

---

## **Fitch Ratings modifica a la baja calificaciones de Sare Holding**

---

**Monterrey, N.L. (Mayo 20, 2010)** Fitch Ratings modificó a la baja la calificación en la Escala Local de Largo Plazo de Sare Holding, S.A.B. de C.V. (Sare) a “BB+(mex)” desde “BBB(mex)”. Dicha acción también afecta a la emisión de Certificados Bursátiles SARE 08. Las calificaciones se colocan en Perspectiva Negativa.

La baja en las calificaciones se da como resultado de un debilitamiento mayor al esperado en los indicadores operativos y financieros de la compañía. Al cierre del 2009, Sare comenzó a reportar sus resultados bajo el método de registro contable que reconoce el ingreso por venta de vivienda hasta su titulación, (norma INIF-14), y no por avance de obra como se venía realizando anteriormente, cambio que presionó sus principales razones financieras. Esta afectación la cual ya incorporábamos en nuestro análisis de calidad crediticia fue superior a nuestras estimaciones al prolongarse las fechas de terminación de las viviendas verticales más de lo originalmente presupuestado y consecuentemente difiriéndose la individualización de vivienda, lo cual afectó la generación operativa de la empresa. La perspectiva negativa refleja la limitada posición de liquidez de la compañía así como los retos que enfrenta la administración para ampliar el perfil de vencimientos de su deuda.

Por otro lado, éstas se fundamentan en la diversificación que presenta la estructura de ingresos del negocio al ofrecer vivienda para diferentes segmentos del mercado, y geográfica al tener operaciones en diversas ciudades dentro de la República Mexicana, así como en el mantenimiento de un buen nivel de reserva territorial. Adicionalmente, las calificaciones se encuentran limitadas por la dependencia que tiene la empresa de disponibilidad de financiamiento al comercializar sus casas, un entorno de negocios desafiante; así como, por los altos requerimientos de capital de trabajo asociados a la operación normal de la compañía, los cuales se han acentuado por una mayor participación en la construcción de vivienda vertical y en el segmento de segunda vivienda para clientes con altos ingresos, mismos que por su tiempo de edificación presentan períodos más largos de cobranza.

Al cierre del 2009 Sare anunció que tomaría diversas acciones para ajustar su operación a la problemática económica actual, entre las que se encuentran dar prioridad a la conclusión de vivienda vertical, y enfocarse primordialmente a los segmentos económico y de interés social, que demandan menores inversiones en capital de trabajo y han probado ser más defensivos en un entorno económico adverso. Si bien consideramos adecuada esta estrategia, estimamos que sus beneficios tomarán varios trimestres en reflejarse en la situación financiera de la empresa

La diversificación geográfica que muestra la compañía al tener presencia en 10 plazas atenúa los riesgos inherentes a la concentración de operaciones y proporciona un adecuado margen de maniobra ante entornos económicos adversos de carácter regional. En adición a lo anterior, el enfoque operativo manejado por Sare le proporciona flexibilidad ante desajustes temporales en algún segmento al estar orientado a diversos perfiles de clientes. No obstante lo comentado, la comercialización de unidades en el segmento de segunda vivienda, si bien aumenta la variedad de productos a ofrecer y contribuye a mejorar los márgenes operativos, presenta un riesgo y dinámica diferentes a los que se tienen en el mercado de interés social, tanto por el perfil del cliente como por los esquemas financieros de individualización. Como resultado tanto de una mayor participación en este segmento como en la construcción de vivienda vertical, los cuales demandan una importante inversión en capital de trabajo, se aprecia en 2009 en relación al año anterior un aumento en el mismo, el cual ha sido financiado con contratación de deuda. Fitch espera que con la modificación en la mezcla de ventas que se estima comience a darse hacia la segunda mitad del 2010, incrementando la participación en vivienda de menor valor, así como disminuyendo la construcción vertical, el ciclo de capital de trabajo se reduzca, contribuyendo esto a liberar flujo y reducir el nivel de pasivo oneroso.

Al 31 de marzo de 2010 la reserva territorial que tenía la compañía era equivalente a 55,607 viviendas, de las cuales 48,710 están destinadas al segmento económico y de interés social mientras que 6,897 para el segmento medio y residencial, misma que representa alrededor de 5 años de producción anticipada, lo cual considera Fitch le proporciona flexibilidad y seguridad en su desarrollo. Adicionalmente, Sare ha tenido la habilidad para manejar diversos esquemas de adquisición de tierra (compra directa, pagos diferidos y asociación), y ha concertado convenios con Instituciones Financieras que le han permitido reducir el uso de los recursos en la conformación de su inventario de tierra.

En cuanto al número de viviendas vendidas si bien se aprecian importantes reducciones al comparar 2009 vs 2008 (17.3%) y al primer trimestre del 2010 vs 2009 (29.4%) su efecto en valor es menor al registrarse disminuciones de (4.6%) y (7.5%) en cada caso, comportamiento que refleja la estrategia de negocios seguida por la compañía de orientarse a la comercialización de vivienda de mayor valor. En los mismos períodos antes señalados la generación operativa (EBITDA) bajo la norma INIF-14 muestra una relativa estabilidad presentando un aumento en el primer caso del 1.5% al situarse en 528 millones al término del 2009 y una reducción en el segundo de 5.7% al ubicarse en \$109 millones al concluir el primer trimestre del 2010.

En cuanto a los indicadores de cobertura de intereses y de Deuda/EBITDA (calculados bajo la norma INIF-14) éstos han continuado debilitándose no obstante nuestra expectativa de fortalecimiento situándose a Marzo del 2010 (últimos 12 meses) el primero en 2.0 veces (x) y el segundo en 5.3x que aumenta hasta 6.0x incluyendo operaciones de factoraje. Fitch espera que estas razones no continuarán debilitándose y que la conclusión de los proyectos de vivienda vertical conllevarán a un fortalecimiento de las mismas.

La liquidez de Sare se considera limitada. Al 31 de marzo de 2010 la empresa contaba con una caja por \$120 millones y la deuda sumaba \$2,783 millones (\$3,143 millones incluyendo factoraje), 5.7% superior al saldo que presentaba a igual fecha del 2009, aumento asociado a requerimientos de capital de trabajo; estando clasificado el 9.2% en corto plazo. Si bien este porcentaje es moderado, aumentará en los próximos trimestres como resultado de nuevos vencimientos, por lo que la compañía se encuentra explorando diversas opciones que le permitan ampliar la vida promedio de su deuda, lo cual dará mayor flexibilidad operativa al negocio. Sare se encuentra actualmente en pláticas con los tenedores del bono SARE 08 para modificar ciertos covenants financieros que se incumplieron como resultado de la adopción de la norma INIF-14.

Fitch utilizó la siguiente metodología disponible en nuestro sitio web [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com):

- "Corporate Rating Methodology". Noviembre 24, 2009.

Para mayor información, favor de visitar nuestra página de Internet: <http://www.fitchmexico.com>

#### Contactos Fitch Ratings:

Bernardo González, Monterrey  
José Vertiz, Nueva York

+52 (81) 8399 9101  
+1 212 908 0641

Las definiciones de calificación y las condiciones de uso de las mismas están disponibles en las páginas de internet de la calificadora 'www.fitchratings.com' y 'www.fitchmexico.com'. Las calificaciones vigentes, así como los criterios y metodologías, están disponibles también en estos sitios. Diversas políticas y procedimientos internos, como los relativos al Código de Conducta, manejo de información confidencial, prevención de conflictos de interés, entre otras, están disponibles en las referidas páginas de internet.