

Calificación

VINTE 19X HR A+  
VINTE 19-2X HR A+

Perspectiva Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



HR A+  
Abril 2019

Fuente: HR Ratings.

Contactos

**Samuel Egre-Lascano**  
Analista de Corporativos  
samuel.egrelascano@hrratings.com

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

**Hatsutaro Takahashi**  
Director Ejecutivo Senior de Deuda Corporativa / ABS  
hatsutaro.takahashi@hrratings.com

HR Ratings asignó la calificación de HR A+ con Perspectiva Estable para VINTE 19X y VINTE 19-2X

La asignación de la calificación con Perspectiva Estable en escala local para las emisiones VINTE 19X y VINTE 19-2X (las Emisiones) se fundamenta en la calificación corporativa de VINTE Viviendas Integrales, S.A.B de C.V. (VINTE y/o la Empresa). Por su parte, la calificación de VINTE se basa 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, donde la estructura actual de la deuda de la Empresa tiene baja presión dentro del corto plazo al estar conformada por Certificados Bursátiles (CEBURS) con vencimiento a partir de 2022. Asimismo, 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. Esto, dado que cuenta con una flexibilidad operativa que les permite atender los segmentos de interés social, medio y residencial, teniendo actualmente mayor presencia en los dos últimos, y considerando adicionalmente el impacto sustentable de sus comunidades. Adicionalmente, se incluyó en el análisis el aumento de la generación de Flujo Libre de Efectivo de la Empresa, observado 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.

Las Emisiones se colocarán por un monto de hasta P\$700 millones (m) bajo la modalidad de vasos comunicantes con un plazo de 3.7 años para VINTE 19X y de 7 años para VINTE 19-2X. Esto al amparo del Programa de Certificados Bursátiles (CEBURS), autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) por un plazo de cinco años y por un monto de P\$2,000m. Estas Emisiones consideran como característica especial que el destino de los recursos se aplicará para Capital de Trabajo que financie o refinance proyectos para el desarrollo de comunidades sustentables, y que estos estarán alineados con los Principios de la ICMA<sup>1</sup>, y estarán apegados a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU. Nuestro análisis toma en consideración la opinión de un tercero sobre el Marco de Referencia del Bono Sustentable de Vinte, considerando su congruencia bajo los Lineamientos de Bonos de Sustentabilidad 2017; contando con los procesos necesarios para la evaluación, selección, administración y seguimiento de los proyectos. En la siguiente tabla se detallan los principales términos y condiciones de las Emisiones.

Características de la Emisión: VINTE 19X y VINTE 19-2X		
Emisor	VINTE Viviendas Integrales, S.A.B. de C.V.	
Tipo de Valor	Certificados Bursátiles	
Clave de Pizarra	VINTE 19X	VINTE 19-2X
Monto del Programa	Hasta por P\$2,000m	
Vigencia del Programa	5 años contados a partir de la fecha de autorización del Program por la CNBV.	
Monto de la Emisión	Hasta P\$700m, en el entendido que la suma total de ambas Emisiones, VINTE 19X y VINTE 19-2X, no podrán exceder conjuntamente de P\$700m en la modalidad de vasos comunicantes.	
Vigencia de la Emisión	Aproximadamente a 3.7 años.	Aproximadamente a 7 años
Tasa de la Emisión	Tasa variable + Sobretasa por designar.	Tasa fija por designar.
Denominación	Pesos Mexicanos.	
Amortización del Principal	A la fecha de vencimiento o realizando 12 amortizaciones objetivo para VINTE 19X y 5 para VINTE 19-2X.	
Amortización Anticipada	La Emisora tendrá derecho a amortizar de manera anticipada total los Certificados Bursátiles en cualquier fecha, antes de la Fecha del Vencimiento, considerando los criterios de pago de prima y precio conforme a lo descrito en el Título y Suplemento correspondiente.	
Destino de los Fondos	Los recursos netos serán utilizados para financiar capital de trabajo.	
Representante Común	CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple.	

Fuente: HR Ratings con base en información proporcionada por la Empresa.

<sup>1</sup> Asociación Internacional del Mercado de Capitales (ICMA por sus siglas en inglés).

## Principales Factores Considerados

De acuerdo con la metodología aplicable de HR Ratings, se realizaron proyecciones financieras de la Empresa, en donde se evaluaron las métricas financieras y de efectivo disponible bajo un escenario base y uno de estrés para hacer frente a sus obligaciones financieras. A continuación, se presentan los resultados obtenidos para cada uno de los escenarios mencionados.

Tabla 1. Supuestos y Resultados <sup>1</sup>	2015	2016	2017	2018	Escenario Base			Escenario de Estrés		
					2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Ventas Totales	2,569	2,752	3,123	3,402	3,677	4,096	4,508	3,309	3,687	4,057
Margen EBITDA	19.9%	20.5%	20.8%	20.4%	22.6%	23.0%	24.4%	8.9%	8.6%	8.1%
Margen EBITDA Ajustado	22.6%	22.8%	23.0%	22.4%	24.2%	24.5%	25.8%	10.7%	10.2%	9.7%
EBITDA	511	563	649	694	831	942	1,098	296	315	329
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	447	248	644	483	589	732	927	(517)	216	307
Deuda Total	899	895	1,253	2,017	2,148	1,776	1,421	3,020	3,465	3,747
Deuda Neta	687	678	969	1,687	1,740	1,670	1,275	2,812	3,241	3,506
<i>Cifras 12m</i>										
Años de Pago (DN / EBITDA)	1.3	1.2	1.5	2.4	2.1	1.8	1.2	9.5	10.3	10.7
Años de Pago (DN / FLE)	1.5	2.7	1.5	3.5	3.0	2.3	1.4	20.0	15.0	11.4
DSCR **	1.7x	1.8x	2.3x	2.0x	2.9x	1.5x	2.1x	0.0x	0.2x	0.3x
DSCR con caja inicial	2.6x	3.3x	3.1x	3.2x	5.9x	2.4x	2.3x	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 4T18.

\* 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).

<sup>1</sup> 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 47.3% en los niveles de Endeudamiento de VINTE observados durante los UDM como resultado de la emisión realizada en 2018 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, derivado de una estructura de deuda de la Empresa conformada un 56% por CEBURS con vencimiento a partir de 2022. Es importante mencionar que la Emisión VINTE 18X no representó un incremento en los niveles de Deuda Neta en los trimestres del 4T18 y 1T19.
- **Incremento en el nivel de ingresos.** Se consideró el avance en la generación de ingresos de la Empresa, derivado principalmente de mayores ventas en los niveles medio y residencial alcanzando niveles de ingresos de P\$3,531m al 1T19 (vs. P\$3,154m al 1T18). Para los próximos periodos se espera que mantenga dicha tendencia por la consolidación de los nuevos desarrollos.
- **Menor generación de FLE.** VINTE, durante los UDM, presentó un decremento de 28.1% su generación de flujo libre efectivo al alcanzar cifras por P\$467m al 1T19 (vs. P\$650m al 1T18), atribuido a la adquisición de inventario inmobiliario (reserva territorial, urbanización, infraestructura y edificación de vivienda), teniendo un efecto capital de trabajo. 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.** Derivado de la estructura de la Deuda conformada principalmente en el largo plazo, estimamos niveles estables en las métricas de DSCR para los periodos siguientes. Cabe destacar que dicha estructura compensará parcialmente el impacto sobre flujo de efectivo proveniente de capital de trabajo, dada una mayor adquisición de inventario inmobiliario a

través de los recursos obtenidos de las Emisiones. De esta forma, se esperan niveles promedio de DSCR de 1.9x.

- **Segmentación inmobiliaria y enfoque en el desarrollo sustentable.** Se consideró 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.

## Comparativo vs proyecciones

En la tabla 2, se puede encontrar un comparativo con las proyecciones de VINTE realizadas el pasado 27 de diciembre de 2018 durante los UDM al 1T19.

Tabla 2. Comparativo Proyecciones vs. Observado (m)	UDM al 1T19		
	Observado*	Base*	Estrés*
Ventas	3,531	3,534	3,309
EBITDA	711	769	441
Margen EBITDA	20.1%	21.8%	13%
Flujo Libre de Efectivo**	467	563	453
Deuda total	2,073	2,239	2,384
Deuda Neta	1,705	1,630	1,603
Años de Pago de la Deuda (DN / EBITDA)	2.4	2.1	3.6
Años de Pago de la Deuda (DN / FLE)	3.7	2.9	3.5
DSCR	2.1	2.3	2.0
DSCR con Caja Inicial	3.4	3.5	2.6

Fuente: HR Ratings con base en información de la Empresa para últimos doce meses (UDM) al 1T19.

\*Cifras en millones de pesos.

En un comparativo con lo proyectado, durante los últimos doce meses (UDM, VINTE mostró ingresos en línea con nuestras proyecciones, alcanzando valores de P\$3,531m al 1T19 (vs. P\$3,534m en un escenario base y P\$3,309 en un escenario estrés) como resultado de estabilidad en la venta de los desarrollos inmobiliarios con los que actualmente cuenta. Esta estabilidad es gracias la consolidación en la venta de unidades encontradas en los desarrollos de Tula, Hidalgo y Puebla durante el periodo observado. Asimismo, para los siguientes años, estimamos un avance en las ventas de la empresa, alcanzando valores de P\$3,677m en 2019, P\$4,096m en 2020 y P\$4,508m en 2021.

En adición a lo previamente mencionado, el impulso proveniente de los ingresos por equipamiento, así como la correcta absorción de los costos operativos, le permitieron a la Empresa alcanzar niveles EBITDA de P\$711m durante los UDM al 1T19 (vs. P\$769m en un escenario base), estando 7.5% por debajo de nuestro estimado en un escenario base. 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". Para los periodos siguientes estimamos una mejora en esta métrica en tendencia con lo observado históricamente, alcanzando valores EBITDA de P\$831m en 2019, P\$942m en 2020 y P\$1,098m en 2021.

Adicionalmente, nuestro cálculo de Flujo Libre de Efectivo (FLE) presentó valores 20.5% por debajo a las estimadas bajo un escenario base con niveles de P\$467m al 1T19 (vs. P\$563m en un escenario base), como resultado de la inversión realizada por VINTE en

inventarios inmobiliarios como lo son reserva territorial, urbanización, infraestructura y edificación de vivienda. 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 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. Para los años siguientes, dada la mejora esperada en rentabilidad operativa de la Empresa, estimamos que la adquisición de nuevo inventario inmobiliario sea parcialmente compensada dentro de nuestro cálculo de FLE.

Por otro lado, VINTE durante los UDM presentó valores de Deuda Total 7.4% por debajo de nuestro escenario base con valores de P\$2,073 m al 1T19 (vs. P\$2,239m en un escenario base), explicado por la menor disposición de créditos para financiar capital de trabajo, incluyendo inventario inmobiliario. 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. Es importante mencionar que la Empresa, actualmente, no cuenta con créditos puente.

Como resultado de los factores previamente mencionados, dentro de nuestras Métricas de Análisis, la Empresa presentó una Razón de años de Pago de Deudas (DN/FLE) de 2.9 en los UDM en línea con nuestro escenario base. Esto explicado principalmente por la generación de FLE en niveles cercanos los estimados y ya considerando el ajuste a los inventarios previamente mencionados. Asimismo, dada la amortización de los créditos con los que cuenta VINTE, se presenta una Razón de Cobertura del Servicio de Deuda (DSCR) con valores de 2.1x al 1T19, estando por debajo de nuestro escenario base. Para los años siguientes y con base en los factores previamente mencionados, consideramos que estas métricas mantendrán niveles de 2.9x, 1.5x y 2.1x en un escenario base.

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 con 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 (Fovissste) 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 derechohabientes.

Lo anterior seguirá fomentando el consumo de viviendas en todos los niveles socioeconómicos, 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 cofinanciamiento de vivienda de interés social con los organismos de vivienda.

## Anexos Escenario Base

**Nota:** Las proyecciones son las mismas que las presentadas el 27 de diciembre de 2018, habiendo actualizado los anexos al cierre de 2018.

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

	2015*	2016*	2017*	2018	2019P	2020P	2021P	1T18	1T19
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>3,356</b>	<b>4,309</b>	<b>5,121</b>	<b>6,406</b>	<b>7,402</b>	<b>7,662</b>	<b>7,996</b>	<b>5,287</b>	<b>6,602</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>2,575</b>	<b>2,866</b>	<b>3,148</b>	<b>3,403</b>	<b>4,753</b>	<b>4,911</b>	<b>5,153</b>	<b>3,315</b>	<b>3,394</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	213	218	284	330	409	107	146	272	367
Cuentas por Cobrar a Clientes	244	317	323	328	441	492	541	261	245
Fideicomiso Mayakoba	2	10	23	41	31	37	46	0	49
Inventarios Inmobiliarios	2,007	2,145	2,441	2,642	3,709	4,105	4,243	2,665	2,634
Pagos Anticipados y Otros Activos Circulantes	109	177	77	61	164	170	177	117	99
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>781</b>	<b>1,443</b>	<b>1,974</b>	<b>3,003</b>	<b>2,649</b>	<b>2,751</b>	<b>2,843</b>	<b>1,972</b>	<b>3,208</b>
Inversiones en Subsidi. N.C.1	60	56	50	54	72	87	103	51	55
Inventarios Inmobiliarios	646	1,302	1,802	2,767	2,422	2,471	2,520	1,802	2,947
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	29	40	48	105	67	97	114	48	104
Otros Activos LP	46	45	73	76	88	97	107	72	102
Pagos Anticipados	31	15	45	32	54	60	66	45	32
Otros Activos LP	15	31	28	44	34	37	41	27	70
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>1,873</b>	<b>2,002</b>	<b>2,576</b>	<b>3,557</b>	<b>4,121</b>	<b>4,023</b>	<b>3,937</b>	<b>2,673</b>	<b>3,661</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>601</b>	<b>775</b>	<b>839</b>	<b>1,031</b>	<b>1,578</b>	<b>1,707</b>	<b>1,476</b>	<b>824</b>	<b>994</b>
Pasivo con Costo	40	130	80	60	372	355	9	110	90
Proveedores	194	226	314	697	630	719	774	453	577
Impuestos por Pagar	63	62	69	126	90	97	105	102	122
Otros sin Costo	305	357	376	148	486	535	588	159	206
Obligaciones Garantizadas <sup>2</sup>	100	94	89	24	107	118	130	58	91
Gastos Acumulados y Otros Pasivos Circulantes	205	262	287	124	379	417	459	101	114
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>1,271</b>	<b>1,227</b>	<b>1,738</b>	<b>2,526</b>	<b>2,543</b>	<b>2,316</b>	<b>2,461</b>	<b>1,848</b>	<b>2,666</b>
Pasivo con Costo	859	765	1,173	1,957	1,776	1,421	1,412	1,297	1,983
Impuestos Diferidos	382	457	526	566	726	852	1,002	549	592
Otros Pasivos No Circulantes	30	4	38	3	41	43	46	2	91
Beneficios a Empleados	1	2	2	3	3	5	7	2	3
Proveedores de Terrenos y Otros	29	2	36	0	37	38	39	0	89
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>1,483</b>	<b>2,307</b>	<b>2,545</b>	<b>2,849</b>	<b>3,281</b>	<b>3,639</b>	<b>4,059</b>	<b>2,614</b>	<b>2,941</b>
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
<b>Mayoritario</b>	<b>1,483</b>	<b>2,307</b>	<b>2,545</b>	<b>2,849</b>	<b>3,281</b>	<b>3,639</b>	<b>4,059</b>	<b>2,614</b>	<b>2,941</b>
Capital Contribuido	251	862	862	862	862	862	862	862	862
Otras partidas de Capital	444	289	87	(117)	(317)	(588)	(917)	68	(133)
Utilidades Acumuladas	464	788	1,156	1,595	2,159	2,736	3,365	1,595	2,104
Utilidad del Ejercicio	323	369	439	508	577	629	749	89	108
<b>Deuda Total</b>	<b>899</b>	<b>895</b>	<b>1,253</b>	<b>2,017</b>	<b>2,148</b>	<b>1,776</b>	<b>1,421</b>	<b>1,407</b>	<b>2,073</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>687</b>	<b>678</b>	<b>969</b>	<b>1,687</b>	<b>1,740</b>	<b>1,670</b>	<b>1,275</b>	<b>1,136</b>	<b>1,705</b>
Días Cuenta por Cobrar Clientes	27	34	35	31	30	30	30	29	40
Días Inventario	352	418	424	466	455	448	435	399	446
Días por Pagar Proveedores	34	51	56	100	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 4T18.

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

<sup>2</sup> Obligaciones garantizadas por la venta de contratos de derechos de cobro futuros (Factoraje).

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

	2015*	2016*	2017*	2018	2019P	2020P	2021P	1T18	1T19
<b>Ventas Netas</b>	<b>2,569</b>	<b>2,752</b>	<b>3,123</b>	<b>3,402</b>	<b>3,677</b>	<b>4,096</b>	<b>4,508</b>	<b>647</b>	<b>776</b>
Venta de Bienes	2,471	2,639	2,967	3,170	3,391	3,782	4,164	578	743
Equipamiento y Servicios de Construcción	98	113	156	231	286	314	343	68	34
<b>Costo de Venta</b>	<b>1,776</b>	<b>1,865</b>	<b>2,123</b>	<b>2,302</b>	<b>2,427</b>	<b>2,683</b>	<b>2,885</b>	<b>442</b>	<b>539</b>
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	<b>793</b>	<b>887</b>	<b>1,000</b>	<b>1,100</b>	<b>1,250</b>	<b>1,413</b>	<b>1,623</b>	<b>204</b>	<b>237</b>
Gastos de Generales	274	326	366	406	419	472	524	74	90
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	<b>511</b>	<b>563</b>	<b>649</b>	<b>694</b>	<b>831</b>	<b>942</b>	<b>1,098</b>	<b>130</b>	<b>148</b>
Depreciación y Amortización	13	15	19	25	27	35	46	6	9
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	<b>498</b>	<b>548</b>	<b>615</b>	<b>668</b>	<b>804</b>	<b>907</b>	<b>1,052</b>	<b>125</b>	<b>139</b>
Otros ingresos generales y (gastos) netos	(8)	2	15	(3)	20	21	24	1	7
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	<b>490</b>	<b>550</b>	<b>630</b>	<b>665</b>	<b>824</b>	<b>928</b>	<b>1,076</b>	<b>126</b>	<b>145</b>
Ingresos por Intereses	5	9	16	31	41	30	18	3	7
Intereses Pagados	48	54	83	86	55	74	39	19	18
<b>Ingreso Financiero Neto</b>	<b>(43)</b>	<b>(45)</b>	<b>(67)</b>	<b>(55)</b>	<b>(14)</b>	<b>(44)</b>	<b>(22)</b>	<b>(15)</b>	<b>(11)</b>
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>(43)</b>	<b>(45)</b>	<b>(67)</b>	<b>(55)</b>	<b>(14)</b>	<b>(44)</b>	<b>(22)</b>	<b>(15)</b>	<b>(11)</b>
<b>Utilidad después del RIF</b>	<b>447</b>	<b>505</b>	<b>563</b>	<b>610</b>	<b>810</b>	<b>884</b>	<b>1,054</b>	<b>111</b>	<b>134</b>
Participación en Subsidiarias no Consolidadas	(0)	(4)	(5)	4	14	15	16	0	0
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>447</b>	<b>501</b>	<b>557</b>	<b>614</b>	<b>825</b>	<b>898</b>	<b>1,070</b>	<b>111</b>	<b>135</b>
Impuestos sobre la Utilidad	131	131	118	105	247	269	321	22	26
Impuestos Causados	44	55	49	0	132	143	171	0	0
Impuestos Diferidos	88	76	69	105	115	126	150	22	26
<b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>	<b>323</b>	<b>369</b>	<b>439</b>	<b>508</b>	<b>577</b>	<b>629</b>	<b>749</b>	<b>89</b>	<b>108</b>
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>323</b>	<b>369</b>	<b>439</b>	<b>508</b>	<b>577</b>	<b>629</b>	<b>749</b>	<b>89</b>	<b>108</b>
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	<b>323</b>	<b>369</b>	<b>439</b>	<b>508</b>	<b>577</b>	<b>629</b>	<b>749</b>	<b>89</b>	<b>108</b>
Cambio en Ventas (%)	11.4%	7.1%	13.5%	8.9%	4.0%	11.4%	10.0%	13.8%	11.9%
Margen EBITDA	19.9%	20.5%	20.8%	20.4%	22.6%	23.0%	24.4%	20.2%	19.0%
Margen EBITDA Ajustado <sup>1</sup>	22.6%	22.8%	23.0%	22.4%	24.2%	24.5%	25.8%	22.6%	20.4%
Tasa de Impuestos (%)	29.4%	26.0%	21.2%	17.2%	30.0%	30.0%	30.0%	20.1%	19.6%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	87.8	69.4	65.0	32.5	55.0	42.4	39.7	66	34
Retorno sobre Capital Empleado (%)	27.7%	24.6%	21.6%	19.5%	22.0%	22.4%	26.9%	21%	21%
Tasa Pasiva	14.3%	11.6%	13.2%	6.7%	10.0%	6.8%	6.6%	12.5%	9.8%
Tasa Activa	1.0%	2.0%	2.9%	4.6%	3.3%	3.4%	2.3%	2.8%	3.1%
<b>Intereses pagados Reportados</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>83</b>	<b>86</b>	<b>55</b>	<b>74</b>	<b>39</b>	<b>102</b>	<b>69</b>
Total de interés Capitalizado <sup>2</sup>	69	66	69	31	57	60	63	83	31
<b>Interés Total Devengado</b>	<b>117</b>	<b>120</b>	<b>152</b>	<b>117</b>	<b>112</b>	<b>135</b>	<b>103</b>	<b>184</b>	<b>100</b>

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 4T18.

<sup>1</sup> Margen EBITDA Ajustado elimina el impacto por intereses capitalizados dentro de costos de operación.

<sup>2</sup> Intereses capitalizados en costos de operación.

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

	2015*	2016*	2017*	2018	2019P	2020P	2021P	1T18	1T19
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	447	501	557	614	825	898	1,070	111	135
Depreciación y Amortización	13	15	19	25	27	35	46	6	9
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos1	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	4	5	(4)	(14)	(15)	(16)	(0)	(0)
Intereses a Favor	(5)	(9)	(16)	(20)	(41)	(30)	(18)	(3)	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	<b>(29)</b>	<b>(9)</b>	<b>13</b>	<b>3</b>	<b>9</b>
Intereses Devengados	117	118	152	197	112	135	103	26	1
Otras Partidas de Financiamiento	0	0	0	0	0	0	0	0	4
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>117</b>	<b>118</b>	<b>152</b>	<b>197</b>	<b>112</b>	<b>135</b>	<b>103</b>	<b>26</b>	<b>5</b>
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>573</b>	<b>630</b>	<b>718</b>	<b>812</b>	<b>908</b>	<b>1,023</b>	<b>1,185</b>	<b>140</b>	<b>148</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	83	(90)	(14)	(24)	(42)	(51)	(50)	85	77
Decremento (Incremento) en Inventarios	(303)	(762)	(797)	(1,198)	(709)	(444)	(187)	(268)	(172)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(47)	(36)	82	32	(20)	(22)	(25)	3	0
Incremento (Decremento) en Proveedores	33	(24)	122	142	111	89	55	(54)	(83)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(58)	57	30	38	72	48	53	53	(5)
<b>Capital de trabajo</b>	<b>(291)</b>	<b>(855)</b>	<b>(577)</b>	<b>(1,010)</b>	<b>(587)</b>	<b>(381)</b>	<b>(154)</b>	<b>(181)</b>	<b>(183)</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(44)	(55)	(47)	(4)	(132)	(143)	(171)	(44)	(22)
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>(335)</b>	<b>(910)</b>	<b>(623)</b>	<b>(1,014)</b>	<b>(719)</b>	<b>(524)</b>	<b>(325)</b>	<b>(225)</b>	<b>(205)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>238</b>	<b>(281)</b>	<b>95</b>	<b>(202)</b>	<b>189</b>	<b>499</b>	<b>860</b>	<b>(86)</b>	<b>(57)</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(39)	(47)	(43)	(71)	(37)	(65)	(63)	(3)	(3)
Adquisición de Negocios	(50)	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	5	9	16	20	41	30	18	3	0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>(84)</b>	<b>(38)</b>	<b>(27)</b>	<b>(50)</b>	<b>4</b>	<b>(35)</b>	<b>(46)</b>	<b>0</b>	<b>(3)</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>154</b>	<b>(318)</b>	<b>68</b>	<b>(252)</b>	<b>193</b>	<b>464</b>	<b>815</b>	<b>(86)</b>	<b>(60)</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	1,667	1,495	1,956	3,753	36	0	0	480	648
Financiamientos Bursátiles	0	0	500	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos	206	230	206	0	96	106	116	0	67
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,552)	(1,499)	(1,890)	(2,976)	(134)	(372)	(355)	(330)	(595)
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)	(181)	(112)	(135)	(103)	(29)	(6)
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>95</b>	<b>106</b>	<b>200</b>	<b>595</b>	<b>(200)</b>	<b>(495)</b>	<b>(446)</b>	<b>121</b>	<b>114</b>
Prima en Vena de Acciones	0	0	(38)	4	0	0	0	0	0
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	0	611	0	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	0	(10)	0	0	0	0	0	(19)	(15)
Otras Partidas	(141)	(236)	0	(92)	0	0	0	(28)	(1)
Dividendos Pagados	(139)	(145)	(164)	(209)	(200)	(271)	(329)	0	0
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>(279)</b>	<b>220</b>	<b>(201)</b>	<b>(297)</b>	<b>(200)</b>	<b>(271)</b>	<b>(329)</b>	<b>(48)</b>	<b>(17)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>(184)</b>	<b>326</b>	<b>(1)</b>	<b>298</b>	<b>(400)</b>	<b>(766)</b>	<b>(776)</b>	<b>74</b>	<b>98</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>(30)</b>	<b>7</b>	<b>66</b>	<b>46</b>	<b>(208)</b>	<b>(302)</b>	<b>39</b>	<b>(12)</b>	<b>37</b>
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	234	213	218	284	616	409	107	201	257
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>213</b>	<b>218</b>	<b>284</b>	<b>330</b>	<b>409</b>	<b>107</b>	<b>146</b>	<b>189</b>	<b>294</b>
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	(13)	(15)	(19)	(25)	(27)	(35)	(46)	(14)	(15)
Ajustes especiales***	222	543	568	710	427	268	113	300	663
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>447</b>	<b>248</b>	<b>644</b>	<b>483</b>	<b>589</b>	<b>732</b>	<b>927</b>	<b>189</b>	<b>246</b>
Amortización de Deuda	1,660	1,510	2,301	2,976	220	466	460	1,206	2,279
Pago de crédito puente	(1,515)	(1,470)	(2,171)	(2,896)	(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	161	71	105	85	97	71
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>258</b>	<b>140</b>	<b>275</b>	<b>241</b>	<b>205</b>	<b>476</b>	<b>440</b>	<b>152</b>	<b>321</b>
<b>DSCR</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.9</b>	<b>1.5</b>	<b>2.1</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>
Caja Inicial Disponible	234	213	218	284	616	409	107	229	218
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>2.6</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>5.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.8</b>	<b>1.4</b>
Deuda Neta a FLE	1.5	2.7	1.5	3.5	3.0	2.3	1.4	6.0	6.9
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.2</b>	<b>2.1</b>	<b>3.1</b>

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 4T18.

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

## Anexos Escenario Estrés

VINTE (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)									
	2015*	2016*	2017*	2018	2019P	2020P	2021P	1T18	1T19
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>3,356</b>	<b>4,309</b>	<b>5,121</b>	<b>6,406</b>	<b>7,737</b>	<b>8,384</b>	<b>8,643</b>	<b>5,287</b>	<b>6,602</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>2,575</b>	<b>2,866</b>	<b>3,148</b>	<b>3,403</b>	<b>4,974</b>	<b>5,541</b>	<b>6,131</b>	<b>3,315</b>	<b>3,394</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	213	218	284	330	209	224	241	272	367
Cuentas por Cobrar a Clientes	244	317	323	328	529	664	780	261	245
Fideicomiso Mayakoba	2	10	23	41	26	27	29	0	49
Inventarios Inmobiliarios	2,007	2,145	2,441	2,642	4,046	4,455	4,905	2,665	2,634
Pagos Anticipados y Otros Activos Circulantes	109	177	77	61	164	170	177	117	99
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>781</b>	<b>1,443</b>	<b>1,974</b>	<b>3,003</b>	<b>2,763</b>	<b>2,843</b>	<b>2,512</b>	<b>1,972</b>	<b>3,208</b>
Inversiones en Subsid. N.C.1	60	56	50	54	71	86	101	51	55
Inventarios Inmobiliarios	646	1,302	1,802	2,767	2,537	2,564	2,191	1,802	2,947
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	29	40	48	105	67	97	114	48	104
Otros Activos LP	46	45	73	76	88	97	107	72	102
Pagos Anticipados	31	15	45	32	54	60	66	45	32
Otros Activos LP	15	31	28	44	34	37	41	27	70
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>1,873</b>	<b>2,002</b>	<b>2,576</b>	<b>3,557</b>	<b>5,014</b>	<b>5,794</b>	<b>6,257</b>	<b>2,673</b>	<b>3,661</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>601</b>	<b>775</b>	<b>839</b>	<b>1,031</b>	<b>2,048</b>	<b>2,641</b>	<b>2,658</b>	<b>824</b>	<b>994</b>
Pasivo con Costo	40	130	80	60	719	1,005	865	110	90
Proveedores	194	226	314	697	814	1,079	1,188	453	577
Impuestos por Pagar	63	62	69	126	101	123	149	102	122
Otros sin Costo	305	357	376	148	414	435	457	159	206
Obligaciones Garantizadas <sup>2</sup>	100	94	89	24	98	102	108	58	91
Gastos Acumulados y Otros Pasivos Circulantes	205	262	287	124	317	332	349	101	114
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>1,271</b>	<b>1,227</b>	<b>1,738</b>	<b>2,526</b>	<b>2,966</b>	<b>3,152</b>	<b>3,599</b>	<b>1,848</b>	<b>2,666</b>
Pasivo con Costo	859	765	1,173	1,957	2,302	2,460	2,882	1,297	1,983
Impuestos Diferidos	382	457	526	566	624	651	675	549	592
Otros Pasivos No Circulantes	30	4	38	3	40	41	42	2	91
Beneficios a Empleados	1	2	2	3	3	3	3	2	3
Proveedores de Terrenos y Otros	29	2	36	0	37	38	39	0	89
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>1,483</b>	<b>2,307</b>	<b>2,545</b>	<b>2,849</b>	<b>2,723</b>	<b>2,590</b>	<b>2,385</b>	<b>2,614</b>	<b>2,941</b>
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
<b>Mayoritario</b>	<b>1,483</b>	<b>2,307</b>	<b>2,545</b>	<b>2,849</b>	<b>2,723</b>	<b>2,590</b>	<b>2,385</b>	<b>2,614</b>	<b>2,941</b>
Capital Contribuido	251	862	862	862	862	862	862	862	862
Otras partidas de Capital	444	289	87	(117)	(317)	(588)	(917)	68	(133)
Utilidades Acumuladas	464	788	1,156	1,595	1,973	2,178	2,316	1,595	2,104
Utilidad del Ejercicio	323	369	439	508	205	138	124	89	108
<b>Deuda Total</b>	<b>899</b>	<b>895</b>	<b>1,253</b>	<b>2,017</b>	<b>3,020</b>	<b>3,465</b>	<b>3,747</b>	<b>1,407</b>	<b>2,073</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>687</b>	<b>678</b>	<b>969</b>	<b>1,687</b>	<b>2,812</b>	<b>3,241</b>	<b>3,506</b>	<b>1,136</b>	<b>1,705</b>
Días Cuenta por Cobrar Clientes	27	34	35	31	34	35	36	29	40
Días Inventario	352	418	424	466	461	451	444	399	446
Días por Pagar Proveedores	34	51	56	100	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 4T18.

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

<sup>2</sup> Obligaciones garantizadas por la venta de contratos de derechos de cobro futuros (Factoraje).



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

	2015*	2016*	2017*	2018	2019P	2020P	2021P	1T18	1T19
<b>Ventas Netas</b>	<b>2,569</b>	<b>2,752</b>	<b>3,123</b>	<b>3,402</b>	<b>3,309</b>	<b>3,687</b>	<b>4,057</b>	<b>647</b>	<b>776</b>
Venta de Bienes	2,471	2,639	2,967	3,170	3,052	3,404	3,748	578	743
Equipamiento y Servicios de Construcción	98	113	156	231	258	283	309	68	34
<b>Costo de Venta</b>	<b>1,776</b>	<b>1,865</b>	<b>2,123</b>	<b>2,302</b>	<b>2,548</b>	<b>2,839</b>	<b>3,124</b>	<b>442</b>	<b>539</b>
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	<b>793</b>	<b>887</b>	<b>1,000</b>	<b>1,100</b>	<b>761</b>	<b>848</b>	<b>933</b>	<b>204</b>	<b>237</b>
Gastos de Generales	274	326	366	406	465	533	604	74	90
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	<b>511</b>	<b>563</b>	<b>649</b>	<b>694</b>	<b>296</b>	<b>315</b>	<b>329</b>	<b>130</b>	<b>148</b>
Depreciación y Amortización	13	15	19	25	27	35	46	6	9
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	<b>498</b>	<b>548</b>	<b>615</b>	<b>668</b>	<b>270</b>	<b>280</b>	<b>282</b>	<b>125</b>	<b>139</b>
Otros ingresos generales y (gastos) netos	(8)	2	15	(3)	16	16	17	1	7
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	<b>490</b>	<b>550</b>	<b>630</b>	<b>665</b>	<b>285</b>	<b>297</b>	<b>300</b>	<b>126</b>	<b>145</b>
Ingresos por Intereses	5	9	16	31	49	47	35	3	7
Intereses Pagados	48	54	83	86	55	162	172	19	18
Ingreso Financiero Neto	(43)	(45)	(67)	(55)	(6)	(114)	(137)	(15)	(11)
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>(43)</b>	<b>(45)</b>	<b>(67)</b>	<b>(55)</b>	<b>(6)</b>	<b>(114)</b>	<b>(137)</b>	<b>(15)</b>	<b>(11)</b>
<b>Utilidad después del RIF</b>	<b>447</b>	<b>505</b>	<b>563</b>	<b>610</b>	<b>279</b>	<b>183</b>	<b>163</b>	<b>111</b>	<b>134</b>
Participación en Subsidi. no Consolidadas	(0)	(4)	(5)	4	14	14	15	0	0
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>447</b>	<b>501</b>	<b>557</b>	<b>614</b>	<b>293</b>	<b>197</b>	<b>178</b>	<b>111</b>	<b>135</b>
Impuestos sobre la Utilidad	131	131	118	105	88	59	53	22	26
Impuestos Causados	44	55	49	0	47	32	30	0	0
Impuestos Diferidos	88	76	69	105	41	27	23	22	26
<b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>	<b>323</b>	<b>369</b>	<b>439</b>	<b>508</b>	<b>205</b>	<b>138</b>	<b>124</b>	<b>89</b>	<b>108</b>
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>323</b>	<b>369</b>	<b>439</b>	<b>508</b>	<b>205</b>	<b>138</b>	<b>124</b>	<b>89</b>	<b>108</b>
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	<b>323</b>	<b>369</b>	<b>439</b>	<b>508</b>	<b>205</b>	<b>138</b>	<b>124</b>	<b>89</b>	<b>108</b>
Cambio en Ventas (%)	11.4%	7.1%	13.5%	8.9%	-3.1%	11.4%	10.0%	5.2%	20.5%
Margen EBITDA	19.9%	20.5%	20.8%	20.4%	8.9%	8.6%	8.1%	20.3%	20.6%
Margen EBITDA Ajustado <sup>1</sup>	22.6%	22.8%	23.0%	22.4%	10.7%	10.2%	9.7%	22.6%	22.2%
Tasa de Impuestos (%)	29.4%	26.0%	21.2%	17.2%	30.0%	30.0%	30.0%	25.1%	19.5%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	87.8	69.4	65.0	32.5	49.5	38.2	35.7	60	62
Retorno sobre Capital Empleado (%)	27.7%	24.6%	21.6%	19.5%	7.3%	6.8%	8.4%	21%	23%
Tasa Pasiva	14.3%	11.6%	13.2%	6.7%	9.6%	6.8%	6.6%	11.1%	9.8%
Tasa Activa	1.0%	2.0%	2.9%	4.6%	3.4%	3.3%	2.4%	3.0%	3.1%
<b>Intereses pagados Reportados</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>83</b>	<b>86</b>	<b>55</b>	<b>162</b>	<b>172</b>	<b>50</b>	<b>138</b>
Total de interés Capitalizado <sup>2</sup>	69	66	69	31	57	60	63	46	86
<b>Interés Total Devengado</b>	<b>117</b>	<b>120</b>	<b>152</b>	<b>117</b>	<b>112</b>	<b>222</b>	<b>235</b>	<b>96</b>	<b>223</b>

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 4T18.

<sup>1</sup> Margen EBITDA Ajustado elimina el impacto por intereses capitalizados dentro de costos de operación.

<sup>2</sup> Intereses capitalizados en costos de operación.

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

	2015*	2016*	2017*	2018	2019P	2020P	2021P	1T18	1T19
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>									
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	447	501	557	614	293	197	178	111	135
Depreciación y Amortización	13	15	19	25	27	35	46	6	9
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos1	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	4	5	(4)	(14)	(14)	(15)	(0)	(0)
Intereses a Favor	(5)	(9)	(16)	(20)	(49)	(47)	(35)	(3)	0
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	<b>(36)</b>	<b>(27)</b>	<b>(4)</b>	<b>3</b>	<b>9</b>
Intereses Devengados	117	118	152	197	112	222	235	26	1
Otras Partidas de Financiamiento	0	0	0	0	0	0	0	0	4
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>117</b>	<b>118</b>	<b>152</b>	<b>197</b>	<b>112</b>	<b>222</b>	<b>235</b>	<b>26</b>	<b>5</b>
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>573</b>	<b>630</b>	<b>718</b>	<b>812</b>	<b>369</b>	<b>392</b>	<b>409</b>	<b>140</b>	<b>148</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	83	(90)	(14)	(24)	(86)	(135)	(116)	85	77
Decremento (Incremento) en Inventarios	(303)	(762)	(797)	(1,198)	(1,410)	(436)	(76)	(268)	(172)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(47)	(36)	82	32	(15)	(17)	(18)	3	0
Incremento (Decremento) en Proveedores	33	(24)	122	142	96	264	109	(54)	(83)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	(58)	57	30	38	34	39	44	53	(5)
<b>Capital de trabajo</b>	<b>(291)</b>	<b>(855)</b>	<b>(577)</b>	<b>(1,010)</b>	<b>(1,381)</b>	<b>(284)</b>	<b>(56)</b>	<b>(181)</b>	<b>(183)</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(44)	(55)	(47)	(4)	(47)	(32)	(30)	(44)	(22)
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>(335)</b>	<b>(910)</b>	<b>(623)</b>	<b>(1,014)</b>	<b>(1,428)</b>	<b>(316)</b>	<b>(86)</b>	<b>(225)</b>	<b>(205)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>238</b>	<b>(281)</b>	<b>95</b>	<b>(202)</b>	<b>(1,058)</b>	<b>76</b>	<b>323</b>	<b>(86)</b>	<b>(57)</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>									
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(39)	(47)	(43)	(71)	(37)	(65)	(63)	(3)	(3)
Adquisición de Negocios	(50)	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	5	9	16	20	49	47	35	3	0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>(84)</b>	<b>(38)</b>	<b>(27)</b>	<b>(50)</b>	<b>11</b>	<b>(17)</b>	<b>(28)</b>	<b>0</b>	<b>(3)</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>154</b>	<b>(318)</b>	<b>68</b>	<b>(252)</b>	<b>(1,047)</b>	<b>58</b>	<b>294</b>	<b>(86)</b>	<b>(60)</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>									
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	1,667	1,495	1,956	3,753	1,009	1,163	1,287	480	648
Financiamientos Bursátiles	0	0	500	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos	206	230	206	0	87	91	96	0	67
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,552)	(1,499)	(1,890)	(2,976)	(234)	(719)	(1,005)	(330)	(595)
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)	(181)	(112)	(222)	(235)	(29)	(6)
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>95</b>	<b>106</b>	<b>200</b>	<b>595</b>	<b>667</b>	<b>228</b>	<b>52</b>	<b>121</b>	<b>114</b>
Prima en Vena de Acciones	0	0	(38)	4	0	0	0	0	0
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	0	611	0	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	0	(10)	0	0	0	0	0	(19)	(15)
Otras Partidas	(141)	(236)	0	(92)	0	0	0	(28)	(1)
Dividendos Pagados	(139)	(145)	(164)	(209)	(200)	(271)	(329)	0	0
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>(279)</b>	<b>220</b>	<b>(201)</b>	<b>(297)</b>	<b>(200)</b>	<b>(271)</b>	<b>(329)</b>	<b>(48)</b>	<b>(17)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>(184)</b>	<b>326</b>	<b>(1)</b>	<b>298</b>	<b>467</b>	<b>(43)</b>	<b>(278)</b>	<b>74</b>	<b>98</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>(30)</b>	<b>7</b>	<b>66</b>	<b>46</b>	<b>(580)</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>(12)</b>	<b>37</b>
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	234	213	218	284	789	209	224	201	257
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>213</b>	<b>218</b>	<b>284</b>	<b>330</b>	<b>209</b>	<b>224</b>	<b>241</b>	<b>189</b>	<b>294</b>
<i>Cifras UDM</i>									
Capex de Mantenimiento	(13)	(15)	(19)	(25)	(27)	(35)	(46)	(14)	(15)
Ajustes especiales***	222	543	568	710	568	176	31	300	663
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>447</b>	<b>248</b>	<b>644</b>	<b>483</b>	<b>(517)</b>	<b>216</b>	<b>307</b>	<b>189</b>	<b>246</b>
Amortización de Deuda	1,660	1,510	2,301	2,976	317	805	1,096	1,206	2,279
Pago de crédito puente	(1,515)	(1,470)	(2,171)	(2,896)	(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	161	64	174	200	97	71
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>258</b>	<b>140</b>	<b>275</b>	<b>241</b>	<b>298</b>	<b>893</b>	<b>1,205</b>	<b>152</b>	<b>321</b>
<b>DSCR</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>(1.7)</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>
Caja Inicial Disponible	234	213	218	284	789	209	224	229	218
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>2.6</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>2.8</b>	<b>1.4</b>
Deuda Neta a FLE	1.5	2.7	1.5	3.5	(5.4)	15.0	11.4	6.0	6.9
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>2.4</b>	<b>9.5</b>	<b>10.3</b>	<b>10.7</b>	<b>2.1</b>	<b>3.1</b>

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 4T18.

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



Credit  
Rating  
Agency

VINTE

Certificados Bursátiles

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

HR A+

Corporativos  
30 de abril del 2019

A NRSRO Rating\*

## 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

#### Director General

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

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

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

### Análisis

#### Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133  
felix.boni@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

#### Dirección General Adjunta de Análisis

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

#### Deuda Corporativa / ABS

Hatsutaro Takahashi +52 55 1500 3146  
hatsutaro.takahashi@hrratings.com

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 Riesgos

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 General de Desarrollo de Negocios

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



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.

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	Inicial
Fecha de última acción de calificación	Inicial
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T15 al 1T19
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).	N/A
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N/A

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](http://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 calificadoradora [www.hrratings.com](http://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.