

S&P Global Ratings asigna calificación crediticia de emisor en escala global de 'BB' a Vinte Viviendas Integrales; la perspectiva es estable

Contactos analíticos:

Alexandre Michel, Ciudad de México, 52 (55) 5081-4520; alexandre.michel@spglobal.com

Luis Manuel Martínez, Ciudad de México, 52 (55) 5081-4462; luis.martinez@spglobal.com

Resumen

- La desarrolladora de vivienda, Vinte, busca emitir bonos verdes senior no garantizados por \$800 millones de pesos mexicanos (MXN) para refinanciar parte de su deuda existente que utilizo para desarrollar comunidades sustentables en México.
- Vinte reportó un sólido desempeño operativo y financiero gracias a su flexible modelo de negocio, su enfoque en la rentabilidad, y una disciplina financiera prudente con respecto al uso de deuda.
- Asignamos nuestra calificación crediticia de emisor de largo plazo en escala global de 'BB' a Vinte.
- La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que Vinte mantendrá expectativas de crecimiento favorables en México, al tiempo que mantiene la flexibilidad de negocio para proteger la rentabilidad. También esperamos que la empresa continúe realizando inversiones selectivas en reserva territorial con un uso moderado de deuda, lo que se traduciría en un índice de deuda neta a EBITDA consistentemente menor a 2.0 veces (x).

Acción de Calificación

Ciudad de México, 7 de agosto de 2018 – S&P Global Ratings asignó hoy su calificación crediticia de emisor en escala global de largo plazo de 'BB' a Vinte Viviendas Integrales, S.A.B. de C.V. (Vinte). La perspectiva es estable.

Fundamento

Nuestra calificación de Vinte refleja nuestra evaluación de su modelo de negocio flexible que permite a la empresa mitigar el impacto derivado de los ciclos de la industria. La calificación también refleja la sólida trayectoria de crecimiento de la compañía, enfocada en la rentabilidad con márgenes estables y por arriba del promedio en comparación con los de sus pares que calificamos, y una política financiera prudente con respecto al uso de deuda, como observamos en su índice de deuda neta a EBITDA cercano a 2.0x para los 12 meses que concluyeron en junio de 2018. La calificación de Vinte está limitada por su base de ingresos relativamente pequeña y una diversificación geográfica limitada.

Con 25 años de experiencia en la industria de vivienda mexicana, Vinte ha demostrado su capacidad para ajustar rápidamente su oferta de producto de acuerdo con la evolución de las condiciones de mercado, particularmente, durante un periodo de enfriamiento de la economía, como en 2017, cuando se desaceleró el crecimiento del producto interno bruto (PIB) y las tasas de inflación e interés aumentaron, así como con los cambios a la política de vivienda del gobierno. Vinte mantiene una cartera de producto diversificada que abarca los segmentos: residencial, ingreso medio y bajo, los cuales, en 2017, representaban el 31%, 56% y 13% del total de los ingresos de la compañía, respectivamente. Los precios de las viviendas de la empresa oscilan entre MXN350,000 a poco más de MXN3.5 millones, y Vinte opera en seis estados en México. La empresa también tiene esquemas diversificados de soluciones de financiamiento para los compradores de viviendas y ha limitado históricamente su exposición a la disponibilidad de subsidios del gobierno, los cuales representan solamente 4.4% de sus viviendas vendidas en el primer semestre de 2018. En nuestra opinión, la dinámica oferta de producto de Vinte le permitirá aprovechar las potenciales oportunidades de crecimiento, ante nuestras expectativas de que los subsidios a la vivienda podrían incrementar una vez que el nuevo gobierno asuma el cargo en diciembre de 2018. Por otra parte, a pesar de que la industria de vivienda mexicana está altamente fragmentada y competitiva, consideramos que la empresa está bien posicionada para mantener su sólida participación en términos de unidades vendidas en los mercados donde opera.

Nuestra calificación también incorpora los estables márgenes de rentabilidad por encima del promedio en comparación con los de sus pares de la industria en México, con un nivel de EBITDA margen que se ha mantenido consistentemente por encima de 20%. Esto se explica por la oferta de productos diferenciados de Vinte que consiste en comunidades integradas y sustentables que a largo plazo genera un mayor valor agregado para los compradores de vivienda, junto con mayores precios de venta para Vinte que el promedio de la industria. Adicionalmente, la compañía mantiene una operación eficiente, un estricto control en el manejo de sus costos, y fija sus contratos con sus proveedores de cemento y concreto para un periodo de 12 meses, con lo que obtiene mayor flexibilidad y previsibilidad en su planeación financiera. La empresa también continúa implementando una prudente estrategia de adquisición de reserva territorial. Al cierre de 2017, tenía una reserva territorial de 5.9 años. Su estrategia de crecimiento está enfocada en mercados con dinámicas de demanda de vivienda favorables como, por ejemplo, el Estado de México, Querétaro, Puebla, Quintana Roo, y Nuevo León.

El factor que limita la calificación de Vinte es su tamaño relativamente pequeño con MXN3,289 millones en ingresos y 4,492 unidades vendidas en el periodo de 12 meses que concluyó en junio de 2018 y sus operaciones limitadas en México, donde la zona centro del país representa más de 50% del total de las ventas. Por lo tanto, si los mercados clave donde Vinte opera experimentan una desaceleración económica, su negocio podría verse afectado, particularmente, dado la ciclicidad de la industria en términos de preferencias de los consumidores, ingresos e hipotecas disponibles, entre otros.

Para los próximos 12 meses, estimamos que la tendencia en la demanda de vivienda en México se mantendrá favorable, en particular ante el déficit de viviendas del país que estimamos en torno a 9 millones de unidades con base en la tendencia demográfica. En nuestra opinión, Vinte mantendrá un crecimiento de sus ingresos de dos dígitos ante la disponibilidad en financiamientos por parte de los bancos y las instituciones públicas de créditos hipotecarios como [Infonavit](#) (escala global: BBB+/Estable/A-2; escala nacional: mxAAA/Estable/mxA-1+) y [Fovissste](#) (escala nacional: mxAAA/Estable/mxA-1+). Por otra parte, esperamos que Vinte conserve su rentabilidad actual, con márgenes de EBITDA por encima de 20%. Además, prevemos que Vinte continúe implementando una estrategia prudente en la adquisición de terrenos y obras de infraestructura, y con respecto al uso de deuda.

Nuestro escenario base considera los siguientes factores:

- Crecimiento del PIB de México de alrededor de 2.4% en 2018 y de 2.5% en 2019 derivado del fortalecimiento del sector de servicios y de la tasa de empleo, y una inflación más baja.
- Tasa de inflación promedio se modera a un 4.9% en 2018 y 3.5% en 2019.
- Subsidios de vivienda que otorga el gobierno federal en México de alrededor de MXN6,600 millones en 2018 y al menos un monto similar en 2019.
- Crecimiento de los ingresos de 12% en 2018 y de 12.5% en 2019.
- Volumen de ventas en torno a 4,444 casas al cierre de 2018 y 4,715 en 2019, con un aumento de 11.9% y 6.0% en los precios promedio, respectivamente, debido a la inflación y a la mezcla de ventas con un mayor número de unidades vendidas en los segmentos residenciales y de ingreso medio.
- Estructura de gastos operacionales relativamente estable.
- Requerimientos de capital de trabajo de MXN417 millones en 2018 y MXN304 millones en 2019 para respaldar la expansión interna de Vinte, que consiste principalmente de adquisición territorial y obras de infraestructura.
- Pago de dividendos en torno a 50% de la utilidad neta del año anterior en 2018 y 2019.
- Emisión propuesta por hasta MXN800 millones, los cuales utilizará la empresa para el refinanciamiento de su deuda existente.
- Incremento de deuda anual en torno a MXN128.7 millones en 2018, y MXN39.8 millones en 2019 para respaldar la estrategia de crecimiento orgánico de la empresa.

Con base en estos supuestos obtuvimos los siguientes indicadores crediticios para 2018 y 2019:

- Márgenes de EBITDA en torno a 23%.
- Deuda neta a EBITDA ligeramente menor a 1.5x, y
- Flujo de efectivo discrecional (DFC, por sus siglas en inglés) a deuda ajustada de -10% y 2%.

Liquidez

Evaluamos la liquidez de Vinte como adecuada. Esperamos que sus fuentes de liquidez superen sus usos en más de 1.2x en los próximos 12 meses y que esta relación se mantenga positiva incluso si el EBITDA que proyectamos disminuye 30%. En nuestra opinión, la empresa tiene una sólida relación con los bancos, como observamos en el número de líneas de crédito comprometidas que tiene con diferentes instituciones financieras. Por otra parte, consideramos que Vinte tiene la flexibilidad suficiente para absorber eventos de alto impacto y baja probabilidad sin recurrir al financiamiento en el corto plazo.

Nuestra evaluación se basa también en el sólido balance de efectivo de la compañía, líneas de crédito comprometidas disponibles y vencimientos de deuda manejables en los próximos 12 meses. En años recientes, la empresa ha aprovechado el mercado de capital y de deuda local para fondear su estrategia de crecimiento y para realizar una administración de pasivos proactiva.

Principales fuentes de liquidez:

- Efectivo y equivalentes por MXN256.7 millones al cierre de junio de 2018.
- Líneas de crédito comprometidas y disponibles por MXN890 millones, y
- Fondos operativos en torno a MXN563 millones.

Principales usos de liquidez:

- Vencimientos de deuda por MXN160 millones en los próximos 12 meses.
- Requerimientos de capital de trabajo por MXN360 millones en los próximos 12 meses.
- Gastos de inversión (capex) por MXN22.3 millones en los próximos 12 meses, y
- Distribución de dividendos por aproximadamente MXN250 millones en los próximos 12 meses.

Restricciones financieras

Vinte está sujeto a diversas restricciones financieras (*covenants*), que incluyen índices de deuda neta y bruta a EBITDA y de cobertura de intereses con EBITDA, entre otros. A finales de junio de 2018, la empresa estaba en cumplimiento con todas sus restricciones financieras, y en nuestro escenario base consideramos que Vinte continuará presentando un margen de maniobra suficiente con respecto a sus restricciones financieras, incluso si su EBITDA disminuye 30%.

Perspectiva

La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que Vinte mantendrá expectativas de crecimiento favorables en México, al tiempo que mantiene la flexibilidad de negocio para proteger la rentabilidad. También esperamos que la empresa continúe haciendo inversiones en reserva territorial con un uso moderado de deuda, lo que se traduciría en un índice de deuda neta a EBITDA consistentemente menor a 2.0x.

Escenario negativo

Podríamos bajar la calificación de Vinte en los próximos 12 meses si sus indicadores crediticios se alejan de nuestras expectativas, con un índice de deuda neta a EBITDA mayor a 2.0x de manera constante. Este escenario podría ocurrir si la empresa lleva a cabo una estrategia financiada con deuda, más agresiva de lo esperado para respaldar su plan de crecimiento mediante una adquisición de terrenos mayor a la prevista en nuestro escenario base o para financiar el pago de dividendos.

Escenario positivo

A pesar de nuestras expectativas de que la empresa mantendrá una política financiera prudente, con un uso moderado de deuda en los siguientes 12 meses, consideramos que un alza de la calificación es poco probable dentro de los siguientes dos años, debido a su base de ingresos relativamente pequeña y a su diversificación geográfica limitada. Sin embargo, podríamos tomar una acción de calificación positiva tras una mejora significativa en estos dos factores, al tiempo que el índice de deuda neta a EBITDA de Vinte se mantiene menor a 1.5x. de manera constante.

Síntesis de los factores de calificación

VINTE VIVIENDAS INTEGRALES S.A.B. DE
C.V.

Calificación crediticia de emisor	
Escala Global	BB/Estable/--
Riesgo del negocio	Razonable
Riesgo país	Moderadamente elevado
Riesgo de la industria	Moderadamente elevado
Posición competitiva	Razonable
Riesgo financiero	Intermedio
Flujo de efectivo/apalancamiento	Intermedio
Ancla	bb+
Modificadores	
Efecto de diversificación/cartera	Neutral (sin impacto)
Estructura de capital	Neutral (sin impacto)
Liquidez	Adecuada (sin impacto)
Política financiera	Neutral (sin impacto)
Administración y gobierno corporativo	Razonable (sin impacto)
Análisis comparativo de calificación	Negativo (-1 nivel)
Perfil crediticio individual	bb

Criterios y Artículos Relacionados

Criterios

- [Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos](#), 16 de diciembre de 2014.
- [Factores Crediticios Clave para la Industria de Desarrolladores Inmobiliarios y de Vivienda](#), 3 de febrero de 2014.
- [Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología para calificar empresas](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología: Riesgo de la industria](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología de calificaciones de grupo](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas y aseguradoras](#), 13 de noviembre de 2012.
- [Uso del listado de Revisión Especial \(CreditWatch\) y Perspectivas](#), 14 de septiembre de 2009.

Copyright © 2018 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadoradora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello. S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web www.standardandpoors.com, www.standardandpoors.com.mx, www.standardandpoors.com.ar, www.standardandpoors.cl, www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingdirect.com y www.globalcreditportal.com (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.

S&P Global Ratings S.A. de C.V., Av. Javier Barros Sierra No. 540, Torre II, PH2, Col. Lomas de Santa Fe, C.P. 01210 Ciudad de México.