



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Nueva emisión

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. (56-2) 433 5200

[carlos.ebersperger@humphreys.cl](mailto:carlos.ebersperger@humphreys.cl)

## Corporación Geo S.A.B. de C.V.

Diciembre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	BBB Estable
EEFF base	30 septiembre 2011

Estados de Resultados Consolidados Resumidos						
Miles Mx\$ corrientes	2007	2008	2009	2010	Ene-Sep 2010	Ene-Sep 2011
Ingresos por ventas inmobiliarias	12.731.497	14.613.705	17.713.169	19.154.424	13.557.346	14.931.728
Costo de Ventas	-9.319.706	-10.799.642	-13.083.087	-14.212.567	-9.361.004	-10.208.850
Gastos de Venta, Generales y Administración	-1.414.424	-1.640.761	-1.691.253	-1.838.838	-2.099.273	-2.326.380
Resultado Operacional	1.997.367	2.173.302	2.938.829	3.103.019	2.097.069	2.396.498
Utilidad (Pérdida)	1.073.071	1.025.496	1.450.831	1.677.900	1.022.686	1.088.753
EBITDA	3.556.738	3.140.819	3.959.909	4.310.508	2.968.587	3.369.924

Estados de Situación Financiera Resumidos					
Miles Mx\$ corrientes	31-12-2007	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2010	30-09-2011
Activos Corrientes	14.436.382	18.611.282	21.931.585	22.295.003	23.702.297
Activos No Corrientes	4.312.516	5.201.022	5.851.242	9.717.626	9.499.868
Otros Activos	312.380	513.146	706.402	827.514	1.199.168
<b>Total de Activos</b>	<b>19.061.278</b>	<b>24.325.450</b>	<b>28.489.229</b>	<b>32.840.143</b>	<b>34.401.333</b>
Pasivos Corrientes	9.242.305	11.442.946	9.762.578	10.708.382	11.342.185
Pasivos No Corrientes	3.257.627	5.219.107	9.934.813	10.893.714	12.801.784
Total de Pasivo	12.499.932	16.662.053	19.697.391	21.602.096	24.143.969
Patrimonio Total	6.561.346	7.663.397	8.791.838	11.238.047	10.257.364
<b>Total de Pasivos y Patrimonio</b>	<b>19.061.278</b>	<b>24.325.450</b>	<b>28.489.229</b>	<b>32.840.143</b>	<b>34.401.333</b>
Deuda Financiera	5.213.630	7.444.000	8.246.747	9.200.232	12.739.760

## Opinión

### Fundamento de la clasificación<sup>1</sup>

**Corporación Geo S.A.B de C.V. (CasasGeo o Geo)** es una empresa mexicana que a través de distintas filiales se dedica al diseño, construcción y venta de desarrollos habitacionales, mayoritariamente en los segmentos de ingresos medios y bajos de México. En la actualidad posee operaciones en 20 estados de ese país, operando bajo la marca "Casas Geo".

En 2010, la empresa –líder en términos de venta dentro de su industria - vendió 56.093 casas, obteniendo ingresos por aproximadamente US\$ 1.634 millones y un EBITDA de US\$ 368 millones, mientras que su deuda financiera al 30 de septiembre de 2011 llegaba a US\$ 923.2<sup>2</sup> millones y su patrimonio a US\$ 743,31 millones.

La clasificación de riesgo de la línea de bonos de **CasasGeo**, "*Categoría BBB*", se fundamenta principalmente en la elevada escala de operación de la compañía, tanto en términos relativos como absolutos, y en el desarrollo de un modelo de negocios que se alinea fuertemente con la política habitacional del Estado de México, política que ha sido mantenida por los sucesivos gobiernos del país. El tamaño operativo del emisor redundan positivamente en sus niveles de eficiencia y de competitividad; por su parte, los programas gubernamentales favorecen la estabilidad de la demanda (el sistema funciona sobre la base de cuentas de ahorro individual, con aporte obligatorio del 5% de la remuneración de cargo del empleador, que es administrado por entidades autónomas que son, a la vez, los principales organismos que entregan financiamiento hipotecario).

En forma complementaria, la categoría de riesgo asignada se ve reforzada por una considerable demanda potencial, derivada de los acentuados niveles de déficit habitacional existentes en México, en particular en el segmento objetivo de **CasasGeo**; por la adecuada cobertura geográfica de las actividades de la empresa, situación que atenúa su exposición a crisis focalizadas en zonas específicas del país, y por la importante posesión de terrenos para continuar el desarrollo del negocio inmobiliario.

Adicionalmente, el proceso de clasificación incluye la capacidad del emisor de incorporar tecnología mediante plantas de prefabricados para la edificación de viviendas que permiten la reducción del período de construcción y con ello una disminución a sus necesidades de capital de trabajo; también se ha considerado la visión de largo plazo de la compañía en el sentido de recoger los cambios experimentados por la población y desarrollar conjuntos habitacionales que se insertan en espacios seguros y autosuficientes. Esto último, sumado al liderazgo en venta de **CasasGeo**, le entrega mayor visibilidad a la empresa redundando favorablemente en su labor comercial.

En contrapartida, la clasificación otorgada a la línea de bonos se ve restringida por el elevado riesgo de volatilidad que presenta la demanda de **CasasGeo** producto de la escasez a las alternativas de financiamiento para la compra de viviendas y de su correlación con el comportamiento de la economía.

<sup>1</sup> Tipo de cambio utilizado: Mx 11,723/US\$.

<sup>2</sup> Tipo de cambio utilizado: Mx 13,7994/US\$.

En forma mayoritariamente abrumadora las casas vendidas por la empresa son financiadas por créditos otorgados por Infonavit (Instituto del Fondo Nacional Para la Vivienda del Trabajador), por lo tanto, cualquier situación que afecte el financiamiento y/o patrimonio de esta institución repercutirá directamente sobre la demanda del emisor. Si bien se entiende que tal situación responde a un aspecto estructural del mercado mexicano, no habiendo otra alternativa para una empresa de la envergadura de **Geo**, ello no inhibe la presencia del riesgo por la falta de diversificación de las fuentes de financiamiento de la demanda y tampoco reduce el fuerte impacto que podría tener la manifestación de dicho riesgo, más allá que se pueda estimar de baja probabilidad en el corto plazo. Con todo, se reconoce que Infonavit es calificada en AAA en escala mexicana (no obstante, a juicio de **Humphreys** sería equivalente a *Categoría A* en escala chilena<sup>3</sup>).

Por otra parte, dado que el sector construcción es altamente sensible a los ciclos económicos de un país y la vulnerabilidad de las naciones no es uniforme, el riesgo de la industria inmobiliaria mexicana se intensifica dentro del contexto de la escala de calificación chilena, producto de la diferencia de riesgo existente entre México y Chile y reconocidas por diversas agencias de *rating*. Importante es resaltar que siendo el nivel de desempleo un elemento adverso para la adquisición de casas, también lo es las alzas en la tasas de interés que afectan al sector construcción por cuanto encarecen el financiamiento, tanto a la oferta como a la demanda.

La clasificación en Baa1 de México, en moneda extranjera, también afecta la clasificación asignada a la línea de bonos, por cuanto dicha categoría refleja los riesgos asociados a la restricción de movimiento de capital de un país hacia el extranjero.

La forma como opera el sistema de financiamiento a la construcción en México –muy similar al de Chile– tampoco es ajeno al proceso de clasificación de la línea de bonos, ya que parte importante de la deuda bancaria está garantizada con proyectos específicos que se pagan en la medida que las viviendas se van vendiendo, teniendo preferencias en el pago y existiendo, por lo tanto, una subordinación implícita en la deuda sin garantía de los inmuebles.

El proceso de evaluación recoge, además, la variabilidad de los precios en los insumos de la construcción, lo que podría presionar a los costos de la empresa afectando la rentabilidad de una empresa que se mueve en un mercado en donde el precio máximo de las viviendas es fijado por Infonavit (al menos para acceder a sus créditos hipotecarios). Asimismo, se considera el hecho de que el sector hace uso intensivo de capital de trabajo, lo que expone a la industria a los cambios en tasa de interés y exige mercados financieros expeditos.

También cabe destacar que la industria de la construcción en México está altamente fragmentada, lo cual podría incentivar la entrada de nuevos operadores de envergadura o la fusión de los ya existentes, aumentando la intensidad de la competencia y presionando los márgenes a la baja. Por otra parte, incrementos o cambios en las exigencias de los otorgamientos de permisos para la edificación también podrían afectar al sector.

---

<sup>3</sup> La clasificadora no ha efectuado una evaluación formal de Infonavit y el comentario corresponde solo a un juicio de **Humphreys** que puede o no ser compartido por cuanto no existe un mecanismo oficial para hacer equivalencias entre clasificaciones en distintas escalas.

La tendencia de clasificación se califica “*Estable*”<sup>4</sup>, considerando que en el mediano plazo no se evidencian cambios significativos en la situación de solvencia de la compañía ni en los aspectos circundantes a la compañía.

La clasificación de los títulos de deuda podría mejorar en el mediano plazo en la medida que aumenta la diversidad de fuentes de financiamiento para la demanda y/o disminuya la diferencia del riesgo relativo entre México y Chile.

Para mantener la clasificación de riesgo en la categoría actual es necesario que no se produzca un deterioro en las principales entidades encargadas de suministrar préstamos a los demandantes por vivienda.

## Hechos recientes

### Resultados Enero-Septiembre 2011<sup>5</sup>

Durante los primeros nueve meses de 2011 la compañía obtuvo ingresos por aproximadamente US\$ 1.274 millones, un 10% superiores a igual período de 2010 donde alcanzó los US\$ 1.156 millones (US\$ 1.634 millones a diciembre 2010). Este aumento se debe principalmente a la recuperación de la economía y a la capacidad de la empresa de maximizar el uso de los terrenos. De los ingresos totales, el 82% provino de los tres sectores de menores ingresos (Vivienda Económica, Vivienda Tradicional de Bajos Ingresos y Vivienda Tradicional). Desde 2007 los ingresos a diciembre se han incrementado a tasas promedio de 15%; el punto máximo ocurrió en 2009 cuando aumentaron 21% respecto de diciembre de 2008.

El Ebitda a septiembre de 2011 fue de US\$ 287 millones, aumentando 14% respecto a igual período al año anterior. Cabe señalar que desde 2007 este indicador no ha crecido a tasas constantes, llegando incluso a disminuir en 2008, aunque es importante mencionar que dicha disminución no se debió a una baja en el resultado operacional, sino a un menor crecimiento de éste que se sumó a una reducción en el gasto de depreciación y amortización.

A septiembre 2011 el resultado operacional mostraba un incremento de 14%, llegando a US\$ 204 millones (US\$ 179 millones los primeros tres trimestres del 2010). Cabe destacar que durante los últimos años ha representado un 16% aproximadamente del total de ingresos de la compañía, y ha crecido a tasas fluctuantes.

---

<sup>4</sup> Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

<sup>5</sup> Tipo de cambio utilizado: Mx 11,723/US\$.

Por último, con respecto al resultado del ejercicio, podemos decir que en los últimos nueve meses alcanzó a US\$ 93 millones, aumentando un 6% respecto de septiembre 2010 (US\$ 87 millones a esa fecha). El resultado de última línea representa desde 2007 en adelante el 8% de los ingresos totales de la compañía, y a septiembre esta tendencia se mantenía.

## Definición de Categorías de Riesgo

### Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

## Oportunidades y Fortalezas

**Déficit de viviendas en México y apoyo estatal:** Se estima que en México existe un déficit del orden de los diez millones de viviendas, lo que por la población del país -115 millones de habitantes-, implicaría una carencia habitacional para aproximadamente un tercio de sus habitantes. Dado lo anterior, los distintos gobiernos han establecido y perfeccionado un sistema en donde todo empleador debe aportar un 5% de la remuneración del trabajador a un fondo individual cuyo único objetivo es la adquisición de viviendas; estos fondos son administrados por entidades autónomas que, además, sobre la base de requisitos predeterminados, actúan como prestamistas hipotecarios.

En la actualidad el sistema funciona para la compra de la primera vivienda, pero a futuro -considerando ciertas iniciativas legales- podría ser extendido a la compra de segunda vivienda. Desde una perspectiva socio-económica, el foco de los gobiernos ha sido la edificación para los estratos medios y bajos, denominados "de interés social", sectores que constituyen el segmento objetivo de **CasasGeo**. Cabe señalar que la constitución del país garantiza la vivienda a sus ciudadanos. No obstante, esto por sí sólo no es suficiente para dar solución al problema habitacional, tal como lo ha demostrado la realidad, sin perjuicio que es un elemento que permite que se mantengan las políticas de Estado al respecto.

**Elevada escala:** En la actualidad **CasasGeo** construye anualmente sobre 50.000 casas anuales y desde su fundación, en 1973, ha edificado cerca de 600.000 viviendas (a modo de referencia, en Chile las grandes empresas del rubro construyen, más o menos, 4.000 unidades al año). Además, dentro de una industria altamente fraccionada, la empresa es el principal operador de México, representando durante 2011 el 9,5% de las escrituras asociadas a préstamos hipotecarios entregados por Infonavit, porcentaje que se ha ido incrementando en los últimos años (Infonavit representa en torno al 65% de los créditos hipotecarios anuales); lo siguen empresas con participaciones del orden del 6% y 3%. En términos comparativos, dado

las dimensiones de los mercados de México y de Chile, el tamaño relativo de **CasasGeo** en México es similar a las empresas líderes del mercado chileno.

**Diversificación geográfica de las ventas:** Se considera un aspecto positivo la cobertura geográfica de **CasasGeo**, puesto que abarca casi el 80% de la población mexicana, con presencia en 20 estados e ingresos segmentados por tipo de vivienda, lo que le permite manejar un *mix* de ventas y no concentrar sus operaciones en un solo mercado. Además, dentro de una misma zona presenta más de un proyecto.

**Incorporación de tecnología:** La empresa ha invertido en plantas que permiten el prefabricado de bloques de cemento que luego son ensamblados en los sitios en donde se ubican proyectos inmobiliarios. Actualmente la capacidad de las plantas permite la construcción de 8.000 unidades al año. Este mecanismo de edificación permite reducir, en promedio, entre ocho a doce semanas el período de construcción, generando ventajas en términos de ahorro de capital de trabajo, en la uniformidad de la calidad de la construcción y menos necesidad de mano de obra.

**Buenas perspectivas comerciales:** La empresa ha ampliado el concepto de su producto, entregando más que un inmueble, una vivienda inserta dentro de una comunidad que recoge las inquietudes de las familias modernas (seguridad, espacios públicos, áreas verdes, vida comunitaria, transporte, comercio, salud, educación, empleo y auto-suficiencia). Si a ello sumamos que **CasasGeo**, por su alta participación de mercado y la cobertura de sus ventas, tiene una fuerte visibilidad entre los consumidores; que existe la necesidad real de soluciones habitacionales y que el crecimiento económico facilitaría el acceso de la población al financiamiento hipotecario, se genera un contexto que permite presumir un auspicioso ambiente comercial para el emisor. A lo anterior se debe agregar que para proyectar su crecimiento la empresa cuenta con terrenos que le permitirían, al ritmo de 2010, seguir ejecutando obras por alrededor de 6,5 años más.

## Factores de Riesgo

**Limitadas fuentes de financiamiento a la demanda:** El sector crediticio hipotecario de México es menos profundo que el chileno, tanto en términos de oferentes como de tamaño relativo. Mientras en Chile los créditos hipotecarios se canalizan a través de distintos bancos, por medio de mutuarías hipotecarias y por compañías de *leasing* habitacional (representando en torno al 19% del Producto Interno Bruto, PIB); en México se concentran fuertemente en entidades públicas y en el caso de **CasasGeo** se traduce que sobre el 75% de las viviendas son financiadas por Infonavit. Dado ello, cualquier situación que afecte negativamente a este agente crediticio repercutirá significativa y desfavorablemente a la demanda del emisor. Importante es considerar que la solvencia de la institución depende de la capacidad de los deudores, la que no está ajena al riesgo país, que siendo bajo es superior al chileno (y la clasificación es en escala de Chile). Además, no se puede desconocer que, al margen del comportamiento pasado de una institución, la experiencia mundial ha evidenciado que las entidades financieras son altamente susceptibles a los riesgos financieros, de mercado u operativos y que éstos se pueden manifestar en forma muy severa en un breve plazo (ejemplo, crisis *subprime*).

**Volatilidad del sector construcción:** México, en escala global, ha sido clasificado en categoría Baa1, en cambio Chile es Aa3. El mayor riesgo de México implica una mayor vulnerabilidad económica; de hecho, en la recesión de 2009 su PIB descendió sobre 6% mientras que el de Chile cayó 1,7%. Esta mayor vulnerabilidad afecta el desempleo (que incide en la recuperación de Infonavit) y en el rubro de la construcción, sector altamente sensible a las variaciones de la economía. Sin embargo, se debe reconocer que no obstante la notable diferencia en las variaciones de los productos nacionales, los PIB de los sectores de la construcción de ambos países tuvieron una caída relativamente similar (aunque en México se extendió hasta el primer semestre de 2010) y que en ese mismo año, 2009, **CasasGeo** no vio resentidos sus ingresos ni su Ebitda; es más, ambas variables experimentaron un crecimiento.

**Subordinación implícita<sup>6</sup> de bonos (y créditos sin garantía hipotecaria):** La operatividad del negocio inmobiliario, tanto en Chile como en México, implica que entre el 75% y 90% del costo de los proyectos se financian con deuda que cuenta como garantía obras específicas, que se van liberando en la medida que se venden los bienes raíces (se libera la caución contra el pago). Considerando esto, entre los recursos para el servicio de los bonos se dispone del diferencial entre los ingresos por venta y las obligaciones garantizadas; así, en caso de reducción de los márgenes, los primeros afectados serían los accionistas, luego los bonos y, finalmente, los acreedores con garantías. Por otra parte, la costumbre comercial es que los mismos bancos reprograman los créditos en caso de caída en las ventas; en el caso de los bonos, existe menor flexibilidad, aumentando la probabilidad de *default*. También, debe considerarse que la sociedad hace uso de procesos de securitización (titularización). Como atenuante se reconoce que la empresa ha buscado la diversificación de sus fuentes de financiamiento, incluyendo la emisión de bonos en Estados Unidos.

**Riesgo de transferencia de divisas:** Independientemente del nivel de solvencia de **CasasGeo**, el cumplimiento oportuno del pago de los bonos podría verse dificultado si el gobierno mexicano pusiera restricción a la salida de divisas del país. Con todo, se deja constancia que, dada la clasificación de riesgo del país y de su techo soberano (grado de inversión), se estima de muy baja la probabilidad de ocurrencia de un evento de esta índole.

**Dependencia a políticas estatales:** El mercado de la vivienda en México está muy asociado al apoyo y fomento estatal; por lo tanto, un cambio en las políticas o prioridades de los gobiernos podrían afectar la demanda por la adquisición de casas.

**Necesidad de capital de trabajo y exposición a tasas:** Dado lo intensivo que es el sector construcción en el uso de capital de trabajo, la industria es particularmente sensible a las alzas en las tasas de interés, en especial si están expuesto a tasas variables (cabe precisar que el emisor hace uso de derivados para fijar su tasa). Considerando las obligaciones financieras a septiembre de 2011, un aumento de 100 puntos base en la tasa de interés, *ceteris paribus*, sería equivalente aproximadamente al 8,8% de las utilidades de los nueve primeros meses de 2011. Por otra parte, el mismo incremento en la tasa de interés de un préstamo

---

<sup>6</sup> Ninguna deuda tiene preferencia legal conforme al artículo dos mil cuatrocientos setenta y siguiente del Código Civil; por lo tanto, todos los acreedores están en condiciones similares en su calidad de tales; sin perjuicio que se han entregado algunos activos en garantías para caucionar pasivos específicos.



hipotecario a 20 años, *ceteris paribus*, llevaría a una mayor cuota de pago, lo que para el consumidor es similar a un incremento en el precio (el mayor valor dependería de la tasa de interés de cada momento).

**Variabilidad de precios de insumos:** Parte importante de los materiales e insumos para la construcción presenta variabilidad en sus precios (como el acero y el cemento), lo cual afecta la rentabilidad de los proyectos por cuanto no siempre es posible traspasar los mayores costos a precio de ventas; entre las mayores restricciones está las pre-ventas o ventas en verde, la decisión de compra es aplazable y, en el caso de **Geo**, que Infonavit fija el precio máximo de las viviendas.

**Sujeción a leyes federales, estatales y comunales:** La empresa está sometida a variadas regulaciones que pueden afectar la rentabilidad de un proyecto. Sin embargo, se reconoce que las normativas del regulador tienden a incidir más, comparativamente, en empresas de menor envergadura. Sin perjuicio de lo anterior, existen normas, como cambios del plano regulador o construcción de obras estatales, que pueden alterar el precio relativo de los suelos y, por ende, la rentabilidad de los proyectos, independiente del tamaño de la empresa constructora.

## Antecedentes Generales

### Historia

La empresa fue fundada en 1973 por el arquitecto Luis Orvañanos Lascurain, actual presidente y director general, con el fin de desarrollar proyectos industriales, oficinas y casas, prestar servicios de búsqueda de terrenos para terceros y servicios relacionados. Con el paso del tiempo comenzó a desarrollar viviendas, enfocándose principalmente en el segmento de bajos ingresos, los cuales son apoyados por las políticas gubernamentales y organismos de vivienda como Infonavit y el Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores al Servicio del Estado (Fovissste). Desde 1994 cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores y hoy se encuentra dentro de las quince empresas con mayor presencia bursátil en dicho mercado. Además, desde 2005 cotiza en el Mercado de Valores Latinoamericanos en Euros.

A partir de 1999 la sociedad inició la implementación del Código de Mejores Prácticas Corporativas sugerido por la Bolsa Mexicana de Valores y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Hoy en día se encuentra en total cumplimiento con dichos lineamientos, lo que le permite un mejor funcionamiento e integración de su Consejo de Administración y, por ende, una mejora en la gestión de la compañía.

Actualmente la compañía es la desarrolladora de viviendas de bajos ingresos con más presencia en México, operando en diversas ciudades y cubriendo alrededor del 80% de la población. A la fecha ha construido y comercializado 560.000 casas, participando en todo el proceso: adquisición de terrenos, diseño, desarrollo, construcción, mercadotecnia, comercialización y entrega de viviendas.

## Propiedad y administración

Las acciones que integran el capital<sup>7</sup> son 549.442.784 y la propiedad es como sigue:

Nombre	Nº de acciones	% de propiedad
Miembros del Consejo de Administración	81.381.055	14,8%
Público Inversionista	467.437.029	85,1%
Acciones en Tesorería (Fondo Recompra)	624.700	0,1%

El directorio de la compañía está formado por los siguientes miembros:

Cargo	Nombre
Director General	Luis Orvañanos Lascurain
Director General Adjunto de Administración	Daniel Gelové Gómez
Director General Adjunto de Finanzas	Saúl Escarpulli Gómez
Director General Adjunto de Reserva Territorial	Luis Ignacio Abdeljalek Martínez
Director General Adjunto de Comercialización	Iñigo Orvañanos Corcuera
Director General Adjunto de Operaciones	Roberto Orvañanos Conde
Director General Adjunto de Desarrollo Organizacional	Pablo Moch Leiferman

El comité de administración está compuesto por:

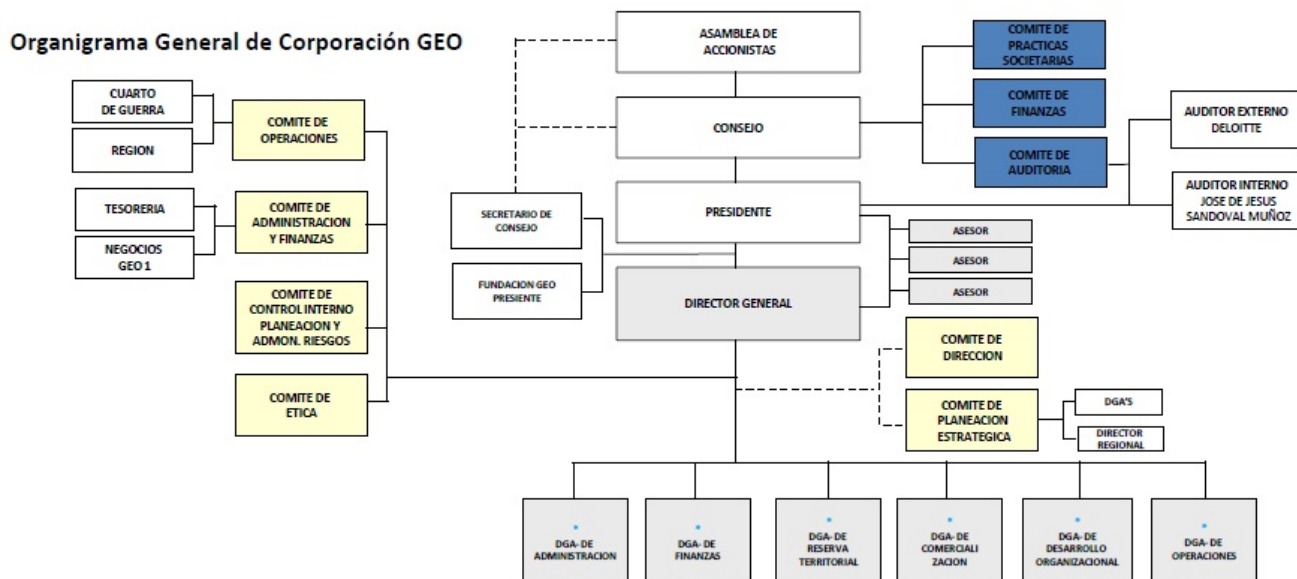
Consejeros Propietarios	Cargo
Luis Orvañanos Lascurain	Presidente
Emilio Cuenca Friederichsen	Consejero
Roberto Orvañanos Conde	Consejero
Iñigo Orvañanos Corcuera	Consejero
Luis Ignacio Abdeljalek Martínez	Consejero

<sup>7</sup> Información a marzo 2011.

Raúl Zorrilla Cosío	Consejero
Andrés Caire Obregón	Consejero
José Carral Escalante	Consejero Independiente
Francisco Gil Díaz	Consejero Independiente
Roberto Alcántara Rojas	Consejero Independiente
Manuel Weinberg López	Consejero Independiente
Tomás Lozano Molina	Consejero Independiente
Alberto Guillermo Saavedra Olavarrieta	Consejero Independiente
Álvaro Gasca Neri	Consejero Independiente
Lorenzo Hernández Herrera	Secretario
<b>Comité de Auditoría</b>	<b>Cargo</b>
Álvaro Gasca Neri	Presidente
José Carral Escalante	Vocal
Manuel Weinberg López	Vocal
Tomás Lozano Molina	Vocal
<b>Comite de Prácticas</b>	<b>Cargo</b>
Alberto Guillermo Saavedra Olavarrieta	Presidente
Manuel Weinberg López	Vocal
Tomás Lozano Molina	Vocal
Roberto Alcántara Rojas	Vocal

## Estructura organizacional

La estructura de la empresa es la siguiente<sup>8</sup>:



## La Vivienda en México: Institucionalidad y Mercado

### Política de vivienda en México

La política de vivienda tiene sus inicios en la constitución de 1917, donde se establecía la obligación a los patrones de proporcionar a sus trabajadores viviendas cómodas e higiénicas. Después, en 1943, se creó el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), que en sus inicios proporcionaba viviendas además de brindar seguridad social a los trabajadores.

Posteriormente, cuando México entró en una etapa de urbanización y desarrollo industrial, se crearon los principales organismos nacionales de vivienda. En 1963 se constituye el Banco de México, el Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda (Fovi), con el fin de promover la construcción y mejorar las viviendas de interés social para otorgar créditos a través de la banca privada.

En los años 70 se modificó la Constitución y se estableció que los patrones debían aportar para constituir un Fondo Nacional de Vivienda que otorgara crédito barato y suficiente para adquirir viviendas. Fue así como se creó el del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit), en 1972. Ese mismo año se creó

<sup>8</sup> Fuente: <http://www.corporaciongeo.com/>

el Fovissste, para otorgar créditos hipotecarios trabajadores del Estado. Pero fue en la primera mitad de la década de los 90 cuando se inició la consolidación de estos organismos como instituciones financieras.

De acuerdo a las proyecciones, y aún cuando el Estado se ha esforzado en hacer reformas para satisfacer la creciente demanda de viviendas de interés social, el déficit en esta materia es importante. Más aún considerando que el ingreso familiar es el principal factor a considerar para el desarrollo de programas de vivienda y una gran parte de los trabajadores mexicanos enfrentan limitantes económicas para poder acceder a un financiamiento para la adquisición de una vivienda.

Entre los años 1995 y 1999, México contaba con cuatro organismos de vivienda de alcance nacional: Infonavit, Fovissste, Fovi (actualmente administrado por la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF)) y el Fondo Nacional de Habitaciones Populares (Fonhapo). Entre ellos cubrían un 98,5% de los créditos hipotecarios y la diferencia era otorgada por los bancos, principalmente por las limitaciones que presenta ese sector.

En la actualidad, la política de vivienda tiene muchas carencias, principalmente porque no garantiza una oferta de suelo apto y bien localizado para los más pobres, no hay una definición clara de qué suelo se puede urbanizar. Tampoco es una política de largo plazo y su incumplimiento no tiene mayores consecuencias, existe poca regularización, existe un crecimiento urbano desordenado, ineficacia en la provisión de servicios básicos y problemas de recolección de basura.

## **Institucionalidad**

En los últimos años, los principales actores del mercado de entregas de hipotecas son Infonavit, Fovissste, Sociedad Hipotecaria General (SHF), Asociación de Bancos de México (ABM) y Comisión Nacional de Vivienda (Conavi).

### **Infonavit**

Es una institución autónoma, en el cual el gobierno federal, los empleadores y los trabajadores del sector privado son igualmente representados. Se enfoca en proporcionar hipotecas asequibles a familias de bajos ingresos. Se encuentra entre las instituciones de hipotecas más grandes de América (en términos de número de préstamos originados). Los solicitantes elegibles hipotecarios están determinados por un sistema de puntuación donde tienen la oportunidad de escoger la casa que quieren comprar de acuerdo a su poder de compra y a sus preferencias personales. La puntuación se determina sobre la base de la edad, el salario y el tiempo de cotización continua.

Para acceder al crédito hipotecario es necesario contar con una relación laboral vigente, que el patrón realice aportes patronales del 5% del salario diario integrado del trabajador y cumplir con la puntuación mínima exigida por Infonavit.

Los fondos del Infonavit provienen de tres fuentes: de las aportaciones patronales del 5% sobre el salario integrado de los trabajadores del sector empresarial; de la recuperación de la cartera de los créditos otorgados y a través de la bursatilización (securitización) de cartera que se empezó a realizar a partir del año 2004.

Los productos que Infonavit ofrece son:

Crédito Infonavit: Cantidad que otorga el Infonavit como crédito y se suma al Saldo de la Subcuenta de Vivienda (SSV), de esta forma el trabajador cuenta con un monto mayor de capital.

Infonavit – Fovissste: Cantidad que otorga el Infonavit como crédito, más el SSV, sumado al crédito Fovissste del cónyuge, con el fin de adquirir una vivienda de mayor valor.

Infonavit Total: Infonavit brinda dos variantes de Infonavit Total, aprovechando al máximo la capacidad crediticia de trabajador; integrando al Crédito Infonavit, el SSV y el crédito de una entidad financiera.

Hipoteca Verde: Crédito que cuenta con un monto adicional para poder comprar una vivienda ecológica y así obtener una mejor calidad de vida, además de generar ahorros en el gasto familiar mensual.

Crédito Infonavit + Esta es tu casa: Posibilidad de adquirir una vivienda con los recursos de un crédito otorgado por Infonavit, sumándole los recursos del Subsidio Federal al que pudiera tener derecho el trabajador.

Subsidio para calentadores solares: Apoyo económico que subsidia una parte del costo del calentador solar de la vivienda se adquiera con crédito Hipoteca Verde.

Casa y Computadora: Posibilidad de adquirir un computador portátil, al utilizar el crédito Infonavit para comprar una vivienda nueva a través de un desarrollador.

## **Fovissste**

Es un organismo cuyo objeto es el de establecer y operar el sistema de financiamiento para el otorgamiento de los créditos hipotecarios a los trabajadores al servicio del Estado. Los factores que se toman en consideración para el monto del crédito hipotecario entregado tienen relación con el número de bimestres cotizados a la Subcuenta de Vivienda del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), los cuales no pueden ser inferiores a nueve bimestres. Por otra parte, se considera en número de familiares con derecho a solicitar crédito que vivan con el trabajador.

Los fondos del Fovissste provienen de aportes del Estado, equivalentes al 5% del sueldo de sus trabajadores, por recuperación de cartera hipotecaria y por los rendimientos de sus inversiones financieras.

Al igual que Infonavit, Fovissste cuenta con diferentes tipos de crédito, de acuerdo a las necesidades y capacidad de pago del trabajador.

### **Sociedad Hipotecaria General**

Es un banco que no atiende directamente al público, por lo que se apoya en intermediarios financieros para hacer llegar los recursos a la gente. Son estos intermediarios los que se encargan de otorgar y administrar los créditos, desde su apertura hasta su conclusión.

### **Asociación de Bancos de México**

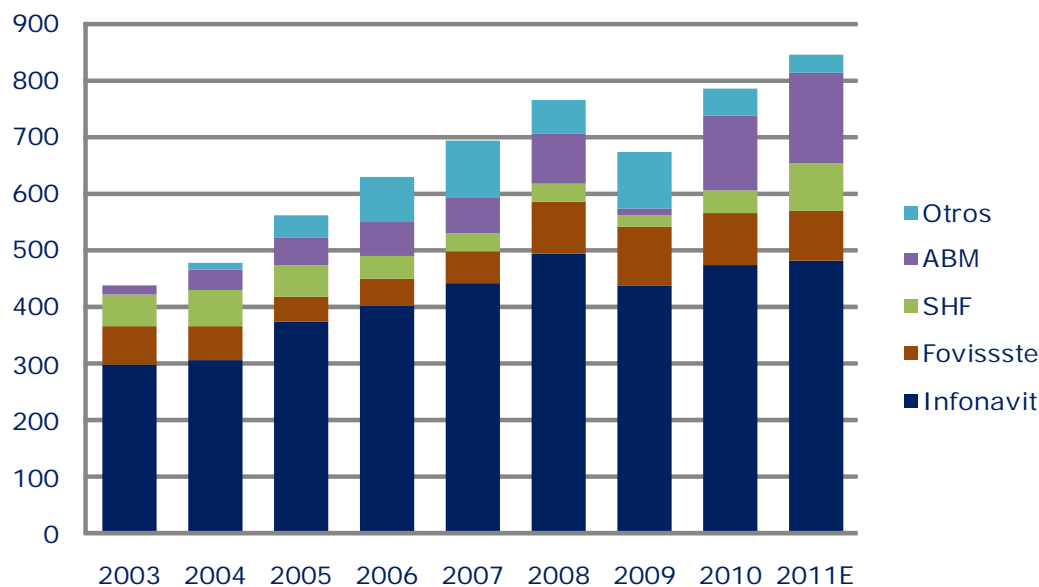
Se fundó en noviembre de 1928, con el propósito de representar los intereses generales de la banca y brindar a los bancos servicios técnicos especializados. Actualmente son 42 las instituciones asociadas a esta agrupación. Ofrecen créditos de consumo y e hipotecarios. Adicionalmente financian a los constructores de viviendas, en su mayoría pequeñas y medianas, y la edificación de casas a través de créditos puente. Con respecto a su mercado objetivo, lo constituyen los segmentos de medios y altos ingresos.

### **Comisión Nacional de Vivienda**

La Conavi supervisa la correcta y efectiva aplicación de los objetivos de la vivienda en México en la búsqueda de desarrollos sostenibles. Es el intermediario entre los sectores público, social y privado en materia de vivienda y mecanismos de financiación. Proporciona subsidios a través de “Esta es tu casa”, programa para las familias de menores ingresos (2-4 veces el salario mínimo)

En la siguiente gráfica podemos apreciar la importancia relativa en el otorgamiento de préstamos hipotecario de las instituciones anteriormente mencionadas. Infonavit destaca con una participación promedio para los últimos nueva años de 64%, le sigue Fobisste con un 11% del total de hipotecas entregadas, ABM tiene un 10% de participación promedio y finalmente SHF y “otros” con un 8% en promedio de igual período.

### Crecimiento de Instituciones Hipotecarias



### El mercado mexicano de la construcción

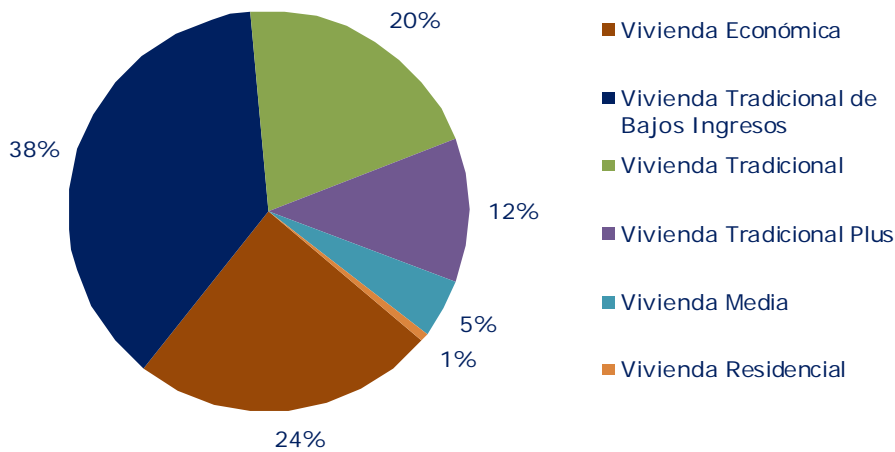
En el mercado mexicano existe un déficit importante de viviendas y se estima que, dado el crecimiento de la población, esto se mantendrá los siguientes años. Según proyecciones el déficit actualmente es de ocho a diez millones de viviendas. A septiembre de 2011 el parque habitacional avanzó a un ritmo de 2,7% en promedio anual, superior al crecimiento de la población que fue de 1,4%.

El número de personas que no tienen seguro social y que demandan vivienda son muchos más que los trabajadores asegurados, por ello el gobierno federal y las instituciones respectivas están trabajando para desarrollar programas especiales para quienes actualmente no pueden acceder a créditos hipotecarios puedan hacerlo a futuro y así adquirir un bien inmueble.

En lo que respecta a **Geo**, su mercado objetivo corresponde a los sectores de ingresos más bajos, siendo el líder de este segmento. A diciembre de 2010 las ventas de viviendas orientadas a los tres sectores de menores ingresos fueron de 78,5%, y a septiembre de 2011 de 82%. La compañía espera que sus ingresos se concentren entre 70% y 80% en este sector.

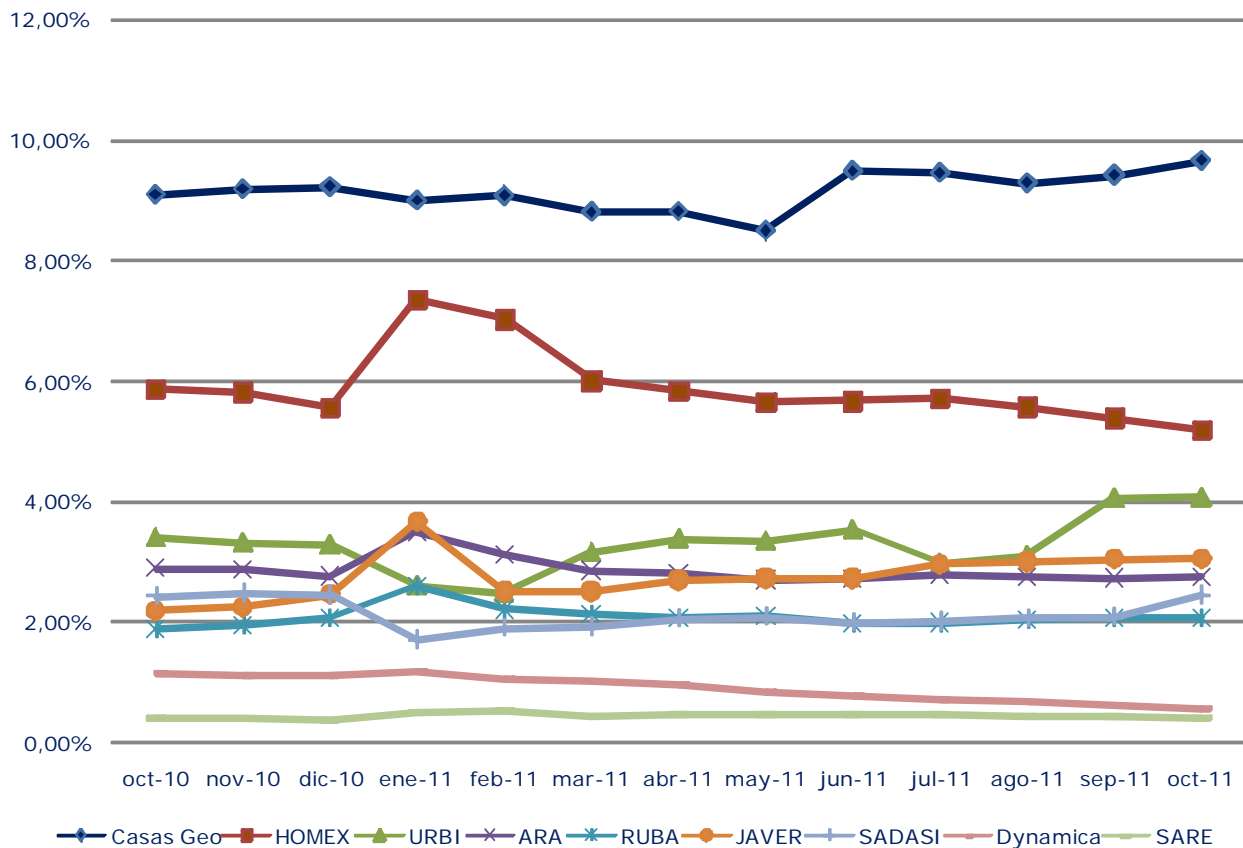


### Distribución de ventas por rango de precios

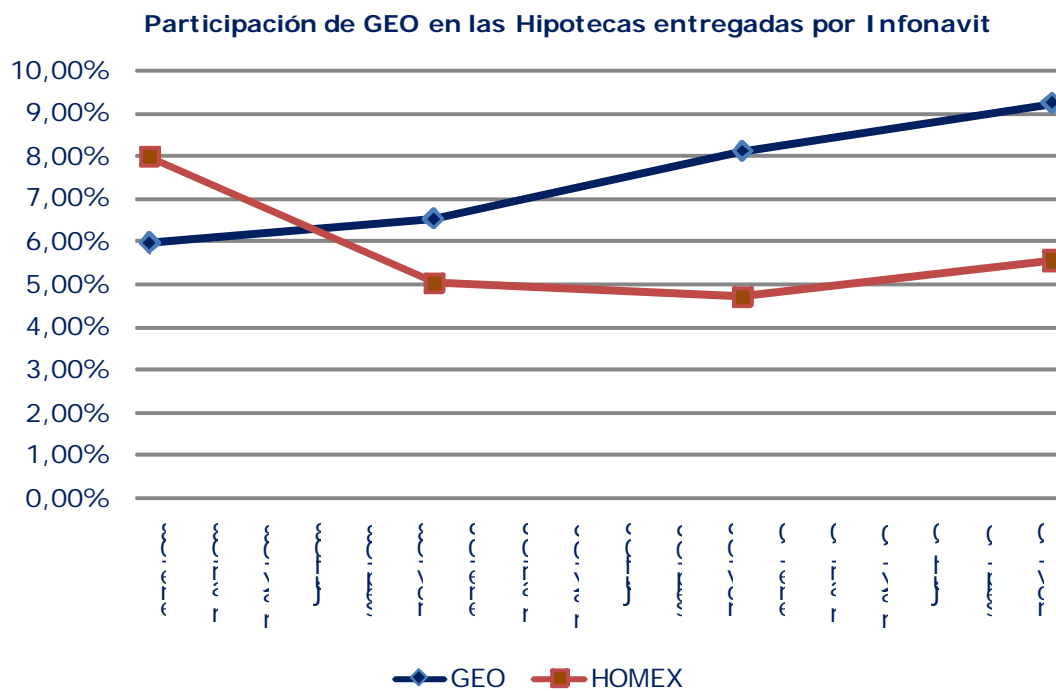


A la fecha, **CasasGeo** está posicionado como el principal constructor de casa financiadas por Infonavit, principal entidad de México en lo relativo a créditos hipotecarios. En general, la industria se caracteriza por estar altamente fragmentada.

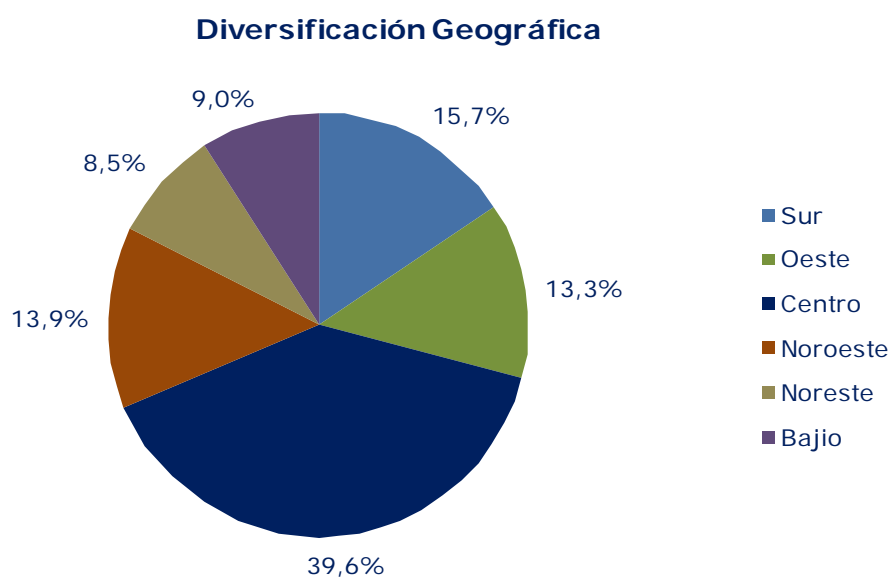
### Participación de GEO en las Hipotecas entregadas por Infonavit



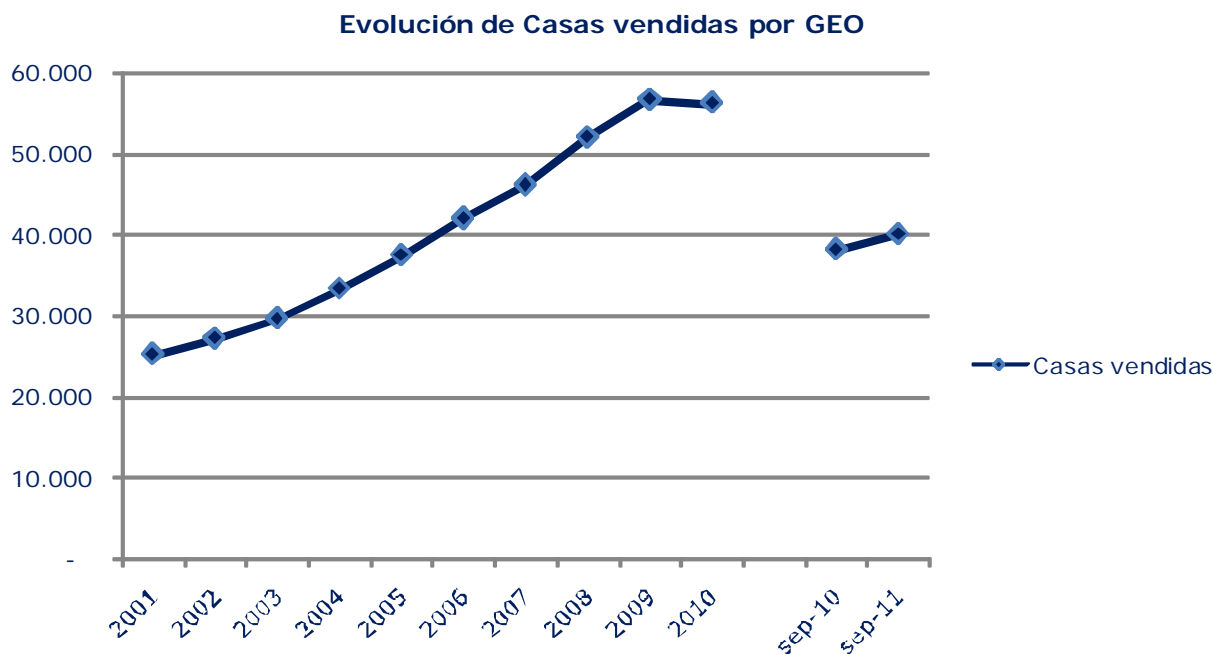
Si analizamos la evolución de la participación de **CasasGeo** en la construcción de casas financiadas por Infonavit se aprecia un aumento importante, desde un 6% a un 9,2%, en los últimos tres años.



En cuanto a la cobertura geográfica de **CasasGeo**, se puede decir que está presente prácticamente en todos los estados, teniendo una penetración territorial que abarca el 80% de la población mexicana.



Con respecto a las unidades vendidas, **Geo** muestra un aumento casi constante, salvo en 2010, esperándose que continúe la tendencia al alza debido a la solidez de la demanda producto del déficit habitacional, y a la importancia relativa de la compañía en el mercado.



## Análisis Financiero

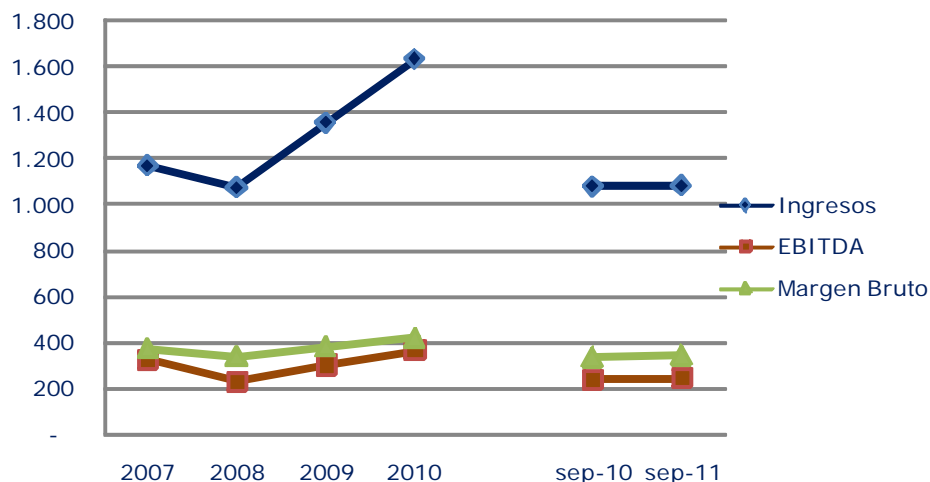
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Geo**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2007 a 2010 y los resultados a septiembre de los últimos dos años.

### Evolución ingresos, resultados y márgenes<sup>9</sup>

Los ingresos de la compañía muestran un alza constante, con una tasa promedio de crecimiento del 15% anual. Este aumento se explica básicamente por un incremento en el número de casas vendidas; de hecho, entre 2009 y 2010 se observa una disminución de 2,8% en el precio promedio de ventas.

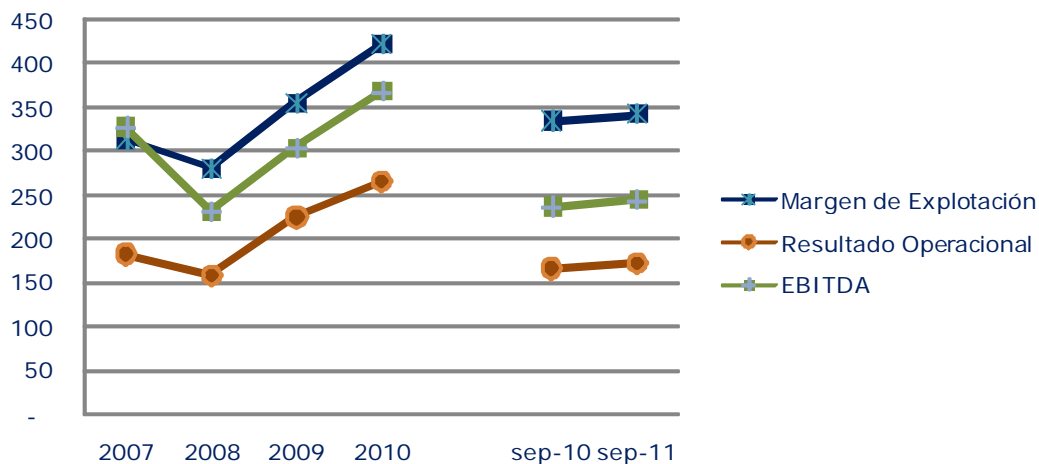
<sup>9</sup> Tipo de cambio utilizado:  
2007: Mx 10,8735/US\$.  
2008: Mx 13,6069/US\$.  
2009: Mx 11,723/US\$.  
2010: Mx 13,0604/US\$.  
Sep 2011: Mx 13,7994/US\$.

### Evolución Ingresos, Ebitda y Margen Bruto (MM US)



Al analizar las variables Ebitda, margen operacional y resultado operacional, se observa una relación directa entre las tres variables, siempre aumentando, a excepción del año 2008 donde el Ebitda tuvo una caída de un 12% respecto del 2007, explicado por que el gasto de amortización y depreciación que se llevo a resultados fue menor al de los otros periodos.

### Evolución de Margen Operacional, Resultado Operacional y EBITDA (MM US)



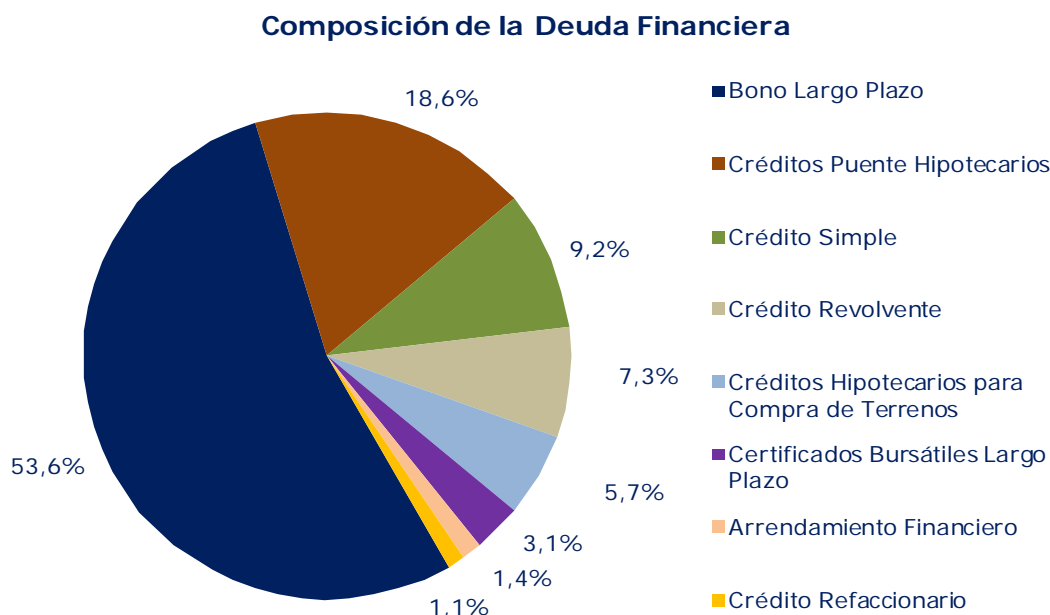
## Evolución del endeudamiento

La deuda financiera a septiembre 2011 ascendía a US\$ 923<sup>10</sup> millones; de éstos, el 29% correspondía al pasivo circulante y el 71% era una obligación de largo plazo. La deuda financiera mostró un aumento de un

<sup>10</sup> Tipo de cambio utilizado: Mx\$ 13,7994/US\$.

38% respecto diciembre 2010, aquel incremento se explica en parte, por un efecto contable, dado que la empresa mantiene instrumentos derivados para mitigar el riesgo de tipo de cambio y de tasa de interés, los cuales influyen en el valor contable de la deuda, no siendo una partida monetaria propiamente tal. Por otra parte, hubo un incremento en los niveles de financiamiento en línea con el nivel de producción de viviendas que la empresa definió en su estrategia.

La deuda se compone de la siguiente manera:

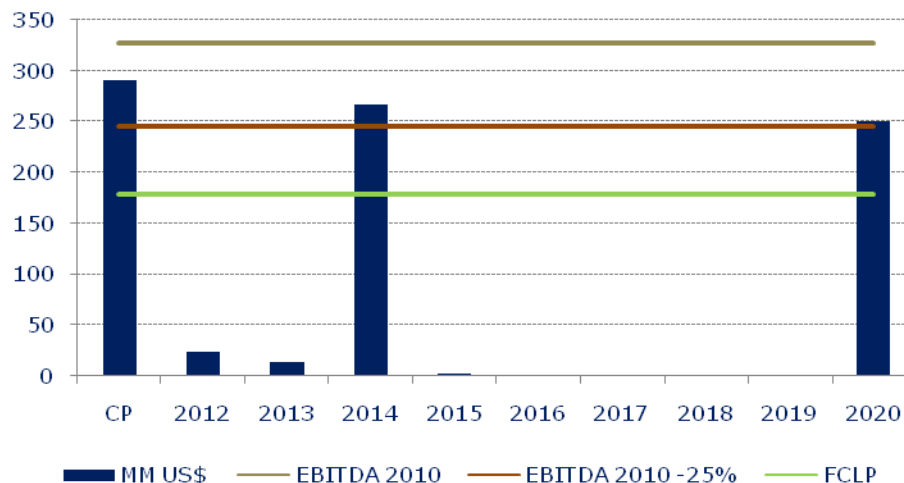


Los créditos puente hipotecarios, que representan el 18,6% de la deuda total, corresponden al financiamiento de 96 proyectos para la construcción de aproximadamente 45.327 viviendas: Este crédito se contrata para cada proyecto en específico y el pago está ligado a la venta y cobro de la vivienda.

La mitad de la deuda corresponde a dos bonos. La primera colocación se realizó en septiembre 2009 por US\$ 250 millones con cinco años de plazo con un cupón fijo a tasa del 8,875%. La segunda colocación se realizó en junio 2010 por el mismo monto a diez años con un cupón fijo a una tasa de 9,25%. Los créditos refaccionarios representan una mínima parte de la deuda y fueron para la adquisición de maquinaria y equipo.

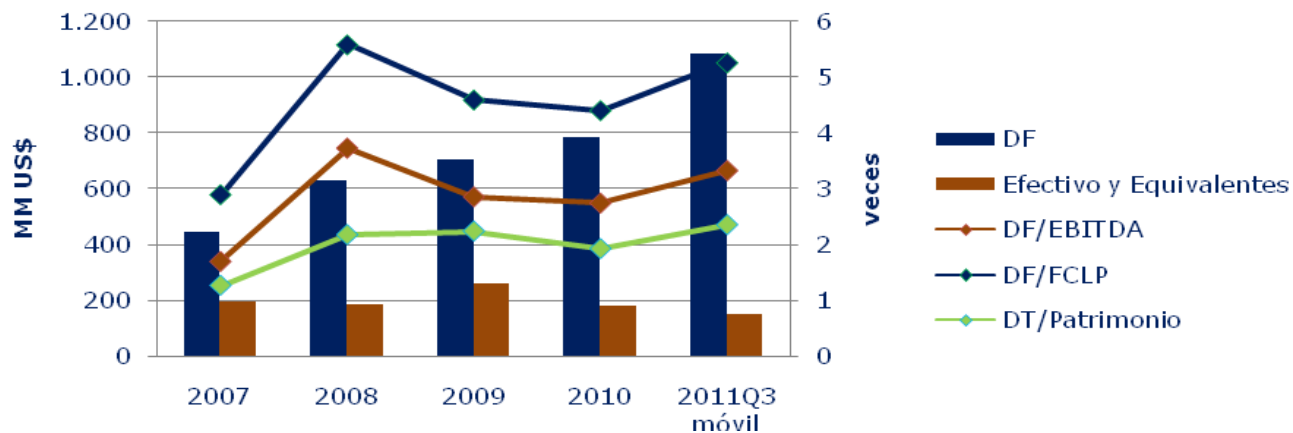
El siguiente gráfico muestra los vencimientos de la deuda. Si proyectamos el Ebitda actual, podemos ver que la empresa tiene holgura para cumplir con todas sus obligaciones financieras. Ahora bien, si castigamos el Ebitda en un 25%, de igual modo la empresa podría hacer frente a sus compromisos, de manera ajustada.

### Vencimiento Deuda Financiera



La evolución de la deuda está correlacionada a los ingresos de la compañía.

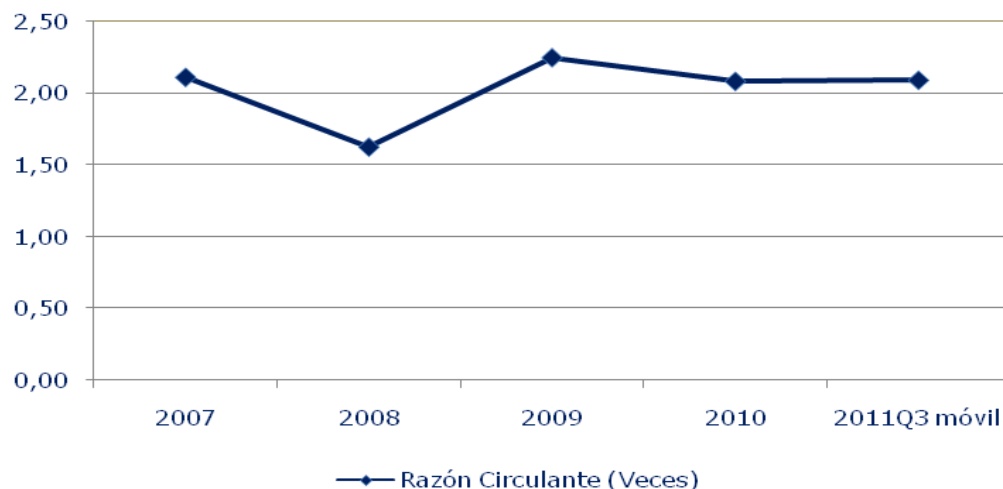
### Evolución del Endeudamiento



### Evolución de la liquidez

La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos circulantes sobre pasivos circulantes) ha mostrado una evolución positiva, alcanzando un valor superior a 2 veces en los últimos años, indicador considerado adecuado, ya que demuestra que los pasivos de corto plazo son cubiertos de manera suficiente por sus activos, los cuales se concentran un 66% en sus existencias (viviendas construidas y en proceso de construcción).

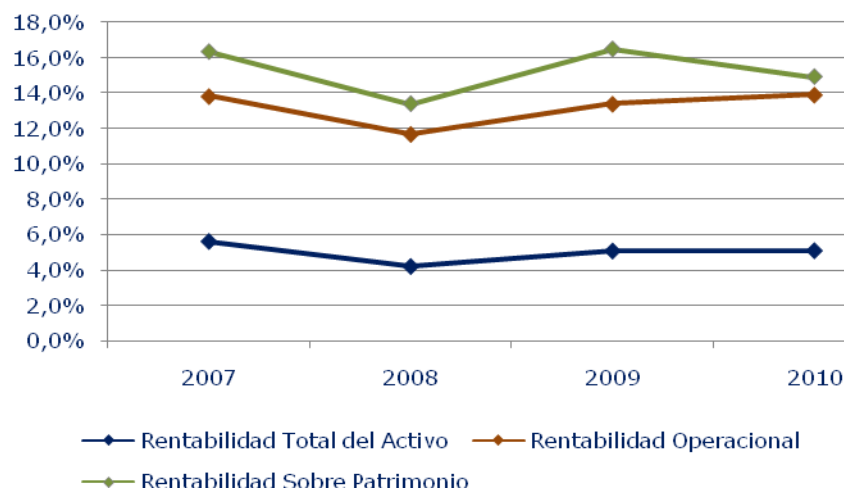
### Evolución de la Liquidez



### Evolución de la rentabilidad

La rentabilidad operacional<sup>11</sup> el último período ha mostrado similitud con el nivel alcanzado el año 2007, no así la rentabilidad sobre el activo y sobre el patrimonio. La primera ha tenido cierta estabilidad, pero siempre disminuyendo, mientras que la segunda ha mostrado variaciones más significativas llegando incluso en 2009 a superar la rentabilidad de 2007, pero actualmente está bajo ese nivel.

### Evolución de la rentabilidad



<sup>11</sup> La rentabilidad operacional se calcula así: Resultado Operacional / Activos Corrientes + Propiedades, Plantas y Equipos.

*“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”*