HR Ratings® Credit Rating Agency

*A NRSRO Rating**

VINTE

VINTE Viviendas Integrales, S.A.B. de C.V.

HR A+

Corporativos
27 de diciembre del 2018

Calificación

VINTE	HR A+
Perspectiva	Estable

Contactos

Samuel Egure-Lascano
Analista de Corporativos
samuel.egurelascano@hrratings.com

José Luis Cano
Director Ejecutivo de Deuda Corporativa / ABS
joseluis.cano@hrratings.com

Evolución de la Calificación Crediticia

Fuente: HR Ratings.

Definición

La calificación de largo plazo (LP), en escala local, que determina HR Ratings para VINTE es de HR A+. El emisor o emisión con esta calificación ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda; manteniendo bajo riesgo crediticio ante escenarios económicos adversos. El signo positivo "+" representa una posición de fortaleza relativa dentro de la misma escala de calificación.

HR Ratings ratificó la calificación de HR A+ con Perspectiva Estable para VINTE.

La ratificación de la calificación con Perspectiva Estable para VINTE Viviendas Integrales, S.A.B de C.V. (VINTE y/o la Empresa) se fundamenta principalmente en los niveles de la Razón de Servicio de Cobertura de Deuda (DSCR) y de la Razón Años de Pago Deuda Neta Flujo Libre de Efectivo (DN/FLE) esperados para los próximos años, en donde la estructura actual de la deuda de la Empresa tiene poca presión dentro del corto plazo al estar conformada por Certificados Bursátiles (CEBURS) con vencimiento a partir de 2022. Asimismo, en el presente análisis se consideraron los nuevos desarrollos de la Empresa localizados en Nuevo León, Playa del Carmen y Querétaro, donde estimamos un avance en los resultados operativos de la Empresa para los próximos años, ya que están enfocados al nivel medio y residencial, en los cuales VINTE tiene mayor presencia, y en los que parte de ellos son desarrollos inmobiliarios sustentables. Adicionalmente, se consideró el avance en la generación de Flujo Libre de Efectivo de la Empresa observados en el último periodo, como resultado de una mejor absorción de costos operativos y de ventas en proporción al crecimiento de los ingresos durante este periodo.

Supuestos y Resultados[1]				Escenario de Estrés				Escenario de Estrés			
	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2018P	2019P	2020P	2021P
Ventas Totales	2,569	2,752	3,123	3,534	3,677	4,096	4,508	3,415	3,309	3,687	4,057
Margen EBITDA	19.9%	20.5%	20.8%	21.3%	22.6%	23.0%	24.4%	15.3%	8.9%	8.6%	8.1%
Margen EBITDA Ajustado	22.6%	22.8%	23.0%	22.9%	24.2%	24.5%	25.8%	16.9%	10.7%	10.2%	9.7%
EBITDA	511	563	649	754	831	942	1,098	523	296	315	329
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	455	246	644	536	589	732	927	593	(517)	216	307
Deuda Total	899	895	1,253	2,246	2,148	1,776	1,421	2,246	3,020	3,465	3,747
Deuda Neta	687	678	969	1,630	1,740	1,670	1,275	1,457	2,812	3,241	3,506
Cifras 12m											
Años de Pago (DN / EBITDA)	1.3	1.2	1.5	2.2	2.1	1.8	1.2	2.8	9.5	10.3	10.7
Años de Pago (DN / FLE)	1.5	2.8	1.5	3.0	3.0	2.3	1.4	2.5	20.0	15.0	11.4
DSCR **	1.8x	1.8x	2.3x	2.2x	2.9x	1.5x	2.1x	2.5x	0.0x	0.2x	0.3x
DSCR con caja inicial	2.7x	3.3x	3.1x	3.4x	5.9x	2.4x	2.3x	3.7x	0.9x	0.5x	0.4x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 3T18.

* Flujo Libre de Efectivo = Flujo Neto de Actividades de Operación - Capex de Mantenimiento (Depreciación) + Diferencia en Cambios + Dividendos Cobrados + Ajustes Especiales.

** Cobertura del Servicio de la Deuda = FLE / Servicio de la Deuda (Intereses Netos + Amortizaciones de Principal).

[1] Cifras en millones de pesos.

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- **Baja presión de la deuda en el corto plazo.** En el presente análisis, se consideró el incremento de 81.4% en los niveles de Endeudamiento de VINTE observados durante los UDM como resultado de la emisión de los CEBURS VINTE 18X por un monto de P$800m. Pese a lo anterior, la Empresa presenta una baja presión en el cumplimiento de sus obligaciones en el corto plazo, gracias a una estructura de deuda de la Empresa conformada un 56% por CEBURS con vencimiento a partir de 2022.
- **Incremento en el nivel de ingresos.** Se tomó en cuenta el avance en la generación de ingresos de la Empresa, derivados principalmente de mayores ventas en los niveles medio y residencial alcanzando niveles de ingresos de P$3,420m al 3T18 (vs. P$2,837m al 3T17). Para los periodos próximos se espera que la Empresa mantenga dicha tendencia gracias a la consolidación de los nuevos desarrollos en los que forma parte.
- **Mayor generación de FLE.** VINTE durante los UDM, presentó un incremento en 30.1% su generación de efectivo tras alcanzar cifras por P$246m al 3T18 (vs. P$189m al 3T17), atribuidas a una correcta absorción de costos operativos durante el proceso de construcción y mayores niveles de ingresos provenientes de la consolidación de los desarrollos con los que cuenta. Es importante mencionar que dentro de nuestro cálculo de FLE se revierte el impacto por la salida de recursos para la adquisición de tierra, la cual es trasladada a las actividades de inversión y con ello permitiendo un comportamiento adecuado de capital de trabajo.
- **Estabilidad en métricas de endeudamiento.** Gracias a la estructura de la Deuda conformada principalmente en el largo plazo, estimamos niveles estables en las métricas de DSCR y DN/FLE para los periodos siguientes. Esto como resultado del avance visto en estrategia operativa de la Empresa y por una mayor consolidación en los próximos años de los desarrollos inmobiliarios con los que actualmente cuenta. De esta forma, se observan niveles promedio de DSCR de 2.2x y niveles promedio en Deuda Neta Flujo Libre de Efectivo de 2.4 años para los próximos periodos.
- **Segmentación inmobiliaria y enfoque en el desarrollo sustentable.** Se tomó en cuenta la presencia de la Empresa en el desarrollo de inmuebles de categoría media y residencial, permitiéndole incorporar tecnologías sustentables dentro de sus nuevos desarrollos, volviéndolos atractivos para los consumidores y creando segmentación de mercado.

**HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.*

Twitter: @HRRATINGS

Principales Factores Considerados

VINTE Viviendas Integrales, S.A.B. de C.V. (VINTE y/o la Empresa) es una empresa controladora cuyas subsidiarias se dedican al desarrollo, promoción, diseño, construcción y comercialización de vivienda de interés social, interés popular medio y medio alto con presencia en el Estado de México, Querétaro, Hidalgo, Quintana Roo, Puebla y Monterrey. La ratificación de la calificación con Perspectiva Estable para VINTE se fundamenta principalmente en los niveles de servicio de cobertura de deuda (DSCR) y Años de Pago esperados para los próximos años, dada la estructura actual de la deuda de la Empresa con baja presión dentro del corto plazo. Asimismo, se consideran los nuevos desarrollos de la Empresa en Nuevo León, Playa del Carmen y Querétaro donde estimamos una consolidación en sus ventas para los próximos años, al estar enfocados al nivel medio y residencial en los cuales VINTE tiene mayor presencia. Asimismo, el avance en la generación de Flujo Libre de Efectivo en los UDM de la Empresa fue positivo, como resultado de una mejor absorción de costos operativos.

Durante los últimos doce meses (UDM), la Empresa mostró un incremento de 20.5% en sus niveles de ingresos, alcanzando valores de P$3,420m al 3T18 (vs. P$2,837m al 3T17) como resultado de un avance en la venta en los desarrollos inmobiliarios con los que actualmente cuenta. Es importante mencionar que durante el periodo observado se presentó un incremento de 8.9% en el número de unidades vendidas alcanzando cifras de 4,629 unidades al 3T18 (vs. 4,249 al 3T17). Este incremento es gracias a una mayor consolidación en la venta de unidades encontradas en los desarrollos de Tula, Hidalgo y Puebla durante el periodo observado. Asimismo, nosotros estimamos un avance en las ventas de la Empresa para los próximos años, alcanzando valores de P$3,534m en 2018, P$3,677m en 2019, P$4,096m en 2020 y P$4,508m en 2021 (vs. P$3,123 en 2017).

Lo previamente mencionado, en adición al impulso proveniente de los ingresos por equipamiento, así como una correcta absorción de los costos operativos, le permitieron a la Empresa alcanzar niveles EBITDA de P$704m durante los UDM al 3T18 (vs. P$575m al 3T17). Cabe destacar que parte de la reducción en gastos de venta de la Empresa es gracias a una mayor promoción de las viviendas a través del sistema comúnmente llamado de “boca a boca”. De esta forma, VINTE logró alcanzar un margen EBITDA Ajustado de 23.0% por los UDM al 3T18 (vs. 22.8% al 3T17). Es importante mencionar que nuestro cálculo de EBITDA Ajustado contempla el impacto de los intereses capitalizados que se calculan dentro del costo de venta de cada desarrollo. Para los periodos siguientes estimamos una mejora en esta métrica en tendencia con lo observado históricamente, alcanzando valores EBITDA de P$754m en 2018, P$831m en 2019, P$942m en 2020 y P$1,098m en 2021.

Adicionalmente, derivado de la mejora en la utilidad operativa de la Empresa, nuestro cálculo de Flujo Libre de Efectivo (FLE) logró alcanzar un incremento de 30.1% con niveles de P$246m al 3T18 (vs. P$189m al 3T17). Cabe destacar que dentro de nuestro cálculo de FLE se considera la reversión de inversiones en terrenos para el desarrollo de nuevos proyectos tras no ser considerados dentro del capital de trabajo. Dicho ajuste, a su vez, logró un generar un beneficio para esta métrica durante los UDM gracias a una mejora en la rotación de inventarios a través de viviendas escrituradas en comparación con el periodo anterior. Dada la mejora en la rentabilidad operativa de la Empresa estimada para los próximos años, estimamos un incremento paulatino en esta métrica para el siguiente año.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

Por otro lado, VINTE durante los UDM presentó un incremento de 81.4% en sus niveles de Deuda Total, al alcanzar valores de P$2,262m al 3T18 (vs. P$1,247m al 3T17), explicado principalmente por la Emisión VINTE 18X, utilizada para poder financiar proyectos sustentables. Cabe destacar que el 56.3% de la Deuda de la Empresa se encuentra conformada principalmente por los Certificados Bursátiles (CEBURS) y el resto de la deuda se encuentra conformada por créditos bancarios destinados al desarrollo de viviendas. Estos créditos bancarios mantienen condiciones contractuales en línea con la generación de efectivo estimada a través de la venta de unidades dentro de los desarrollos para los cuales fueron dispuesto dichos créditos. Como resultado de lo anterior, en nuestras proyecciones estimamos niveles de Deuda Neta y Deuda total en línea con lo presentado durante este periodo.

Como resultado de los factores previamente mencionados, dentro de nuestras Métricas de Análisis, la Empresa presentó un incremento en la Razón de años de Pago de Deudas (DN/FLE) cerrando al 3T18 en 6.4 años (vs. 5.4 años al 3T17). Esto explicado principalmente por la mayor generación de FLE, considerando el ajuste a los inventarios previamente mencionados y la mejora en la rentabilidad de la Empresa observada durante los UDM. Asimismo, dada la disposición Crédito Bancarios durante los periodos anteriores, así como una menor presión de la Deuda en el corto plazo, VINTE presenta una Razón de Cobertura del Servicio de Deuda (DSCR) con valores de 0.8x al 3T18 (vs. 1.2x al 3T17). Con base en nuestras proyecciones y los factores previamente mencionados, consideramos que estas métricas mantendrán niveles estables para los años siguientes.

Asimismo, es importante mencionar que pese a que el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) sigue siendo relevante para la generación de ingresos de la Empresa, VINTE posee un portafolio con una buena diversificación en relación a la fuente de créditos hipotecarios de sus clientes. Como resultado de esto, consideramos que la relativa concentración en los organismos de vivienda, Infonavit y Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (Fovisste), no representa un riesgo para la Empresa en un futuro dada la solvencia que dichos organismos han mostrado para continuar dando créditos; y la expectativa que mantengan sus tasas de interés a niveles accesibles y atractivos para sus derecho-habientes.

Esto anterior seguirá fomentando el consumo de viviendas en todos los niveles socio-económicos, desde el de interés social, medio y residencial, adecuándose al perfil y diversificación de las viviendas desarrolladas por VINTE. Por otro lado, las instituciones financieras privadas continúan mostrando aceptación por este sector, que ha mostrado ser estable en los últimos años, lo cual estimamos seguirá impulsando el crédito hipotecario otorgado por dichas instituciones, principalmente en el sector medio y residencial, aunque no se descarta que sigan participando también en co-financimiento de vivienda de interés social con los organismos de vivienda.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

Anexos Escenario Base

VINTE (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)

	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	3T17	3T18
ACTIVOS TOTALES	**3,356**	**4,309**	**5,121**	**6,815**	**7,402**	**7,662**	**7,996**	**4,844**	**6,598**
Activo Circulante	**2,575**	**2,866**	**3,148**	**4,639**	**4,753**	**4,911**	**5,153**	**3,417**	**4,604**
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	213	218	284	616	409	107	146	221	694
Cuentas por Cobrar a Clientes	244	317	323	399	441	492	541	294	273
Fideicomiso Mayakoba	2	10	23	25	31	37	46	0	0
Inventarios Inmobiliarios	2,007	2,145	2,441	3,440	3,709	4,105	4,243	2,662	3,482
Pagos Anticipados y Otros Activos Circulantes	109	177	77	157	164	170	177	239	156
Activos no Circulantes	**781**	**1,443**	**1,974**	**2,177**	**2,649**	**2,751**	**2,843**	**1,427**	**1,994**
Inversiones en Subsid. N.C.[1]	60	56	50	57	72	87	103	55	57
Inventarios Inmobiliarios	646	1,302	1,802	1,983	2,422	2,471	2,520	1,302	1,802
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	29	40	48	56	67	97	114	47	55
Otros Activos LP	46	45	73	80	88	97	107	23	80
Pagos Anticipados	31	15	45	49	54	60	66	0	45
Otros Activos LP	15	31	28	31	34	37	41	23	35
PASIVOS TOTALES	**1,873**	**2,002**	**2,576**	**3,911**	**4,121**	**4,023**	**3,937**	**2,469**	**3,945**
Pasivo Circulante	**601**	**775**	**839**	**1,149**	**1,578**	**1,707**	**1,476**	**815**	**1,139**
Pasivo con Costo	40	130	80	134	372	355	9	130	64
Proveedores	194	226	314	519	630	719	774	390	773
Impuestos por Pagar	63	62	69	83	90	97	105	69	104
Otros sin Costo	305	357	376	413	486	535	588	227	198
Obligaciones Garantizadas[2]	100	94	89	97	107	118	130	41	35
Gastos Acumulados y Otros Pasivos Circulantes	205	262	287	316	379	417	459	186	163
Pasivos no Circulantes	**1,271**	**1,227**	**1,738**	**2,762**	**2,543**	**2,316**	**2,461**	**1,654**	**2,806**
Pasivo con Costo	859	765	1,173	2,112	1,776	1,421	1,412	1,117	2,198
Impuestos Diferidos	382	457	526	611	726	852	1,002	535	605
Otros Pasivos No Circulantes	30	4	38	39	41	43	46	2	2
Beneficios a Empleados	1	2	2	2	3	5	7	2	2
Proveedores de Terrenos y Otros	29	2	36	37	37	38	39	0	0
CAPITAL CONTABLE	**1,483**	**2,307**	**2,545**	**2,904**	**3,281**	**3,639**	**4,059**	**2,374**	**2,654**
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad del Ejercicio	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mayoritario	**1,483**	**2,307**	**2,545**	**2,904**	**3,281**	**3,639**	**4,059**	**2,374**	**2,654**
Capital Contribuido	251	862	862	862	862	862	862	862	862
Otras partidas de Capital	444	289	87	(117)	(317)	(588)	(917)	95	(117)
Utilidades Acumuladas	464	788	1,156	1,595	2,159	2,736	3,365	1,156	1,595
Utilidad del Ejercicio	323	369	439	564	577	629	749	261	313
Deuda Total	**899**	**895**	**1,253**	**2,246**	**2,148**	**1,776**	**1,421**	**1,247**	**2,262**
Deuda Neta	**687**	**678**	**969**	**1,630**	**1,740**	**1,670**	**1,275**	**1,026**	**1,568**
Días Cuenta por Cobrar Clientes	27	34	35	32	30	30	30	29	40
Días Inventario	352	418	424	459	455	448	435	399	446
Días por Pagar Proveedores	34	51	56	90	94	94	93	42	58

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 3T18.

[1] Fideicomiso F/2185 (Fideicomiso Mayakoba), participación del 50.0% para desarrollo de "Ciudad Mayakoba" con OHL Desarrollos México S.A. de C.V. (OHL).

[2] Obligaciones garantizadas por la venta de contratos de derechos de cobro futuros (Factoraje).

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

VINTE (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	3T17	3T18
Ventas Netas	**2,569**	**2,752**	**3,123**	**3,534**	**3,677**	**4,096**	**4,508**	**2,040**	**2,337**
Venta de Bienes	2,471	2,639	2,967	3,184	3,391	3,782	4,164	1,929	2,170
Equipamiento y Servicios de Construcción	98	113	156	350	286	314	343	111	167
Costo de Venta	**1,776**	**1,865**	**2,123**	**2,379**	**2,427**	**2,683**	**2,885**	**1,398**	**1,601**
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	**793**	**887**	**1,000**	**1,155**	**1,250**	**1,413**	**1,623**	**641**	**736**
Gastos de Generales	274	326	366	401	419	472	524	253	278
UOPADA (EBITDA)	**511**	**563**	**649**	**754**	**831**	**942**	**1,098**	**388**	**458**
Depreciación y Amortización	13	15	19	25	27	35	46	13	18
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	**498**	**548**	**615**	**729**	**804**	**907**	**1,052**	**375**	**440**
Otros ingresos generales y (gastos) netos	(8)	2	15	17	20	21	24	3	(0)
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	**490**	**550**	**630**	**746**	**824**	**928**	**1,076**	**378**	**439**
Ingresos por Intereses	5	9	16	30	41	30	18	11	15
Intereses Pagados	48	54	83	82	55	74	39	50	69
Ingreso Financiero Neto	(43)	(45)	(67)	(52)	(14)	(44)	(22)	(39)	(54)
Resultado Integral de Financiamiento	**(43)**	**(45)**	**(67)**	**(52)**	**(14)**	**(44)**	**(22)**	**(39)**	**(54)**
Utilidad después del RIF	**447**	**505**	**563**	**693**	**810**	**884**	**1,054**	**339**	**386**
Participación en Subsid. no Consolidadas	(0)	(4)	(5)	13	14	15	16	(1)	6
Utilidad antes de Impuestos	**447**	**501**	**557**	**707**	**825**	**898**	**1,070**	**338**	**392**
Impuestos sobre la Utilidad	131	131	118	143	247	269	321	78	79
Impuestos Causados	44	55	49	59	132	143	171	0	33
Impuestos Diferidos	88	76	69	84	115	126	150	78	46
Resultado antes de operaciones discontinuadas	**323**	**369**	**439**	**564**	**577**	**629**	**749**	**261**	**313**
Utilidad Neta Consolidada	**323**	**369**	**439**	**564**	**577**	**629**	**749**	**261**	**313**
Participación mayoritaria en la utilidad	**323**	**369**	**439**	**564**	**577**	**629**	**749**	**261**	**313**
Cambio en Ventas (%)	11.4%	7.1%	13.5%	13.2%	4.0%	11.4%	10.0%	5.2%	20.5%
Viviendas Vendidas	4,265	4,236	4,441	4,452	4,469	4,506	4,570	4,249	4,629
Precio Promedio (miles)	575	601	647	711	759	918	532	613	679
Margen EBITDA	19.9%	20.5%	20.8%	21.3%	22.6%	23.0%	24.4%	20.3%	20.6%
Margen EBITDA Ajustado[1]	22.6%	22.8%	23.0%	22.9%	24.2%	24.5%	25.8%	22.6%	22.2%
Tasa de Impuestos (%)	29.4%	26.0%	21.2%	20.2%	30.0%	30.0%	30.0%	25.1%	19.5%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	87.8	69.4	65.0	62.7	55.0	42.4	39.7	60	62
Retorno sobre Capital Empleado (%)	27.7%	24.6%	21.6%	21.0%	22.0%	22.4%	26.9%	0	0
Tasa Pasiva	14.3%	11.6%	13.2%	8.9%	10.0%	6.8%	6.6%	11.1%	9.8%
Tasa Activa	1.0%	2.0%	2.9%	4.1%	3.3%	3.4%	2.3%	3.0%	3.1%
Intereses pagados Reportados	**48**	**54**	**83**	**82**	**55**	**74**	**39**	**50**	**138**
Total de interés Capitalizado[2]	69	66	69	55	57	60	63	46	86
Interés Total Devengado	**117**	**120**	**152**	**137**	**112**	**135**	**103**	**96**	**223**

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 3T18.

[1] Margen EBITDA Ajustado elimina el impacto por intereses capitalizados dentro de costos de operación.

[2] Intereses capitalizados en costos de operación.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

VINTE (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	3T17	3T18
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	**447**	**501**	**557**	**707**	**825**	**898**	**1,070**	**338**	**392**
Depreciación y Amortización	13	15	19	25	27	35	46	13	18
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos[1]	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	4	5	(13)	(14)	(15)	(16)	1	(6)
Intereses a Favor	(5)	(9)	(16)	(25)	(41)	(30)	(18)	(6)	(10)
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	**9**	**10**	**9**	**(13)**	**(29)**	**(9)**	**13**	**9**	**2**
Intereses Devengados	117	118	152	174	112	135	103	127	137
Otras Partidas de Financiamiento	0	0	0	11	0	0	0	0	11
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	**117**	**118**	**152**	**185**	**112**	**135**	**103**	**127**	**148**
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	**573**	**630**	**718**	**879**	**908**	**1,023**	**1,185**	**474**	**542**
Decremento (Incremento) en Clientes	83	(90)	(14)	(31)	(42)	(51)	(50)	43	73
Decremento (Incremento) en Inventarios	(303)	(762)	(797)	(1,179)	(709)	(444)	(187)	(503)	(1,085)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(47)	(36)	82	(90)	(20)	(22)	(25)	(70)	32
Incremento (Decremento) en Proveedores	33	(24)	122	205	111	89	55	52	197
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(58)	57	30	(10)	72	48	53	64	81
Capital de trabajo	**(291)**	**(855)**	**(577)**	**(1,106)**	**(587)**	**(381)**	**(154)**	**(414)**	**(702)**
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(44)	(55)	(47)	(42)	(132)	(143)	(171)	(15)	(16)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	**(335)**	**(910)**	**(623)**	**(1,149)**	**(719)**	**(524)**	**(325)**	**(429)**	**(718)**
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	**238**	**(281)**	**95**	**(270)**	**189**	**499**	**860**	**45**	**(176)**
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(39)	(47)	(43)	(25)	(37)	(65)	(63)	(16)	(17)
Adquisición de Negocios	(50)	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	5	9	16	15	41	30	18	6	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	**(84)**	**(38)**	**(27)**	**(9)**	**4**	**(35)**	**(46)**	**(10)**	**(17)**
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	**154**	**(318)**	**68**	**(280)**	**193**	**464**	**815**	**35**	**(193)**
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								0	0
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	1,667	1,495	1,956	2,440	36	0	0	1,845	2,440
Financiamientos Bursátiles	0	0	500	800	0	0	0	0	800
Otros Financiamientos	206	230	206	62	96	106	116	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,552)	(1,499)	(1,890)	(2,230)	(134)	(372)	(355)	(1,480)	(2,214)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(105)	0	(200)	0	0	0	0	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	(3)	(10)	(211)	0	(86)	(95)	(104)	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	(117)	(110)	(161)	(174)	(112)	(135)	(103)	(127)	(137)
Financiamiento "Ajeno"	**95**	**106**	**200**	**898**	**(200)**	**(495)**	**(446)**	**238**	**889**
Prima en Vena de Acciones	0	0	(38)	0	0	0	0	(30)	0
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	0	611	0	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	0	(10)	0	5	0	0	0	0	5
Otras Partidas	(141)	(236)	0	(81)	0	0	0	(75)	(81)
Dividendos Pagados	(139)	(145)	(164)	(209)	(200)	(271)	(329)	(164)	(209)
Financiamiento "Propio"	**(279)**	**220**	**(201)**	**(285)**	**(200)**	**(271)**	**(329)**	**(269)**	**(285)**
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	**(184)**	**326**	**(1)**	**612**	**(400)**	**(766)**	**(776)**	**(31)**	**603**
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	**(30)**	**7**	**66**	**332**	**(208)**	**(302)**	**39**	**4**	**410**
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	234	204	212	278	611	403	101	201	257
Efectivo y equiv. al final del Periodo	**204**	**212**	**278**	**611**	**403**	**101**	**140**	**221**	**694**
Cifras UDM									
Capex de Mantenimiento	(13)	(15)	(19)	(25)	(27)	(35)	(46)	(14)	(15)
Ajustes especiales***	222	543	568	830	427	268	113	300	663
Flujo Libre de Efectivo	**213**	**218**	**284**	**536**	**589**	**732**	**927**	**189**	**246**
Amortización de Deuda	1,660	1,510	2,301	2,230	220	466	460	1,206	2,279
Pago de crédito puente	(1,515)	(1,470)	(2,171)	(2,150)	(86)	(95)	(104)	(1,151)	(2,029)
Amortización de Deuda Final	145	40	130	80	134	372	355	55	251
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	113	100	145	159	71	105	85	97	71
Servicio de la Deuda	**258**	**140**	**275**	**239**	**205**	**476**	**440**	**152**	**321**
DSCR	**0.8**	**1.6**	**1.0**	**2.2**	**2.9**	**1.5**	**2.1**	**1.2**	**0.8**
Caja Inicial Disponible	234	204	212	278	611	403	101	229	218
DSCR con Caja Inicial	**1.7**	**3.0**	**1.8**	**3.4**	**5.9**	**2.4**	**2.3**	**2.8**	**1.4**
Deuda Neta a FLE	**3.2**	**3.1**	**3.4**	**3.0**	**3.0**	**2.3**	**1.4**	**5.4**	**6.4**
Deuda Neta a EBITDA	**1.3**	**1.2**	**1.5**	**2.2**	**2.1**	**1.8**	**1.2**	**1.9**	**2.8**

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 3T18.

*** Consideran las adquisiciones de tierra, las cuales dentro de nuestro análisis no representan flujos de operación sino inversión.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

Anexos Escenario Estrés

VINTE (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)

	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	3T17	3T18
ACTIVOS TOTALES	**3,356**	**4,309**	**5,121**	**6,783**	**7,737**	**8,384**	**8,643**	**4,844**	**6,598**
Activo Circulante	**2,575**	**2,866**	**3,148**	**4,696**	**4,974**	**5,541**	**6,131**	**3,417**	**4,604**
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	213	218	284	789	209	224	241	221	694
Cuentas por Cobrar a Clientes	244	317	323	443	529	664	780	294	273
Fideicomiso Mayakoba	2	10	23	25	26	27	29	0	0
Inventarios Inmobiliarios	2,007	2,145	2,441	3,281	4,046	4,455	4,905	2,662	3,482
Pagos Anticipados y Otros Activos Circulantes	109	177	77	157	164	170	177	239	156
Activos no Circulantes	**781**	**1,443**	**1,974**	**2,086**	**2,763**	**2,843**	**2,512**	**1,427**	**1,994**
Inversiones en Subsid. N.C.[1]	60	56	50	57	71	86	101	55	57
Inventarios Inmobiliarios	646	1,302	1,802	1,893	2,537	2,564	2,191	1,302	1,802
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	29	40	48	56	67	97	114	47	55
Otros Activos LP	46	45	73	80	88	97	107	23	80
Pagos Anticipados	31	15	45	49	54	60	66	0	45
Otros Activos LP	15	31	28	31	34	37	41	23	35
PASIVOS TOTALES	**1,873**	**2,002**	**2,576**	**4,064**	**5,014**	**5,794**	**6,257**	**2,469**	**3,945**
Pasivo Circulante	**601**	**775**	**839**	**1,430**	**2,048**	**2,641**	**2,658**	**815**	**1,139**
Pasivo con Costo	40	130	80	234	719	1,005	865	130	64
Proveedores	194	226	314	719	814	1,079	1,188	390	773
Impuestos por Pagar	63	62	69	83	101	123	149	69	104
Otros sin Costo	305	357	376	394	414	435	457	227	198
Obligaciones Garantizadas[2]	100	94	89	93	98	102	108	41	35
Gastos Acumulados y Otros Pasivos Circulantes	205	262	287	301	317	332	349	186	163
Pasivos no Circulantes	**1,271**	**1,227**	**1,738**	**2,634**	**2,966**	**3,152**	**3,599**	**1,654**	**2,806**
Pasivo con Costo	859	765	1,173	2,012	2,302	2,460	2,882	1,117	2,198
Impuestos Diferidos	382	457	526	583	624	651	675	535	605
Otros Pasivos No Circulantes	30	4	38	39	40	41	42	2	2
Beneficios a Empleados	1	2	2	2	3	3	3	2	2
Proveedores de Terrenos y Otros	29	2	36	37	37	38	39	0	0
CAPITAL CONTABLE	**1,483**	**2,307**	**2,545**	**2,719**	**2,723**	**2,590**	**2,385**	**2,374**	**2,654**
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad del Ejercicio	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mayoritario	**1,483**	**2,307**	**2,545**	**2,719**	**2,723**	**2,590**	**2,385**	**2,374**	**2,654**
Capital Contribuido	251	862	862	862	862	862	862	862	862
Otras partidas de Capital	444	289	87	(117)	(317)	(588)	(917)	95	(117)
Utilidades Acumuladas	464	788	1,156	1,595	1,973	2,178	2,316	1,156	1,595
Utilidad del Ejercicio	323	369	439	378	205	138	124	261	313
Deuda Total	**899**	**895**	**1,253**	**2,246**	**3,020**	**3,465**	**3,747**	**1,247**	**2,262**
Deuda Neta	**687**	**678**	**969**	**1,457**	**2,812**	**3,241**	**3,506**	**1,026**	**1,568**
Días Cuenta por Cobrar Clientes	27	34	35	34	34	35	36	29	40
Días Inventario	352	418	424	439	461	451	444	399	446
Días por Pagar Proveedores	34	51	56	95	99	104	103	42	58

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 3T18.

[1] Fideicomiso F/2185 (Fideicomiso Mayakoba), participación del 50.0% para desarrollo de "Ciudad Mayakoba" con OHL Desarrollos México S.A. de C.V. (OHL).

[2] Obligaciones garantizadas por la venta de contratos de derechos de cobro futuros (Factoraje).

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

VINTE (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (millones)

	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	3T17	3T18
Ventas Netas	**2,569**	**2,752**	**3,123**	**3,415**	**3,309**	**3,687**	**4,057**	**2,040**	**2,337**
Venta de Bienes	2,471	2,639	2,967	3,083	3,052	3,404	3,748	1,929	2,170
Equipamiento y Servicios de Construcción	98	113	156	332	258	283	309	111	167
Costos de Venta	**1,776**	**1,865**	**2,123**	**2,463**	**2,548**	**2,839**	**3,124**	**1,398**	**1,601**
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	**793**	**887**	**1,000**	**952**	**761**	**848**	**933**	**641**	**736**
Gastos de Generales	274	326	366	429	465	533	604	253	278
UOPADA (EBITDA)	**511**	**563**	**649**	**523**	**296**	**315**	**329**	**388**	**458**
Depreciación y Amortización	13	15	19	25	27	35	46	13	18
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	**498**	**548**	**615**	**498**	**270**	**280**	**282**	**375**	**440**
Otros ingresos generales y (gastos) netos	(8)	2	15	14	16	16	17	3	(0)
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	**490**	**550**	**630**	**513**	**285**	**297**	**300**	**378**	**439**
Ingresos por Intereses	5	9	16	30	49	47	35	11	15
Intereses Pagados	48	54	83	82	55	162	172	50	69
Ingreso Financiero Neto	(43)	(45)	(67)	(52)	(6)	(114)	(137)	(39)	(54)
Resultado Integral de Financiamiento	**(43)**	**(45)**	**(67)**	**(52)**	**(6)**	**(114)**	**(137)**	**(39)**	**(54)**
Utilidad después del RIF	**447**	**505**	**563**	**460**	**279**	**183**	**163**	**339**	**386**
Participación en Subsid. no Consolidadas	(0)	(4)	(5)	13	14	14	15	(1)	6
Utilidad antes de Impuestos	**447**	**501**	**557**	**473**	**293**	**197**	**178**	**338**	**392**
Impuestos sobre la Utilidad	131	131	118	96	88	59	53	78	79
Impuestos Causados	44	55	49	40	47	32	30	0	33
Impuestos Diferidos	88	76	69	56	41	27	23	78	46
Resultado antes de operaciones discontinuadas	**323**	**369**	**439**	**378**	**205**	**138**	**124**	**261**	**313**
Utilidad Neta Consolidada	**323**	**369**	**439**	**378**	**205**	**138**	**124**	**261**	**313**
Participación mayoritaria en la utilidad	**323**	**369**	**439**	**378**	**205**	**138**	**124**	**261**	**313**
Cambio en Ventas (%)	11.4%	7.1%	13.5%	9.3%	-3.1%	11.4%	10.0%	5.2%	20.5%
Viviendas Vendidas	4,265	4,236	4,441	4,452	4,469	4,506	4,570	4,249	4,629
Precio Promedio (miles)	575	601	647	711	759	918	532	613	679
Margen EBITDA	19.9%	20.5%	20.8%	15.3%	8.9%	8.6%	8.1%	20.3%	20.6%
Margen EBITDA Ajustado[1]	22.6%	22.8%	23.0%	16.9%	10.7%	10.2%	9.7%	22.6%	22.2%
Tasa de Impuestos (%)	29.4%	26.0%	21.2%	20.2%	30.0%	30.0%	30.0%	25.1%	19.5%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	87.8	69.4	65.0	60.6	49.5	38.2	35.7	60	62
Retorno sobre Capital Empleado (%)	27.7%	24.6%	21.6%	14.6%	7.3%	6.8%	8.4%	0	0
Tasa Pasiva	14.3%	11.6%	13.2%	8.9%	9.6%	6.8%	6.6%	11.1%	9.8%
Tasa Activa	1.0%	2.0%	2.9%	3.9%	3.4%	3.3%	2.4%	3.0%	3.1%
Intereses pagados Reportados	**48**	**54**	**83**	**82**	**55**	**162**	**172**	**50**	**138**
Total de interés Capitalizado[2]	69	66	69	55	57	60	63	46	86
Interés Total Devengado	**117**	**120**	**152**	**137**	**112**	**222**	**235**	**96**	**223**

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 3T18.

[1] Margen EBITDA Ajustado elimina el impacto por intereses capitalizados dentro de costos de operación.

[2] Intereses capitalizados en costos de operación.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

VINTE (Estrés): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)

	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P	2021P	3T17	3T18
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	**447**	**501**	**557**	**473**	**293**	**197**	**178**	**338**	**392**
Depreciación y Amortización	13	15	19	25	27	35	46	13	18
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos[1]	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	4	5	(13)	(14)	(14)	(15)	1	(6)
Intereses a Favor	(5)	(9)	(16)	(25)	(49)	(47)	(35)	(6)	(10)
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	**9**	**10**	**9**	**(13)**	**(36)**	**(27)**	**(4)**	**9**	**2**
Intereses Devengados	117	118	152	174	112	222	235	127	137
Otras Partidas de Financiamiento	0	0	0	11	0	0	0	0	11
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	**117**	**118**	**152**	**185**	**112**	**222**	**235**	**127**	**148**
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	**573**	**630**	**718**	**645**	**369**	**392**	**409**	**474**	**542**
Decremento (Incremento) en Clientes	83	(90)	(14)	(75)	(86)	(135)	(116)	43	73
Decremento (Incremento) en Inventarios	(303)	(762)	(797)	(930)	(1,410)	(436)	(76)	(503)	(1,085)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(47)	(36)	82	(90)	(15)	(17)	(18)	(70)	32
Incremento (Decremento) en Proveedores	33	(24)	122	405	96	264	109	52	197
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(58)	57	30	(25)	34	39	44	64	81
Capital de trabajo	**(291)**	**(855)**	**(577)**	**(716)**	**(1,381)**	**(284)**	**(56)**	**(414)**	**(702)**
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(44)	(55)	(47)	(23)	(47)	(32)	(30)	(15)	(16)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	**(335)**	**(910)**	**(623)**	**(739)**	**(1,428)**	**(316)**	**(86)**	**(429)**	**(718)**
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	**238**	**(281)**	**95**	**(93)**	**(1,058)**	**76**	**323**	**45**	**(176)**
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(39)	(47)	(43)	(25)	(37)	(65)	(63)	(16)	(17)
Adquisición de Negocios	(50)	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	5	9	16	15	49	47	35	6	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	**(84)**	**(38)**	**(27)**	**(9)**	**11**	**(17)**	**(28)**	**(10)**	**(17)**
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	**154**	**(318)**	**68**	**(103)**	**(1,047)**	**58**	**294**	**35**	**(193)**
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								0	0
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	1,667	1,495	1,956	2,440	1,009	1,163	1,287	1,845	2,440
Financiamientos Bursátiles	0	0	500	800	0	0	0	0	800
Otros Financiamientos	206	230	206	58	87	91	96	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,552)	(1,499)	(1,890)	(2,230)	(234)	(719)	(1,005)	(1,480)	(2,214)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(105)	0	(200)	0	0	0	0	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	(3)	(10)	(211)	0	(82)	(86)	(91)	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	(117)	(110)	(161)	(174)	(112)	(222)	(235)	(127)	(137)
Financiamiento "Ajeno"	**95**	**106**	**200**	**893**	**667**	**228**	**52**	**238**	**889**
Prima en Vena de Acciones	0	0	(38)	0	0	0	0	(30)	0
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	0	611	0	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	0	(10)	0	5	0	0	0	0	5
Otras Partidas	(141)	(236)	0	(81)	0	0	0	(75)	(81)
Dividendos Pagados	(139)	(145)	(164)	(209)	(200)	(271)	(329)	(164)	(209)
Financiamiento "Propio"	**(279)**	**220**	**(201)**	**(285)**	**(200)**	**(271)**	**(329)**	**(269)**	**(285)**
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	**(184)**	**326**	**(1)**	**608**	**467**	**(43)**	**(278)**	**(31)**	**603**
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	**(30)**	**7**	**66**	**505**	**(580)**	**15**	**17**	**4**	**410**
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	234	204	212	278	783	203	218	201	257
Efectivo y equiv. al final del Periodo	**204**	**212**	**278**	**783**	**203**	**218**	**235**	**221**	**694**
Cifras UDM									
Capex de Mantenimiento	(13)	(15)	(19)	(25)	(27)	(35)	(46)	(14)	(15)
Ajustes especiales***	222	543	568	711	568	176	31	300	663
Flujo Libre de Efectivo	**447**	**248**	**644**	**593**	**(517)**	**216**	**307**	**189**	**246**
Amortización de Deuda	1,660	1,510	2,301	2,230	317	805	1,096	1,206	2,279
Pago de crédito puente	(1,515)	(1,470)	(2,171)	(2,150)	(82)	(86)	(91)	(1,151)	(2,029)
Amortización de Deuda Final	145	40	130	80	234	719	1,005	55	251
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	113	100	145	159	64	174	200	97	71
Servicio de la Deuda	**258**	**140**	**275**	**239**	**298**	**893**	**1,205**	**152**	**321**
DSCR	**1.7**	**1.8**	**2.3**	**2.5**	**(1.7)**	**0.2**	**0.3**	**1.2**	**0.8**
Caja Inicial Disponible	234	204	212	278	783	203	218	229	218
DSCR con Caja Inicial	**2.6**	**3.2**	**3.1**	**3.6**	**0.9**	**0.5**	**0.4**	**2.8**	**1.4**
Deuda Neta a FLE	**1.5**	**2.7**	**1.5**	**2.5**	**(5.4)**	**15.0**	**11.4**	**5.4**	**6.4**
Deuda Neta a EBITDA	**1.3**	**1.2**	**1.5**	**2.8**	**9.5**	**10.3**	**10.7**	**1.9**	**2.8**

Fuente: HR Ratings proyecciones con base en información trimestral interna de la Empresa y cierres anuales dictaminados por Deloitte.

* Información Dictaminada en formato IFRS.

** Proyecciones a partir del 3T18.

*** Consideran las adquisiciones de tierra, las cuales dentro de nuestro análisis no representan flujos de operación sino inversión.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos
+52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica
+52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Director General

Fernando Montes de Oca
+52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni
+52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

Pedro Latapí
+52 55 8647 3845
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

Ricardo Gallegos
+52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Roberto Ballinez
+52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval
+52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

José Luis Cano
+52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales
+52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgo

Rogelio Argüelles
+52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado
+52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle
+52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadora:

Metodología de Calificación para Evaluación de Riesgo Crediticio de Deuda Corporativa, Mayo 2014.
Metodología de Calificación para Bursatilización de Flujos Futuros, Agosto de 2016.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar https://www.hrratings.com/es/methodology

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.

Calificación anterior	VINTE: HR A+ con Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	VINTE: 24 de octubre de 2017
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T15 al 3T18
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera anual dictaminada por Deloitte, información financiera trimestral interna y reportada en la BMV.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	El BID tiene las calificaciones de “Aaa” y “AAA” en escala global otorgadas por Moody´s Investors Service, Inc. y Standard & Poor’s, respectivamente.
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

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), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (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).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, 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.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (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, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las “Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores”.

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 y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings 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, a la 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 calificadora 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 lo anterior, 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 (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 (o el equivalente en otra moneda).

**HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) es una institución calificadora de valores registrada ante la* Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica *como una NRSRO para este tipo de calificación. El reconocimiento de HR Ratings como una NRSRO está limitado a activos gubernamentales, corporativos e instituciones financieras, descritos en la cláusula (v) de la sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.*