el 2024 y al 2T25 en comparación con el 2023 y 2T24 respectivamente y un decremento de 4.7% en comparación con nuestras estimaciones. Estos representan cerca del 4.0% de los ingresos totales y se componen de ingresos por la venta de terrenos, el arrendamiento y administración de centros comerciales.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Figura 2. Evolución de Ventas por Segmento (Cifras en millones de pesos)

	Observado			Cambio a/a		Acumulado		Base 2T25	2T25 vs. 2T24	2T25 vs. Base
	2022	2023	2024	2023	2024	2T24	2T25			
Unidades Vendidas										
Interés Social	3,413	2,739	2,935	-19.7%	7.2%	1,472	1,399	1,380	-5.0%	1.4%
Tipo Medio	2,080	2,097	2,262	0.8%	7.9%	1,128	1,361	1,079	20.7%	26.1%
Residencial	800	737	552	-7.9%	-25.1%	258	295	313	14.3%	-5.8%
Total de Unidades	6,293	5,573	5,749	-11.4%	3.2%	2,858	3,055	2,772	6.9%	10.2%
Precio Promedio por Vivienda										
Interés Social	649	726	835	11.8%	15.1%	824	895	820	8.6%	9.1%
Tipo Medio	1,104	1,198	1,248	8.6%	4.2%	1,250	1,283	1,252	2.6%	2.4%
Residencial	2,643	2,638	2,785	-0.2%	5.6%	2,751	2,636	2,864	-4.2%	-7.9%
Precio Promedio**	1,053	1,156	1,185	9.8%	2.5%	1,166	1,236	1,219	6.0%	1.4%
Ingresos										
Interés Social	2,214	1,987	2,452	-10.2%	23.4%	1,213	1,252	1,132	3.2%	10.6%
Tipo Medio	2,296	2,512	2,823	9.4%	12.4%	1,410	1,746	1,351	23.8%	29.2%
Residencial	2,115	1,945	1,537	-8.1%	-20.9%	710	778	896	9.6%	-13.2%
Ingresos de viviendas*	6,624	6,444	6,812	-2.7%	5.7%	3,333	3,775	3,379	13.3%	11.7%
Otros Proyectos Inmobiliarios	331	305	306	-7.9%	0.3%	147	147	154	-0.3%	-4.7%
Total de Ingresos	6,956	6,749	7,118	-3.0%	5.5%	3,480	3,922	3,533	12.7%	11.0%

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

*No considera ingresos por Otros Proyectos Inmobiliarios.

**Precio promedio en miles de pesos.

En el segmento Tipo Medio, la Empresa reportó un incremento en ingresos de 23.8% al 2T25 en comparación con el 2T24 y de 29.2% respecto a nuestro escenario base. Este aumento es explicado por un mayor número de unidades vendidas y mayores ingresos por parte de proyectos ubicados en el Estado de México, Playa del Carmen, y Nayarit.

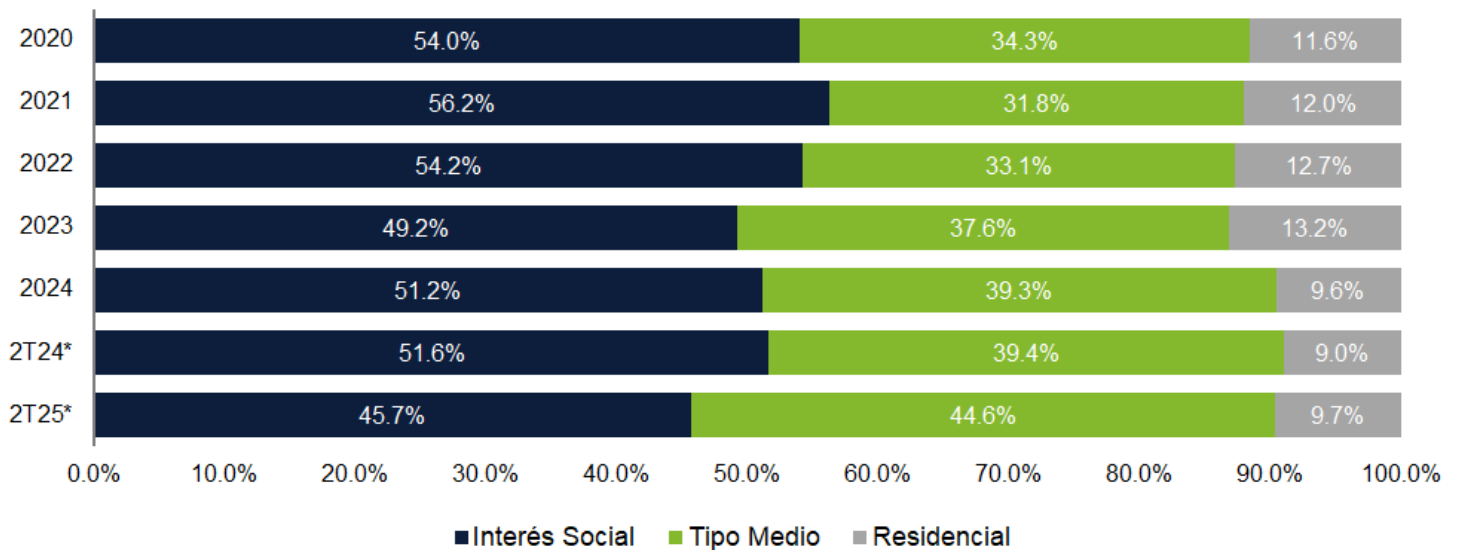
Por su parte, en Interés Social también se observó un incremento de 3.2% al 2T25 en comparación con el 2T24 y de 10.6% en nuestras proyecciones, lo cual se debe principalmente a un aumento en el precio promedio por vivienda como parte de una mayor demanda. Asimismo, el desarrollo de Valle del Sol, ubicado en Tijuana, impulsó en gran medida los ingresos. Es importante mencionar que, la compra de vivienda en este segmento depende del financiamiento que otorga Infonavit y el gobierno a través de Fovissste.

En el segmento Residencial observamos que en 2024 se registró un decremento de 20.9% en comparación con el 2023, todavía relacionado al huracán Otis que afectó ingresos en la plaza de Acapulco y a la finalización de dos desarrollos: Colinas de San José ubicado en Estado de México y Altavela II en Nayarit. Mientras que en el 2T25 observamos una recuperación de ingresos con un incremento de 9.6% en comparación con el 2T24, debido a un nuevo desarrollo que mantiene alta demanda en Nayarit.

Asimismo, es importante mencionar que, en cuanto a viviendas escrituradas por segmento, Interés Social continúa con la mayor participación alrededor del 50% en 2024. No obstante, el Tipo Medio continuó incrementando su participación, acercándose al 40.0% en 2024, debido a mayores ingresos por parte de mayores unidades vendidas. Finalmente, el segmento Residencial continúa con ~10% del total de viviendas escrituradas. La Figura 3 muestra la evolución en los últimos cinco años y las cifras acumuladas de los dos periodos analizados.



Figura 3. Mezcla de Viviendas Escrituradas

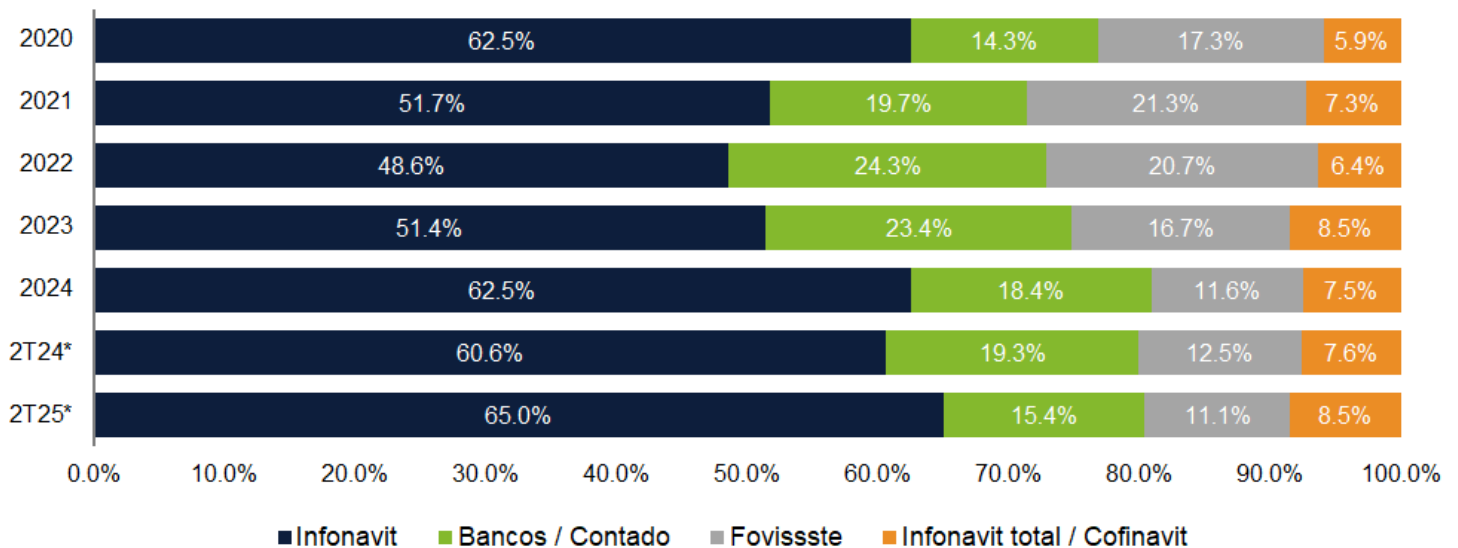


Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

*Cifras acumuladas.

En cuanto a la generación de ingresos por tipo de financiamiento, hasta el 2T25 el financiamiento a través de Infonavit representa el 65.0% de los ingresos, observando un incremento de 440 pb en comparación al 2T24. Lo anterior se atribuye al incremento de vivienda a través del esquema de línea III, el cual requiere menor puntaje que el crédito tradicional (línea II). Por su parte, al 2T25, el financiamiento por parte de Bancos y Fovissste disminuyeron 390 pb y 140 pb respecto al 2T24, es importante mencionar que el financiamiento bancario está relacionado con el desempeño de ARA en el segmento Residencial.

Figura 4. Tipo de Financiamiento



Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

*Cifras acumuladas.



Por otro lado, el comportamiento observado en los ingresos de Otros Proyectos Inmobiliarios se debe a menores ingresos por venta de terrenos y a una menor tasa de ocupación de los centros comerciales donde ARA participa, la cual pasó de 95.5% en el 2T24 a 94.3% en el 2T25. Al cierre del 2T25, ARA mantiene 199,071 m² de área rentable, lo cual representa un incremento de 0.6% respecto al periodo anterior. Además, cuentan con 12,932 m² destinados a unicentros y minicentros comerciales, dando un total de ABR de 212,003 m².

Con relación a la reserva territorial, ARA reportó un total de 30.1 millones (m) de m² al 2T25 con un valor de P\$4,632m (vs. 30.3m de m² con un valor de P\$4,400m en el 2T24), los cuales están destinados a edificar 114,716 viviendas en 18 estados de la República. Respecto a la distribución geográfica el 27.7% de la reserva territorial se encuentra en el Estado de México, el 26.8% en Quintana Roo y 8.8% en Guerrero, mientras que el resto se encuentra diversificado en los demás estados sin que estos representen más del 6.0% cada uno. Asimismo, la Empresa considera destinar 2m de m² a otros proyectos inmobiliarios diferentes a viviendas como desarrollos comerciales, turísticos y zonas industriales.

De las 114,716 unidades a edificar, el 63.5% pertenecerán a Interés Social, el 26.7% se destinarán al segmento de Tipo Medio, y 9.8% al segmento Residencial. En cuanto a la reserva territorial, el 95.3% se encuentra pagada y el 95.2% está libre de gravamen.

Con relación a los costos, estos incluyen todo lo relacionado con las construcciones, la infraestructura, urbanización, terrenos y licencias. Se observó un incremento al 2T25 de 12.5% respecto al 2T24 y de 10.4% respecto a nuestras estimaciones. Este incremento se debe al mismo incremento que se tuvo en ingresos, lo anterior dio como resultado un margen bruto en línea con el 2T24 y nuestras proyecciones (+16 pb y +41 pb respectivamente).

En cuanto a margen EBITDA, observamos una disminución de 110 pb respecto a 2T24 y de 131 pb debajo de nuestras proyecciones, mientras que, en 2024 se mantuvo en línea respecto al 2023 y 19 pb por arriba de nuestras proyecciones. La contracción anterior es principalmente explicada por un incremento en gastos de 22.8% respecto al 2T24 y de 25.0% respecto a nuestras estimaciones, lo que se atribuye a mayores gastos por sueldos, publicidad y promociones de venta.

Figura 5. Ingresos y EBITDA (Cifras en millones de pesos)

	Observado		Base	2024 vs.	2024 vs.	Acumulado		Base	2T25 vs.	2T25 vs.
	2023	2024	2024	2023	Base	2T24	2T25	2T25	2T24	Base
Ingresos totales	6,749	7,118	6,909	5.5%	3.0%	3,480	3,922	3,533	12.7%	11.0%
Ingresos por Vivienda	6,444	6,812	6,572	5.7%	3.7%	3,333	3,775	3,379	13.3%	11.7%
Otros Proyectos Inmobiliarios	305	306	337	0.3%	-9.2%	147	147	154	-0.3%	-4.7%
Costos	4,961	5,237	5,096	5.6%	2.8%	2,557	2,876	2,605	12.5%	10.4%
Utilidad Bruta	1,788	1,881	1,813	5.2%	3.8%	923	1,046	928	13.4%	12.7%
Gastos Operativos	969	1,015	973	4.8%	4.3%	491	603	482	22.8%	25.0%
EBITDA	819	866	839	5.7%	3.2%	432	444	446	2.7%	-0.5%
Margen Bruto*	26.5%	26.4%	26.2%	-6pb	19pb	26.5%	26.7%	26.3%	16pb	41pb
Margen EBITDA*	12.1%	12.2%	12.1%	3pb	2pb	12.4%	11.3%	12.6%	-110pb	-131pb

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

*Cambio en el margen se expresa en puntos base.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

En términos de FLE, la Empresa reportó P\$202m al 2T25 (vs. P\$232m al 2T24 y vs. P\$134m estimados en el escenario base), mientras que en resultados anuales reportaron un FLE de P\$129m en 2024 (vs. -\$340m en 2023 y vs. P\$610m en nuestros estimados). Esto es explicado por mayores requerimientos del capital de trabajo, especialmente en inventarios, como parte del desarrollo de nuevos proyectos y etapas subsecuentes de desarrollos en operación en los tres segmentos. Asimismo, la Empresa mostró mayor uso del financiamiento con proveedores al 2T25, lo que se vio parcialmente contrarrestado por las cuentas por cobrar. En cuanto al pago de impuestos, estos se siguen registrando, aunque en menor medida. En 2024 pagaron P\$30m y en cifras acumuladas al 2T25 observamos pago por P\$4m (vs. P\$111m en 2023 y P\$20m al 2T24). Por otro lado, observamos mayores arrendamientos en 2024 y al 2T25, principalmente por adquisición de maquinaria y equipo, así como por el uso de oficinas corporativas. Finalmente, para el cálculo del Capex de Mantenimiento se consideró el 100% de la depreciación de propiedad, planta y equipo registrada dentro del estado de resultados.

Figura 6. Flujo Libre de Efectivo (Cifras en millones de pesos)

	Observado		Base 2024	2024 vs. 2023	2024 vs. Base	Acumulado		Base 2T25	2T25 vs. 2T24	2T25 vs. Base
	2023	2024				2T24	2T25			
EBITDA	819	866	839	47	27	432	444	446	12	-2
Otro Flujo de Resultados	-5	-14	-13	-9	-2	-13	-4	0	8	-4
Cuentas por cobrar	-62	165	-21	227	186	-64	-48	60	15	-109
Inventarios	-977	-1,099	-531	-123	-568	-647	-575	-402	72	-173
Otros activos	-72	-80	22	-8	-101	29	175	-8	146	183
Proveedores	-128	58	115	186	-58	105	249	-46	144	295
Otros pasivos	43	241	222	198	19	312	-174	121	-486	-295
Capital de trabajo	-1,196	-715	-194	481	-521	-265	-373	-274	-108	-99
Impuestos pagados	-111	-30	-71	81	41	-20	-4	-56	16	52
Arrendamientos	-51	-65	-78	-15	13	-30	-51	-39	-21	-12
Amortización de arrendamientos	-38	-47	-41	-9	-7	-21	-39	-20	-17	-19
Intereses por arrendamiento	-12	-18	-38	-5	20	-8	-12	-19	-4	7
Dividendos Cobrados	1	25	25	24	0	25	50	0	25	50
Capex de mantenimiento	-47	-49	-40	-2	-9	-19	-35	-20	-16	-15
Reserva Territorial	249	110	141	-139	-31	121	176	76	55	100
Flujo libre de efectivo	-340	129	610	469	-481	232	202	134	-30	68

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

Es importante mencionar que, dado que la Empresa registra los movimientos de reserva territorial como parte de su capital de trabajo, HR Ratings realizó un ajuste especial en la generación de FLE, revirtiendo la compra de reserva, ya que esta se considerada como parte de las actividades de inversión.

Estructura de Financiamiento

En cuanto a la estructura de financiamiento, ARA reportó una deuda total de P\$2,314m al cierre de 2T25, lo que representa un aumento de 3.7% en comparación con el 2T24 (P\$2,232m), y un incremento de 10.8% contra P\$2,089m en el escenario base, mientras que, para la deuda neta observamos P\$173m al 2T25 en comparación con deuda neta negativa de P\$13m al 2T24 y deuda neta negativa de P\$54m en nuestras proyecciones. El incremento en la deuda es explicado por la contratación de dos créditos simples bancarios sin garantía hipotecaria con BanBajío y BBVA, ambos con una tasa de interés TIIE + 150 pb y vencimiento a tres años, los cuales tienen un saldo insoluto al 2T25 de P\$75m y P\$150m respectivamente. Lo anterior se vio contrarrestado por P\$143m de amortizaciones en sus otros créditos bancarios. Asimismo, la Empresa mantiene las mismas



emisiones de deuda bursátil: ARA 23X y ARA 21-2X. Es importante mencionar que, ARA 21-2X cuenta con una GPO por la SHF por un monto de hasta P\$150m, lo cual representa el 30.0% del monto de la emisión, dicha garantía tiene como finalidad proporcionar cobertura a los tenedores contra un probable impago de intereses, o en su caso, el monto del principal.

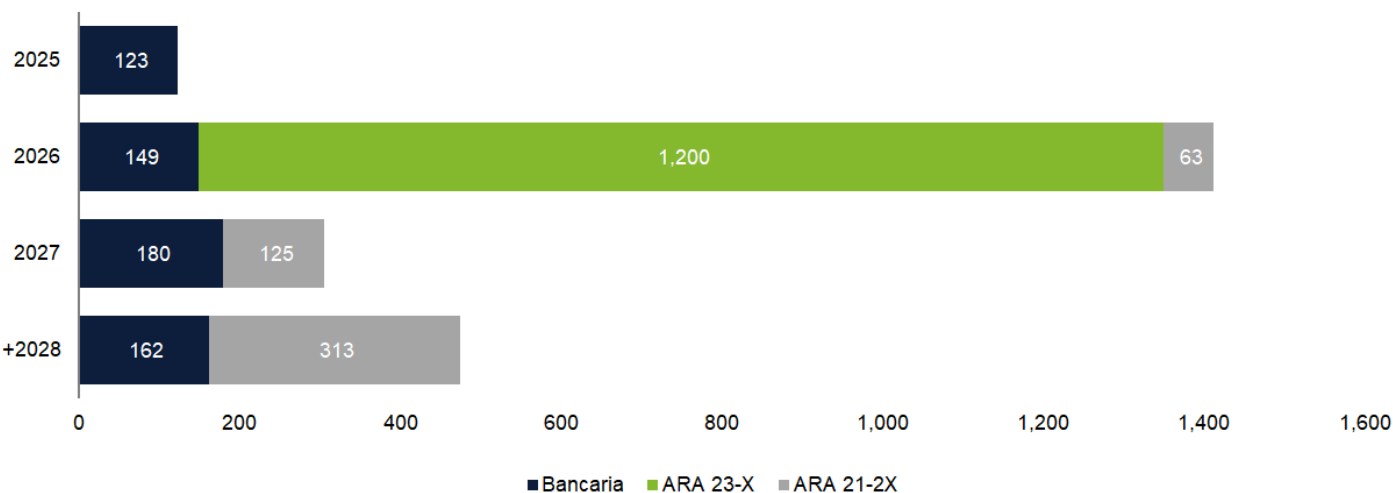
Figura 7. Composición de la Deuda al 2T25 (Cifras en millones de pesos)

Deuda	Monto	Tipo de deuda	Tasa de interés	Fecha de Vencimiento	Moneda
ARA 23X	1,200	CEBURES	TII _{E28} + 1.7%	25-nov-26	Pesos
ARA 21-2X	500	CEBURES	9.6%	12-oct-28	Pesos
BanBajío 1	50	Crédito simple sin Garantía	TII _{E28} + 2.0%	19-dic-25	Pesos
BanBajío 2	75	Crédito simple sin Garantía	TII _{E28} + 1.5%	20-sep-27	Pesos
BBVA	150	Crédito simple sin Garantía	TII _{E28} + 1.5%	26-sep-27	Pesos
Scotiabank Plaza Centella - crédito simple	9	Crédito simple con Garantía	TII _{E28} + 2.5%	16-dic-26	Pesos
Banorte Centro San miguel - crédito simple	89	Crédito simple con Garantía	TII _{E28} + 2.4%	14-ago-29	Pesos
Banorte Centro San miguel - crédito simple	52	Crédito simple con Garantía	TII _{E28} + 2.4%	14-may-31	Pesos
Banorte Centro San miguel - porción B	109	Crédito simple con Garantía	TII _{E28} + 2.4%	14-jun-35	Pesos
Scotiabank ampliación	5	Crédito simple con Garantía	TII _{E28} + 2.5%	16-dic-26	Pesos
SCOTIABANK 1a disposición	16	Crédito simple con Garantía	TII _{E28} + 4.3%	15-ene-27	Pesos
SCOTIABANK 2a disposición	7	Crédito simple con Garantía	TII _{E28} + 4.9%	15-ene-27	Pesos
SCOTIABANK 3a disposición	8	Crédito simple con Garantía	TII _{E28} + 5.0%	15-ene-27	Pesos
SCOTIABANK 4a disposición	20	Crédito simple con Garantía	TII _{E28} + 4.7%	15-ene-27	Pesos
SCOTIABANK 5a disposición	3	Crédito simple con Garantía	TII _{E28} + 4.8%	15-ene-27	Pesos
SCOTIABANK 6a disposición	21	Crédito simple con Garantía	TII _{E28} + 3.7%	15-ene-27	Pesos
Total	2,314				

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

En cuanto a las características de la deuda, el 10.1% es a corto plazo y la totalidad de la deuda es en pesos mexicanos. Asimismo, el 78.4% de la deuda se encuentra en tasa variable, la Empresa registró una tasa pasiva de 12.6% durante los últimos doce meses (UDM) al 2T25, comparado con 13.7% en el periodo anterior. Este decremento en la tasa pasiva se debe al movimiento en los valores de la TIIE promedio entre los periodos analizados.

Figura 8. Calendario de Amortización (Cifras en millones de pesos)



Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.



Tomando en cuenta la generación de FLE durante los UDM al 2T25, se observaron niveles de DSCR de 0.4x (vs. -1.3x al 2T24), DSCR con caja de 9.4x (vs. 11.5x al 2T24) y 1.8 Años de Pago (vs. cero años al 2T24).

Finalmente, ARA mantiene contratos de instrumentos financieros derivados con fines de cobertura. Al 2T25, tienen un Collar por precio de ejercicio Cap de 12.4% y un precio de ejercicio Floor de 7.9% con vencimiento en 2026. Además, cuentan con un Cap a tasa fija de 9.0% con vencimiento en 2027 y otros seis Caps con tasas de interés máximas, tres de ellos del 7.0%, dos del 8.0% y uno del 9.0%, todos con vencimiento en 2027.

Figura 9. Instrumentos Financieros Derivados (Cifras en millones de pesos)

Contraparte	Tipo de derivado	Tasa Pagada	Tasa Recibida	Vencimiento	Nocional
Banorte	Cap	9.0%	TIIE 28 días	16-nov-27	56
Banorte	Collar	Cap 12.4% Floor 7.9%	TIIE 28 días	14-dic-26	226
Contraparte	Tipo de derivado	Tasa máxima (Techo)		Vencimiento	Nocional
Scotiabank	Cap Financiado	7.00%		15-ene-27	19
Scotiabank	Cap Financiado	7.00%		15-ene-27	9
Scotiabank	Cap Financiado	7.00%		15-ene-27	9
Scotiabank	Cap Financiado	8.00%		15-ene-27	24
Scotiabank	Cap Financiado	8.00%		15-ene-27	4
Scotiabank	Cap Financiado	9.00%		15-ene-27	25
Total					372

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa.

Análisis de Escenarios

En el análisis de riesgos realizado sobre las métricas financieras y de efectivo disponible de ARA por parte de HR Ratings se tiene como objetivo determinar la capacidad de pago con relación a las obligaciones de deuda ante un escenario base y un escenario de estrés.

Escenario Base

En cuanto a ingresos, proyectamos P\$8,379m en 2027, lo que representaría una TMAC₂₄₋₂₇ de 5.6%. Este crecimiento estaría relacionado a mayores ingresos por venta de vivienda, como resultado de la continua demanda en Tipo Medio y Residencial. Lo anterior consideraría la finalización de proyectos en los tres segmentos, así como el inicio de nuevos desarrollos en estados de la República Mexicana donde ARA había dejado de tener participación en los últimos años, y nuevas etapas de los desarrollos ya existentes. Como resultado de lo anterior, esperaríamos un mayor precio promedio y mayores unidades vendidas para los años proyectados. Respecto a Interés Social, estimamos un crecimiento en ingresos más conservador, debido a que últimamente este segmento se había beneficiado del financiamiento que otorga Infonavit a través del esquema de línea III, el cual a principios de este año entró en revisión, por lo que continuarían trabajando bajo el esquema de línea II. Finalmente, estimamos que, dada la disminución de tasas de interés e inflación, incrementa el financiamiento bancario y ARA pueda beneficiarse de una mayor demanda de créditos hipotecarios.



Figura 10. Evolución de Ventas por Segmento (Cifras en millones de pesos)

	Reportado		Escenario Base			Crecimiento	
	2023	2024	2025	2026	2027	2024-2027	TMAC ₂₄₋₂₇
Unidades Vendidas							
Interés Social	2,739	2,935	2,811	3,010	3,061	4.3%	1.4%
Tipo Medio	2,097	2,262	2,581	2,481	2,521	11.5%	3.7%
Residencial	737	552	583	636	688	24.6%	7.6%
Total de Unidades	5,573	5,749	5,975	6,127	6,270	9.1%	2.9%
Precio Promedio por Vivienda							
Interés Social	726	835	894	852	854	2.3%	0.8%
Tipo Medio	1,198	1,248	1,283	1,300	1,358	8.8%	2.8%
Residencial	2,638	2,785	2,637	2,920	2,915	4.6%	1.5%
Precio Promedio**	1,156	1,185	1,232	1,248	1,283	8.3%	2.7%
Ingresos							
Interés Social	1,987	2,452	2,512	2,565	2,615	6.7%	2.2%
Tipo Medio	2,512	2,823	3,311	3,225	3,422	21.2%	6.6%
Residencial	1,945	1,537	1,537	1,857	2,005	30.4%	9.3%
Ingresos de viviendas*	6,444	6,812	7,360	7,647	8,043	18.1%	5.7%
Otros Proyectos Inmobiliarios	305	306	312	324	336	9.8%	3.2%
Total de Ingresos	6,749	7,118	7,672	7,971	8,379	17.7%	5.6%

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa. Proyecciones a partir del 3T25.

*No considera ingresos por Otros Proyectos

**Precio promedio en miles de pesos.

En términos de EBITDA, estimamos que la Empresa generaría P\$999m para 2027 comparado con P\$866m en 2024, lo cual es equivalente a una TMAC₂₄₋₂₇ de 4.9%. Observamos una contracción en margen EBITDA para 2025, lo que está explicado por mayores gastos en sueldos, promociones y publicidad, posteriormente esperaríamos una estabilización en los mismos y un ligero crecimiento en márgenes hacia 2026 y 2027. De igual forma, para los años siguientes estimamos precios más estabilizados en insumos de construcción, obteniendo como resultado que el crecimiento de costos esté en línea con los ingresos y un margen bruto similar a los históricos, teniendo niveles promedio de 26.5% para los periodos proyectados.

Figura 11. Ingresos y EBITDA (Cifras en millones de pesos)

	Reportado		Escenario Base			Crecimiento		
	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Ingresos Totales	6,749	7,118	7,672	7,971	8,379	7.8%	3.9%	5.1%
Costo de Ventas	4,961	5,237	5,644	5,863	6,158	7.8%	3.9%	5.0%
Utilidad Bruta	1,788	1,881	2,028	2,108	2,221	7.8%	3.9%	5.3%
Gastos de Operación	969	1,015	1,132	1,167	1,222	11.5%	3.1%	4.7%
EBITDA	819	866	897	941	999	3.5%	4.9%	6.2%
Margen Bruto*	26.5%	26.4%	26.4%	26.5%	26.5%	1pb	1pb	6pb
Margen EBITDA*	12.1%	12.2%	11.7%	11.8%	11.9%	-48pb	12pb	12pb

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa. Proyecciones a partir del 3T25.

*Cambios en márgenes expresados en puntos base.



En términos de FLE, proyectamos que ARA genere P\$570m para 2027 contra un FLE de P\$129m en 2024. Durante el periodo proyectado estimamos que la Empresa muestre mejores resultados operativos, sumado a menores requerimientos de capital de trabajo, en comparación con lo observado en 2023 y 2024. Dentro del capital de trabajo proyectamos menores niveles de inventario para los siguientes años, considerando el desplazamiento de unidades debido a la finalización de proyectos que se encuentran en proceso, lo que a su vez permitiría compensar la inversión que se realice para nuevos desarrollos en los siguientes años. Por su parte, estimamos que las cuentas por cobrar aumenten durante el periodo proyectado, asumiendo que la Empresa desplazaría las unidades de los proyectos finalizados, pero a su vez iniciaría nuevos desarrollos. Para las cuentas por pagar con proveedores, consideramos que la Empresa continuará haciendo uso del financiamiento con los mismos, aunque en menor medida.

En cuanto a los otros activos, asumimos un crecimiento mayormente asociado con la inflación en otras cuentas por cobrar. Para los otros pasivos, durante 2025, consideramos mantener los niveles observados al cierre del 2T25 y un comportamiento más normalizado en los siguientes años debido a menores anticipos de clientes como resultado de regresar solo al financiamiento con Infonavit a través del esquema línea II. Con relación al pago de impuestos, asumimos una tasa efectiva del 30% en línea con la tasa observada históricamente. Asimismo, para los pagos de arrendamiento tomamos en consideración las amortizaciones observadas durante los UDM al 2T25.

Finalmente, como Capex de mantenimiento incorporamos el 100% de la depreciación de propiedad, planta y equipo registrada dentro del estado de resultados. Como hemos mencionado anteriormente, nuestro cálculo del FLE toma en consideración un ajuste especial por la reversión de la compra de reserva territorial, donde se consideró una compra de P\$151m, P\$137m y P\$119m para 2025, 2026 y 2027 respectivamente.

Figura 12. Flujo Libre de Efectivo (Cifras en millones de pesos)

	Reportado		Escenario Base			Crecimiento		
	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
EBITDA	819	866	897	941	999	31	44	58
Otro Flujo de Resultados	-5	-14	-4	0	0	10	4	0
Cuentas por cobrar	-62	165	-50	-67	-85	-215	-17	-18
Inventarios	-977	-1,099	-585	-415	-246	514	170	169
Otros activos	-72	-80	168	-15	-16	247	-183	-1
Proveedores	-128	58	66	17	-8	8	-50	-25
Otros pasivos	43	241	-216	29	30	-457	245	1
Capital de trabajo	-1,196	-715	-618	-452	-326	97	166	126
Impuestos pagados	-111	-30	-35	-66	-70	-6	-30	-4
Arrendamientos	-51	-65	-87	-76	-76	-22	11	0
Amortización de arrendamientos	-38	-47	-64	-53	-53	-17	11	0
Intereses por arrendamiento	-12	-18	-23	-23	-23	-6	0	0
Dividendos Cobrados	1	25	50	0	0	25	-50	0
Capex de mantenimiento	-47	-49	-74	-77	-77	-25	-3	0
Reserva Territorial	249	110	151	137	119	41	-14	-18
Flujo Libre de Efectivo	-340	129	280	408	570	151	129	161

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa. Proyecciones a partir del 3T25.



Estructura de Financiamiento

Respecto a la estructura de financiamiento, estimamos que, al cierre de 2027 la Empresa alcance una deuda total de P\$1,674m en 2027 (vs. P\$2,436m en 2024), mientras que para la deuda neta proyectamos P\$121m (vs. P\$149m en 2024). El decremento en la deuda total se debe a la amortización de las líneas de crédito con base en su calendario vigente. Con relación a los refinanciamientos de la deuda, únicamente incorporamos el refinanciamiento de la emisión ARA 23X en la fecha de su vencimiento legal (2026) y consideramos la misma tasa (TIE₂₈ + 170 pb).

Figura 13. Evolución de Deuda Neta (Cifras en millones de pesos)

	Reportado		Escenario Base			Crecimiento		
	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Flujo libre de efectivo	-340	129	280	408	570	151	129	161
Inversión en acciones permanentes	-7	0	-57	-52	-53	-57	5	-2
Inversión menos capex de mantenimiento	-42	-7	-23	-0	-0	-16	23	0
Interés neto sobre la deuda	-7	-7	-7	-7	-7	0	0	0
Cambio en Capital	-270	-12	-176	-175	-182	-165	1	-7
Compra de Reserva Territorial	-249	-110	-151	-137	-119	-41	14	18
Cambio en efectivo antes de financ.	-914	-98	-178	7	200	-80	185	194
Nuevo financiamiento neto	67	136	-246	-212	-305	-382	35	-93
Cambio en efectivo	-848	38	-424	-205	-105	-463	219	101
Nuevo financiamiento neto	67	136	-246	-212	-305	-382	35	-93
Otros movimientos en deuda	1	-0	0	0	0	1	-0	0
Cambio en deuda total	67	136	-246	-212	-305	-382	34	-93
Cambio en deuda neta	915	97	178	-7	-200	81	-185	-194
Deuda Total	2,301	2,436	2,190	1,979	1,674	-246	-212	-305
Deuda Neta	52	149	328	321	121	178	-7	-200

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa. Proyecciones a partir del 3T25.

Para el periodo proyectado estimamos métricas DSCR de 1.8x en 2027 (vs. 0.5x en 2024), DSCR con caja de 7.2x (vs. 8.9x en 2024) y 0.2 Años de Pago (vs. 1.2 años en 2024).

Escenario Estrés

El escenario de estrés estimado por HR Ratings toma en consideración un entorno desfavorable para la Empresa, en donde no sea posible alcanzar los niveles de operación estimados para los siguientes años. Adicionalmente, se espera que se observen mayores presiones en márgenes, así como en las distintas métricas consideradas por HR Ratings.

- En cuanto a los ingresos, estimamos una menor venta de unidades, asumiendo que se retrasen los proyectos en construcción, resultando en un promedio de ingresos anuales de 2025 a 2027 de P\$7,188m (vs. P\$8,007m en nuestro escenario base), lo que resultaría en un grado de estrés en ingresos de 8.9% en comparación con el escenario base.
- Respecto a márgenes, proyectamos mayores presiones inflacionarias en los costos de construcción resultando en un mayor costo de ventas, así como mayores gastos administrativos para mantener las operaciones de la Empresa. Lo anterior resultaría en un margen EBITDA promedio ponderado de 11.3% en el escenario estrés (vs. 11.8% en el escenario base).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

- En términos de FLE, esperamos una menor generación debido a menores resultados operativos y mayores presiones en el capital de trabajo principalmente dentro de los inventarios y las cuentas por cobrar. Lo anterior resultaría en una caída ponderada de 25.2% en comparación con el escenario base.
- Para la estructura de financiamiento no asumimos mayor disposición de recursos, aunque estimamos un escenario de bajo crecimiento y baja inflación, donde se considera una mayor tasa TIE₂₈. Lo anterior en conjunto con una menor generación de FLE daría como resultado una deuda neta de P\$460m en 2027 (vs. P\$121m en el escenario base).
- En cuanto a las métricas para los años 2025 a 2027 consideramos niveles de DSCR promedio ponderado de 0.7x (vs. 0.9x en el escenario base), DSCR con Caja promedio ponderado de 5.6x (vs. 5.9x en el escenario base) y 1.5 Años de Pago (vs. 0.9 años en el escenario base).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Análisis de Factores ASG

El propósito de este análisis es incorporar en la calificación crediticia el impacto que los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG o ESG, por sus siglas en inglés) tienen sobre la calidad crediticia de ARA. A continuación, se presentan los principales puntos considerados, así como la etiqueta correspondiente para cada uno de ellos.

Factor Ambiental: Superior

Respecto al factor ambiental, es importante mencionar que ARA mantiene Certificados Bursátiles (CEBURS) sustentables con clave de pizarra ARA 21-2X y ARA 23X. Los recursos de estos CEBURS se han destinado para la edificación verde, ya sea para nuevos proyectos o para refinanciar proyectos elegibles. Para que los proyectos puedan ser elegibles en materia ambiental deben implementar ecotecias que permitan ahorros anuales de energía, agua o contribuyan a la reducción de CO₂ del desarrollo según los criterios de sustentabilidad establecidos por Infonavit. Por otro lado, en 2024 la empresa obtuvo la certificación EDGE nivel 1 en 738 viviendas y certificación EDGE *Advanced* nivel 2 en 1,092 viviendas. Por su parte, desde el 2015 ARA forma parte del Programa Especial de Cambio Climático, a través de la iniciativa Acción Nacional Apropriada de Mitigación (NAMA) con el objetivo de promover la edificación de vivienda sustentable.

Factor Social: Superior

En el factor social, Consorcio ARA está enfocado principalmente en el Objetivo de Desarrollo Sostenible 11 (ODS 11) Ciudades y Comunidades Sostenibles, buscando el acceso de viviendas y servicios básicos adecuados, seguros y asequibles mediante la construcción de viviendas de manera sostenible. Con este tipo de viviendas se busca reducir el impacto ambiental per cápita de ciudades gestionando la calidad de aire y los desechos municipales. Por lo anterior, las emisiones ARA 21-2X y ARA 23X impactan positivamente al financiar o refinanciar proyectos relacionados con criterios verdes. Finalmente, ARA realiza diferentes donaciones de inversión social por medio de Fundación ARA, en 2024 donaron P\$10.4m, entre los cuales hubo donaciones en efectivo y especie en apoyo a proyectos de educación y salud, entregas de despensas a los afectados por el huracán John en Acapulco, Guerrero, entre otros.

Factor Gobernanza: Promedio

Dentro del factor de gobernanza, la Empresa cuenta hasta este periodo con un consejo de administración de 12 miembros, de los cuales 8 son independientes (66.6% del total), lo cual se encuentra por encima de lo establecido por la Ley de Mercado de Valores. Además, cuentan con un comité de auditoría y comité de prácticas societarias, los cuales son 100% independientes. Asimismo, en 2024 se observaron dos cambios en el equipo directivo. El primero fue el nombramiento del Ing. Miguel Guillermo Lozano Pardini como nuevo director general de la División Vivienda, en sustitución del Ing. Germán Ahumada Russek, quien ocupó este cargo durante 48 años y el segundo fue la incorporación del C.P. Felipe Loera Reyna como nuevo CFO de ARA.

Es importante mencionar que, la calificación de la Empresa no incorpora notches cualitativos por ESG, ya que dichas prácticas en términos ambientales y sociales son realizadas dentro del sector por competidores del mismo tamaño.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Balance General (Cifras en millones de pesos)

	Años Calendario					Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVOS TOTALES	22,857	24,385	24,739	25,380	25,954	23,688	24,787
Activo Circulante	15,321	16,568	16,733	17,053	17,310	16,011	16,872
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,226	2,287	1,863	1,658	1,553	2,221	2,140
Cuentas por Cobrar a Clientes	722	557	607	674	759	785	605
Otras Cuentas por Cobrar Neto	148	109	157	164	171	121	153
Inventarios	11,594	12,838	13,480	13,932	14,200	12,242	13,347
Otros Activos Circulantes	632	778	627	627	627	642	627
Activos No Circulantes	7,535	7,816	8,006	8,327	8,644	7,676	7,915
Reserva Territorial	5,162	5,272	5,423	5,560	5,679	5,284	5,449
Negocios Conjuntos	340	384	482	658	848	349	370
Propiedades de Inversión	1,052	1,030	1,015	1,015	1,015	1,049	1,015
Planta, Propiedad y Equipo	203	213	252	252	252	200	252
Impuestos Diferidos	258	330	286	286	286	259	286
Otros Activos e Instrumentos Financieros Derivados	241	241	201	210	218	241	198
Efectivo Restringido	72	50	50	50	50	74	50
Activos por Derecho de Uso	206	297	296	296	296	221	296
PASIVOS TOTALES	7,982	8,829	8,856	8,943	8,924	8,483	9,083
Pasivo Circulante	2,066	2,529	3,751	2,687	2,756	2,587	2,799
Pasivo con Costo	175	283	1,412	305	354	179	235
Proveedores	663	721	787	804	796	768	970
Impuestos por Pagar	145	147	153	155	156	201	153
Otros Pasivos Circulantes	1,006	1,262	1,283	1,310	1,336	1,351	1,327
Pasivo por Arrendamiento CP	76	116	114	114	114	88	114
Pasivos no Circulantes	5,915	6,300	5,106	6,256	6,167	5,896	6,284
Pasivo con Costo	2,126	2,154	779	1,674	1,319	2,053	2,079
Impuestos Diferidos	3,669	3,988	4,175	4,422	4,685	3,720	4,057
Pasivo por Arrendamiento LP	108	135	117	117	117	102	117
Beneficios a Empleados	34	38	42	44	46	39	42
Gastos por colocación y Otros	-21	-15	-8	-2	-0	-18	-11
CAPITAL CONTABLE	14,875	15,556	15,882	16,436	17,030	15,205	15,704
Minoritario	34	36	37	38	40	35	36
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	33	34	36	37	38	34	36
Utilidad del Ejercicio	2	2	1	1	2	1	1
Mayoritario	14,841	15,520	15,845	16,398	16,990	15,170	15,668
Capital Contribuido	985	1,039	1,048	1,048	1,048	1,045	1,048
Utilidades Acumuladas y Otros	13,194	13,795	14,096	14,622	15,167	13,795	14,268
Utilidad del Ejercicio	662	686	701	728	774	329	351
Deuda Total	2,301	2,436	2,190	1,979	1,674	2,232	2,314
Deuda Neta	52	149	328	321	121	-13	173
Días Cuentas por Cobrar	36	38	32	32	32	40	32
Días Inventario	803	851	849	856	835	854	838
Días Proveedores	51	49	54	53	53	53	52

Fuente: HR Ratings con base en información trimestral interna de la Empresa. Proyecciones a partir del 3T25.

*Cierres anuales dictaminados por Deloitte.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Estado de Resultados (Cifras en millones de pesos)

	Años Calendario					Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
Ingresos	6,749	7,118	7,672	7,971	8,379	3,480	3,922
Interés Social	1,987	2,452	2,512	2,565	2,615	1,213	1,252
Interés Medio	2,512	2,823	3,311	3,225	3,422	1,410	1,746
Residencial	1,945	1,537	1,537	1,857	2,005	710	778
Otros Proyectos Inmobiliarios	305	306	312	324	336	147	147
Costo de Ventas	4,961	5,237	5,644	5,863	6,158	2,557	2,876
Utilidad Bruta	1,788	1,881	2,028	2,108	2,221	923	1,046
Gastos de Operación	969	1,015	1,132	1,167	1,222	491	603
EBITDA	819	866	897	941	999	432	444
Depreciación y Amortización	82	91	127	130	130	40	63
Depreciación y Amortización Operativa	47	49	74	77	77	19	35
Amortización de Arrendamientos	35	42	53	53	53	20	28
Utilidad Operativa antes de Otros	738	775	770	811	869	392	380
Otros Ingresos y Gastos Netos	-8	-33	-1	0	0	-21	-1
Utilidad Operativa después de Otros	729	743	769	811	869	372	379
Ingresos por Intereses	293	214	188	162	153	96	102
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	89	70	45	23	25	36	34
Intereses Pagados por Arrendamiento	12	18	23	23	23	8	12
Otros Gastos Financieros	4	2	6	10	3	1	1
Ingreso Financiero Neto	187	125	114	107	102	50	56
Resultado Cambiario	-9	12	-6	0	0	5	-6
Resultado Integral de Financiamiento	178	137	108	107	102	55	49
Utilidad Después del RIF	907	880	876	918	972	426	428
Participación en Asociadas	69	94	112	124	136	45	60
Utilidad antes de Impuestos	976	973	989	1,042	1,108	472	488
Impuestos sobre la Utilidad	312	286	287	313	332	142	137
Impuestos Causados	88	39	53	66	70	93	22
Impuestos Diferidos	224	247	234	247	263	49	115
Utilidad Neta Consolidada	664	687	702	729	776	330	351
Participación minoritaria en la utilidad	2	2	1	1	2	1	1
Participación mayoritaria en la utilidad	662	686	701	728	774	329	351
Cifras UDM							
Cambio en Ventas	-3.0%	5.5%	7.8%	3.9%	5.1%	-4.2%	12.2%
Margen Bruto	26.5%	26.4%	26.4%	26.5%	26.5%	26.7%	26.5%
Margen EBITDA	12.1%	12.2%	11.7%	11.8%	11.9%	12.2%	11.6%
Tasa de Impuestos	32.0%	29.4%	29.0%	30.0%	30.0%	31.1%	28.4%
Ventas Netas a PP&E	33	33	30	32	33	34	30
ROCE	6.6%	6.2%	5.8%	5.8%	6.1%	6.3%	5.9%
Operativo							
Viviendas Escrituradas	5,573	5,749	5,975	6,127	6,270	5,596	5,946
Cambio en Viviendas Escrituradas	-11.4%	3.2%	3.9%	2.5%	2.3%	7.3%	6.3%
Precio Promedio**	1.16	1.18	1.23	1.25	1.28	1.15	1.22
Intereses netos pagados	89	70	45	23	25	81	68
Intereses capitalizados en inventario	212	238	208	173	142	223	230
Total de Intereses	301	308	253	196	166	304	298
Tasa Pasiva	13.6%	13.1%	10.9%	9.3%	9.2%	13.7%	12.6%
Tasa Activa	8.5%	7.2%	6.9%	6.7%	6.5%	7.5%	7.5%

Fuente: HR Ratings con base en información trimestral interna de la Empresa. Proyecciones a partir del 3T25.

*Cierres anuales dictaminados por Deloitte.

**Cifras en millones de pesos



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Base: Flujo de Efectivo (Cifras en millones de pesos)

	Años Calendario					Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	976	973	989	1,042	1,108	472	488
Partidas sin Impacto en el Efectivo	0	0	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización	82	91	127	130	130	40	63
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-69	-94	-112	-124	-136	-45	-60
Intereses a Favor	-293	-214	-188	-162	-153	-96	-102
Otras Partidas de Inversión	17	8	9	10	3	5	4
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	-263	-208	-165	-146	-156	-96	-95
Intereses Devengados	89	70	45	23	25	36	34
Intereses por Arrendamiento	12	18	23	23	23	8	12
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	102	87	68	45	47	44	46
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	814	852	893	941	999	419	439
Decremento (Incremento) en Clientes	-62	165	-50	-67	-85	-64	-48
Decremento (Incremento) en Inventarios	-977	-1,099	-585	-415	-246	-647	-575
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-72	-80	168	-15	-16	29	175
Incremento (Decremento) en Proveedores	-128	58	66	17	-8	105	249
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	43	241	-216	29	30	312	-174
Capital de trabajo	-1,196	-715	-618	-452	-326	-265	-373
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-111	-30	-35	-66	-70	-20	-4
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-1,306	-745	-653	-517	-396	-285	-377
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	-492	108	240	424	604	135	62
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inver. de acciones con carácter perm.	-7	0	-57	-52	-53	-4	3
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-89	-55	-97	-77	-77	-13	-58
Dividendos Cobrados	1	25	50	0	0	25	50
Intereses Cobrados	293	214	188	162	153	96	102
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	199	183	59	-20	-30	103	97
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-293	291	298	404	574	238	159
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	0	300	0	0	0	0	0
Financiamientos Bursátiles	1,200	0	0	1,200	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	-133	-164	-246	-149	-180	-69	-123
Amortización de Financiamientos Bursátiles	-1,000	0	0	-1,263	-125	0	0
Amortización de Arrendamientos	-38	-47	-64	-53	-53	-21	-39
Intereses Pagados	-301	-311	-236	-196	-166	-142	-127
Intereses Pagados por Arrendamientos	-12	-18	-23	-23	-23	-8	-12
Instrumentos Financieros Derivados y Otros	0	0	-2	-3	-2	0	0
Financiamiento "Ajeno"	-285	-241	-546	-434	-496	-241	-301
Recompra de Acciones	-54	-10	-5	0	0	-1	-5
Otras Partidas	-16	-2	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	-200	0	-172	-175	-182	0	0
Financiamiento "Propio"	-270	-12	-176	-175	-182	-1	-5
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-555	-253	-723	-609	-678	-242	-306
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-848	38	-424	-205	-105	-4	-147
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	3,146	2,299	2,337	1,913	1,708	2,299	2,337
Efectivo y equiv. al final del Periodo	2,299	2,337	1,913	1,708	1,603	2,295	2,190
CAPEX de Mantenimiento	-47	-49	-74	-77	-77	-45	-65
Ajustes Especiales	249	110	151	137	119	219	165
Flujo Libre de Efectivo	-340	129	280	408	570	-317	99
Amortización de Deuda	1,133	164	246	1,412	305	1,137	218
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-966	11	36	0	0	-966	-39
Amortización Neta	167	175	283	1,412	305	171	179
Intereses Netos Pagados	7	98	48	34	13	72	76
Servicio de la Deuda	175	273	331	1,446	318	243	255
DSCR	-1.9	0.5	0.8	0.3	1.8	-1.3	0.4
Caja Inicial Disponible	3,146	2,299	2,337	1,913	1,708	3,114	2,295
DSCR con Caja	16.1	8.9	7.9	1.6	7.2	11.5	9.4
Deuda Neta a FLE	-0.2	1.2	1.2	0.8	0.2	0.0	1.8
Deuda Neta a EBITDA	0.1	0.2	0.4	0.3	0.1	0.0	0.2

Fuente: HR Ratings con base en información trimestral interna de la Empresa. Proyecciones a partir del 3T25.

*Cierres anuales dictaminados por Deloitte.



Escenario Estrés: Balance General (Cifras en millones de pesos)

	Años Calendario					Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVOS TOTALES	22,857	24,385	24,647	25,094	25,516	23,688	24,787
Activo Circulante	15,321	16,568	16,641	16,769	16,877	16,011	16,872
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,226	2,287	1,841	1,498	1,214	2,221	2,140
Cuentas por Cobrar a Clientes	722	557	538	491	639	785	605
Otras Cuentas por Cobrar Neto	148	109	157	164	171	121	153
Inventarios	11,594	12,838	13,479	13,990	14,227	12,242	13,347
Otros Activos Circulantes	632	778	627	627	627	642	627
Activos No Circulantes	7,535	7,816	8,006	8,326	8,640	7,676	7,915
Reserva Territorial	5,162	5,272	5,423	5,559	5,675	5,284	5,449
Negocios Conjuntos	340	384	482	658	848	349	370
Propiedades de Inversión	1,052	1,030	1,015	1,015	1,015	1,049	1,015
Planta, Propiedad y Equipo	203	213	252	252	252	200	252
Impuestos Diferidos	258	330	286	286	286	259	286
Otros Activos e Instrumentos Financieros Derivados	241	241	201	210	218	241	198
Efectivo Restringido	72	50	50	50	50	74	50
Activos por Derecho de Uso	206	297	296	296	296	221	296
PASIVOS TOTALES	7,982	8,829	8,807	8,825	8,752	8,483	9,083
Pasivo Circulante	2,066	2,529	3,715	2,629	2,689	2,587	2,799
Pasivo con Costo	175	283	1,412	305	354	179	235
Proveedores	663	721	752	746	728	768	970
Impuestos por Pagar	145	147	153	155	156	201	153
Otros Pasivos Circulantes	1,006	1,262	1,283	1,310	1,336	1,351	1,327
Pasivo por Arrendamiento CP	76	116	114	114	114	88	114
Pasivos no Circulantes	5,915	6,300	5,092	6,196	6,063	5,896	6,284
Pasivo con Costo	2,126	2,154	779	1,674	1,319	2,053	2,079
Impuestos Diferidos	3,669	3,988	4,161	4,362	4,580	3,720	4,057
Pasivo por Arrendamiento LP	108	135	117	117	117	102	117
Beneficios a Empleados	34	38	42	44	46	39	42
Gastos por colocación y Otros	-21	-15	-8	-2	-0	-18	-11
CAPITAL CONTABLE	14,875	15,556	15,841	16,269	16,765	15,205	15,704
Minoritario	34	36	37	38	39	35	36
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	33	34	36	37	38	34	36
Utilidad del Ejercicio	2	2	1	1	1	1	1
Mayoritario	14,841	15,520	15,804	16,231	16,725	15,170	15,668
Capital Contribuido	985	1,039	1,048	1,048	1,048	1,045	1,048
Utilidades Acumuladas y Otros	13,194	13,795	14,096	14,590	15,034	13,795	14,268
Utilidad del Ejercicio	662	686	659	592	643	329	351
Deuda Total	2,301	2,436	2,190	1,979	1,674	2,232	2,314
Deuda Neta	52	149	350	481	460	-13	173
Días Cuentas por Cobrar	36	38	31	30	31	40	32
Días Inventario	803	851	885	999	935	854	838
Días Proveedores	51	49	55	55	53	53	52

Fuente: HR Ratings con base en información trimestral interna de la Empresa. Proyecciones a partir del 3T25.

*Cierres anuales dictaminados por Deloitte.



Escenario Estrés: Estado de Resultados (Cifras en millones de pesos)

	Años Calendario					Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
Ingresos	6,749	7,118	7,359	6,776	7,429	3,480	3,922
Interés Social	1,987	2,452	2,445	2,142	2,325	1,213	1,252
Interés Medio	2,512	2,823	3,184	2,640	2,946	1,410	1,746
Residencial	1,945	1,537	1,419	1,671	1,823	710	778
Otros Proyectos Inmobiliarios	305	306	312	323	334	147	147
Costo de Ventas	4,961	5,237	5,421	5,029	5,512	2,557	2,876
Utilidad Bruta	1,788	1,881	1,938	1,747	1,917	923	1,046
Gastos de Operación	969	1,015	1,098	984	1,083	491	603
EBITDA	819	866	840	762	834	432	444
Depreciación y Amortización	82	91	127	130	130	40	63
Depreciación y Amortización Operativa	47	49	74	77	77	19	35
Amortización de Arrendamientos	35	42	53	53	53	20	28
Utilidad Operativa antes de Otros	738	775	713	632	704	392	380
Otros Ingresos y Gastos Netos	-8	-33	-1	0	0	-21	-1
Utilidad Operativa después de Otros	729	743	712	632	704	372	379
Ingresos por Intereses	293	214	186	148	126	96	102
Intereses Pagados por Pasivos Financieros	89	70	46	24	21	36	34
Intereses Pagados por Arrendamiento	12	18	23	23	23	8	12
Otros Gastos Financieros	4	2	6	9	3	1	1
Ingreso Financiero Neto	187	125	111	92	80	50	56
Resultado Cambiario	-9	12	-6	0	0	5	-6
Resultado Integral de Financiamiento	178	137	105	92	80	55	49
Utilidad Después del RIF	907	880	817	724	784	426	428
Participación en Asociadas	69	94	112	124	136	45	60
Utilidad antes de Impuestos	976	973	929	848	920	472	488
Impuestos sobre la Utilidad	312	286	269	254	276	142	137
Impuestos Causados	88	39	49	53	58	93	22
Impuestos Diferidos	224	247	220	201	218	49	115
Utilidad Neta Consolidada	664	687	660	594	644	330	351
Participación minoritaria en la utilidad	2	2	1	1	1	1	1
Participación mayoritaria en la utilidad	662	686	659	592	643	329	351
Cifras UDM							
Cambio en Ventas	-3.0%	5.5%	3.4%	-7.9%	9.6%	-4.2%	12.2%
Margen Bruto	26.5%	26.4%	26.3%	25.8%	25.8%	26.7%	26.5%
Margen EBITDA	12.1%	12.2%	11.4%	11.3%	11.2%	12.2%	11.6%
Tasa de Impuestos	32.0%	29.4%	29.0%	30.0%	30.0%	31.1%	28.4%
Ventas Netas a PP&E	33	33	29	27	29	34	30
ROCE	6.6%	6.2%	5.4%	4.5%	4.9%	6.3%	5.9%
Operativo							
Viviendas Escrituradas	5,573	5,749	5,756	5,685	5,973	5,596	5,946
Cambio en Viviendas Escrituradas	-11.4%	3.2%	0.1%	-1.2%	5.1%	7.3%	6.3%
Precio Promedio**	1.16	1.18	1.22	1.14	1.19	1.15	1.22
Intereses netos pagados	89	70	46	24	21	81	68
Intereses capitalizados en inventario	212	238	206	162	134	223	230
Total de Intereses	301	308	252	186	155	304	298
Tasa Pasiva	13.6%	13.1%	10.9%	8.8%	8.6%	13.7%	12.6%
Tasa Activa	8.5%	7.2%	6.9%	6.7%	6.6%	7.5%	7.5%

Fuente: HR Ratings con base en información trimestral interna de la Empresa. Proyecciones a partir del 3T25.

*Cierres anuales dictaminados por Deloitte.

**Cifras en millones de pesos



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Escenario Estrés: Flujo de Efectivo (Cifras en millones de pesos)

	Años Calendario					Acumulado	
	2023*	2024*	2025P	2026P	2027P	2T24	2T25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	976	973	929	848	920	472	488
Partidas sin Impacto en el Efectivo	0	0	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización	82	91	127	130	130	40	63
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	-69	-94	-112	-124	-136	-45	-60
Intereses a Favor	-293	-214	-186	-148	-126	-96	-102
Otras Partidas de Inversión	17	8	9	9	3	5	4
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	-263	-208	-163	-132	-130	-96	-95
Intereses Devengados	89	70	46	24	21	36	34
Intereses por Arrendamiento	12	18	23	23	23	8	12
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	102	87	70	47	44	44	46
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	814	852	836	762	834	419	439
Decremento (Incremento) en Clientes	-62	165	19	47	-148	-64	-48
Decremento (Incremento) en Inventarios	-977	-1,099	-587	-484	-219	-647	-575
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-72	-80	168	-15	-16	29	175
Incremento (Decremento) en Proveedores	-128	58	31	-6	-18	105	249
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	43	241	-216	29	30	312	-174
Capital de trabajo	-1,196	-715	-586	-429	-371	-265	-373
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-111	-30	-32	-53	-58	-20	-4
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-1,306	-745	-618	-483	-429	-285	-377
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	-492	108	218	280	405	135	62
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
Inver. de acciones con carácter perm.	-7	0	-57	-52	-53	-4	3
Inversión en Prop., Planta y Equipo	-89	-55	-97	-77	-77	-13	-58
Dividendos Cobrados	1	25	50	0	0	25	50
Intereses Cobrados	293	214	186	148	126	96	102
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	199	183	57	-34	-57	103	97
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-293	291	275	246	349	238	159
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
Financiamientos Bancarios	0	300	0	0	0	0	0
Financiamientos Bursátiles	1,200	0	0	1,200	0	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	-133	-164	-246	-149	-180	-69	-123
Amortización de Financiamientos Bursátiles	-1,000	0	0	-1,263	-125	0	0
Amortización de Arrendamientos	-38	-47	-64	-53	-53	-21	-39
Intereses Pagados	-301	-311	-235	-186	-155	-142	-127
Intereses Pagados por Arrendamientos	-12	-18	-23	-23	-23	-8	-12
Instrumentos Financieros Derivados y Otros	0	0	-1	-3	-1	0	0
Financiamiento "Ajeno"	-285	-241	-545	-423	-484	-241	-301
Recompra de Acciones	-54	-10	-5	0	0	-1	-5
Otras Partidas	-16	-2	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	-200	0	-172	-165	-148	0	0
Financiamiento "Propio"	-270	-12	-176	-165	-148	-1	-5
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-555	-253	-721	-589	-633	-242	-306
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	-848	38	-446	-343	-284	-4	-147
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	3,146	2,299	2,337	1,891	1,548	2,299	2,337
Efectivo y equiv. al final del Periodo	2,299	2,337	1,891	1,548	1,264	2,295	2,190
CAPEX de Mantenimiento	-47	-49	-74	-77	-77	-45	-65
Ajustes Especiales	249	110	151	136	116	219	165
Flujo Libre de Efectivo	-340	129	258	263	369	-317	99
Amortización de Deuda	1,133	164	246	1,412	305	1,137	218
Refinanciamiento y Amortizaciones Voluntarias	-966	11	36	0	0	-966	-39
Amortización Neta	167	175	283	1,412	305	171	179
Intereses Netos Pagados	7	98	49	38	29	72	76
Servicio de la Deuda	175	273	331	1,450	334	243	255
DSCR	-1.9	0.5	0.8	0.2	1.1	-1.3	0.4
Caja Inicial Disponible	3,146	2,299	2,337	1,891	1,548	3,114	2,295
DSCR con Caja	16.1	8.9	7.8	1.5	5.7	11.5	9.4
Deuda Neta a FLE	-0.2	1.2	1.4	1.8	1.2	0.0	1.8
Deuda Neta a EBITDA	0.1	0.2	0.4	0.6	0.6	0.0	0.2

Fuente: HR Ratings con base en información trimestral interna de la Empresa. Proyecciones a partir del 3T25.

*Cierres anuales dictaminados por Deloitte.



Glosario

El Flujo de Libre de Efectivo (FLE) se define como el flujo de caja de las actividades de operación más las necesidades de capital circulante menos una provisión para CAPEX de mantenimiento más los dividendos recibidos, si los hubiera, menos los impuestos pagados y menos los gastos por contratos de arrendamiento financiero, incluidos tanto la amortización como los intereses. El cálculo puede incluir una consideración de Ajuste Especial si se considera que determinados componentes de las cuentas enumeradas no son apropiados para la medida (por ejemplo, no recurrentes, de naturaleza no operativa.). La medida se basa en años calendario.

El Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) se define como el FLE dividido por el servicio de la deuda. A efectos de este indicador, el servicio de la deuda se define como el gasto financiero neto (gastos financieros menos ingresos financieros) más la amortización obligatoria de la deuda. Se excluyen los pagos anticipados, así como los pagos derivados de Excess Cash Flow Sweep (ECFS por sus siglas en inglés). Algunas refinanciaciones de deuda también pueden excluirse del cálculo del servicio de la deuda. También se excluyen los intereses capitalizados de los contratos de crédito que originalmente contemplaban tales intereses. No se excluirán los intereses capitalizados procedentes de reestructuraciones forzosas de deuda. El servicio de la deuda se mide sobre una base anual.

DSCR con Caja Se trata de la misma métrica que la anterior, con la excepción de que el efectivo al final del período anterior de cuatro trimestres se añade al FLE, al igual que cualquier efectivo reservado exclusivamente para la deuda que se está calificando.

Los Años de Pago se definen como la deuda neta dividida por el FLE.

Coefficiente entre Activos Comercializables y Pasivos (ACP) Mide la estimación de HR Ratings del valor de mercado de los activos de la entidad calificada con respecto al valor contable de sus pasivos.

Estas métricas tienen las siguientes ponderaciones en la determinación de nuestra calificación cuantitativa preliminar:

Ponderación de Métricas

DSCR	20%
DSCR con Caja	20%
Años de Pago	40%
ACP	20%

El periodo de calificación de este informe consta de cinco periodos calendario, que comprenden dos periodos históricos con información reportada y tres periodos proyectados. El periodo proyectado es el trimestre inmediatamente posterior al último periodo con información reportada. Los periodos se definen como sigue con sus respectivas ponderaciones.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Ponderación de Periodos

t-1	13%
t0	17%
t1	35%
t2	20%
t3	15%

HR Ratings crea dos escenarios de proyección: Base y Estrés. A efectos de calificación, cada escenario completo incluye los mismos dos periodos históricos, así como sus respectivos escenarios de proyección. El escenario Base tiene una ponderación del 65% y el Estrés del 35%.



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores

Metodologías utilizadas para el análisis*	Evaluación de Riesgo Corporativo, febrero de 2024 Metodología de Garantías Parciales para Emisiones de Deuda Estructuradas y Quirografarias, agosto de 2023 Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2024
Calificación anterior	*ARA LP: HR AA+ con Perspectiva Estable *ARA CP: HR1 *ARA 21-2X: HR AAA con Perspectiva Estable *ARA 23X: HR AA+ con Perspectiva Estable **ARA Global: HR BBB (G) con Perspectiva Negativa
Fecha de última acción de calificación	*22 de octubre de 2024 **2 de diciembre de 2024
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	1T19-2T25
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera auditada por Deloitte e información financiera trimestral reportada a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV)
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	n.a.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores (en su caso)	n.a.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

*Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/methodology/

** HR Ratings de México, S.A. de C.V. ("HR Ratings"), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una NRSRO para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad, emisor o tercero distinto a la entidad o emisor y, por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings de México, o un tercero, han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

Contacto con Medios
comunicaciones@hrratings.com



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM



HR RATINGS