

## Calificación

VINTE 18X

HR AA+

Perspectiva

Estable

## Contactos

### Humberto Patiño

Asociado Senior de Corporativos  
humberto.patino@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) que determina HR Ratings para VINTE 18X es de HR AA+. Esta emisión considera alta calidad crediticia y ofrece gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda; manteniendo bajo riesgo crediticio bajo 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 LP de HR AA+ con Perspectiva Estable para VINTE 18X de VINTE.

La acción de calificación se basa principalmente en la actualización de información financiera al 2T18, sobre la cual se realizó el análisis de resultados para VINTE al 2T18, mostrando dentro de los resultados observados niveles de cobertura del servicio de deuda o DSCR de acuerdo con la estrategia en reducción de deuda a corto plazo tras su refinanciamiento durante el 1S17; a través de emisiones bursátiles. En el último año, se observó una tendencia creciente sobre la generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE), con base en las estrategias de rentabilidad operativa y una mayor consolidación en venta de viviendas, con un rango de precio promedio superior al observado históricamente; esto, a causa del impulso a nuevos desarrollos enfocados a un nivel medio y residencial. Asimismo, las ventas totales fueron beneficiadas debido a los nuevos lineamientos en el otorgamiento de créditos por INFONAVIT y FOVISSSTE, que permiten segundos créditos y el financiamiento de viviendas con precios en rangos más altos. Es importante mencionar que, adicionalmente, a través de los recursos colocados en el mercado de capitales, la Empresa mostró mejores resultados operativos relacionados con la disposición de dichos recursos para proyectos de desarrollo de vivienda; permitiendo una mayor inversión en inventarios inmobiliarios.

La presente emisión con clave de pizarra VINTE 18X (la Emisión) pretende colocarse por un monto de hasta P\$800m, con un plazo de aproximadamente siete años y pago de intereses semestral a tasa fija; esto al amparo del Programa de Certificados Bursátiles (CEBURS) autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) el pasado 16 de junio del 2017, por cinco años y por un monto de P\$2,000m. Esta Emisión considera como característica especial que el destino de los recursos se aplicará para Capital de Trabajo (financiar o refinanciar proyectos para el desarrollo de comunidades sustentables; estos alineados con los Principios de la ICMA<sup>1</sup> y apego a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU<sup>2</sup>). Dentro de 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. **Es importante mencionar que su calificación considera un factor cualitativo positivo referente a la garantía parcial otorgada por el Corporación Interamericana de Inversiones (BID)<sup>3</sup> por el monto que sea menor entre P\$250m o 50% del saldo insoluto de la Emisión y el depósito en efectivo en fideicomiso con CI Banco<sup>4</sup> para garantizar el pago oportuno de al menos dos periodos de intereses y, en su caso, de principal (con una aportación inicial de P\$80m).**

## Principales Características de la Emisión VINTE 18X

<b>Tipo de Valor</b>	Certificados Bursátiles
<b>Denominación</b>	Pesos Mexicanos
<b>Monto del Programa</b>	P\$2,000m
<b>Vigencia del Programa</b>	Cinco años a partir del 17 de junio del 2017
<b>Saldo Insoluto de la Emisión</b>	Hasta por P\$800m
<b>Vigencia de la Emisión</b>	Siete años a partir de su colocación
<b>Tasa de Interés</b>	Tasa fija
<b>Periodicidad de Tasa de Interés</b>	Semestral
<b>Garantía</b>	Garantía parcial por el monto que resulte menor entre P\$250m o 50.0% del saldo insoluto otorgada por el BID y el Fideicomiso de Reserva para pago de intereses por P\$80m (con opción a restitución) con CI Banco
<b>Destino de los Recursos</b>	Capital de Trabajo (Financiamiento o refinanciamiento para desarrollo de comunidades sustentables)
<b>Representante Común</b>	CI Banco, 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).

<sup>2</sup> Organización de las Naciones Unidas (ONU).

<sup>3</sup> Corporación Interamericana de Inversiones (BID) con calificación equivalente a HR AAA por otra agencia calificadora.

<sup>4</sup> La Empresa tendrá como opción la restitución del Fideicomiso de Reserva, en caso de la disposición de dichos recursos durante la vida de la Emisión.

## Principales Factores Considerados

### Calificación del Emisor

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 y Quintana Roo, Puebla y próximamente en Nuevo León. En más de 15 años de operación ha construido más de 35,000 viviendas. Para mayor detalle sobre la Empresa y su evolución, se recomienda leer el presente reporte, en conjunto con los reportes y los comunicados referentes a la Empresa y a las emisiones de CEBURS, que se encuentran en la página: [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com).

Tabla 1. Supuestos y Resultados <sup>1</sup>	1S17	1S18	2015	2016	2017	Escenario Base		Escenario de Estrés	
						2018P	2019P	2018P	2019P
Ventas Totales	1,269	1,434	2,569	2,752	3,123	3,661	4,198	3,107	3,555
Margen EBITDA	20.0%	20.4%	20.2%	20.4%	20.3%	20.9%	21.1%	19.6%	20.0%
Margen EBITDA Ajustado	22.4%	22.8%	22.9%	22.8%	22.5%	22.9%	23.0%	21.9%	21.9%
EBITDA	235	272	519	561	634	766	887	610	710
<i>Cifras 12m</i>									
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	246	863	455	246	644	327	471	235	284
Deuda Total	1,237	1,753	899	895	1,253	1,668	1,745	1,847	2,117
Deuda Neta	1,036	1,496	687	678	969	1,430	1,495	1,620	1,875
Años de Pago (DN / EBITDA)	1.9	2.2	1.3	1.2	1.5	1.9	1.7	2.7	2.6
Años de Pago (DN / FLE)	4.2	1.7	1.5	2.8	1.5	4.4	3.2	6.9	6.6
DSCR **	0.8x	3.3x	1.8x	1.8x	2.3x	1.2x	0.7x	0.8x	0.4x
DSCR con caja inicial	1.4x	4.0x	2.7x	3.3x	3.1x	2.1x	1.1x	1.5x	0.7x
Viviendas Escrituradas (12m)	4,302	4,492	4,265	4,236	4,441	4,545	4,877	4,353	4,672
Precio Promedio	0.60	0.70	0.57	0.60	0.67	0.74	0.80	0.65	0.70

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 2T18.

\* 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:

- **Fortalecimiento de DSCR.** VINTE reportó un mayor DSCR en niveles de 3.3x al 2T18 UDM (vs. 0.8x al 2T17), ante la reestructura de deuda a través de las emisiones VINTE 17 y VINTE 17-2 a largo plazo; así como una tendencia creciente de generación de FLE impulsada principalmente por un mayor volumen y precio de unidades escrituradas, atacando el segmento medio y residencial.
- **Diversificación en financiamientos.** A finales del año 2016, la Empresa obtuvo P\$611m en recursos provenientes de la Oferta Pública Inicial -destinados a inversión de tierra y desarrollo de proyectos -diversificando así sus fuentes de financiamiento. Adicionalmente durante el 1S17, la Empresa colocó P\$500m a través de deuda bursátil a largo plazo con lo cual redujo su exposición a vencimientos próximos de deuda bancaria; estimando actualmente una nueva colocación de CEBURS por hasta P\$800m durante el mes de agosto 2018.
- **Generación creciente de FLE.** La Empresa incrementó en 250.6% su generación de efectivo tras alcanzar cifras por P\$863m en los UDM al 2T18 (vs. P\$246m al 2T17), atribuidas a una continuidad de consolidación en reducción de costos bajo sinergias operativas que permitieron el estabilizar sus márgenes de rentabilidad; así como un mayor enfoque a segmentos de nivel medio y residencial. Adicionalmente, 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; permitiendo un comportamiento adecuado de capital de trabajo.

- **Crecimiento sostenido de ventas totales.** Durante los 12m al 2T18 se reportó un crecimiento de 17.9% en las ventas totales de VINTE (vs. 2T17) -principalmente por la tendencia al alza en el volumen de viviendas en nivel medio y residencial -las cuales rondan precios entre P\$0.45m y P\$3.5m (vs. P\$0.35m y P\$0.45m de vivienda de interés social). Se espera para los próximos periodos que la Empresa mantenga dicha tendencia ante una mayor consolidación de ventas de viviendas de mayor rango de precio ante la apertura de cinco nuevos desarrollos enfocados a nivel medio–alto.
- **Alta dependencia de financiamientos hipotecarios.** Al 2017, el 55.7% de las ventas totales (vs. 59.2% al 2016) corresponden a las viviendas financiadas a través de créditos hipotecarios con INFONAVIT y FOVISSSTE, debido a los nuevos lineamientos en el otorgamiento de créditos. Esto ha favorecido principalmente la escrituración de unidades en rangos de precio más alto, en línea con la estrategia de ventas de la Empresa.

Las ventas totales de VINTE durante los UDM reportaron un crecimiento 17.9% tras alcanzar cifras de P\$3,289m al 2T18 (vs. P\$2,790m al 2T17); esto debido a la tendencia al alza en el volumen de viviendas de interés medio y residencial escrituradas del periodo, considerando que este tipo de vivienda ronda un precio promedio de entre P\$0.45m y P\$3.5m. Se puede mencionar que los resultados anteriores van relacionados a la consolidación en los desarrollos de Real Bilbao Playa del Carmen y Real Valencia Cancún en Quintana Roo, y la incorporación del desarrollo Real Segovia en Puebla al cierre del 2016. Lo anterior permitió contrarrestar la caída en escrituraciones de vivienda de interés social (con un rango de precio menor a P\$0.50m) e incrementar los niveles de tarifa promedio por vivienda reportados por la Empresa. Es importante agregar el aumento del límite máximo sobre el crédito otorgado por el INFONAVIT, la aprobación de un segundo crédito para los derechohabientes de FOVISSSTE y el límite máximo de tasa de interés fijado en 12.0% por ambos institutos de vivienda; así, el 68.0% de las viviendas escrituradas se realizó a través de los beneficios otorgados por dichas instituciones.

VINTE estima mantener escrituraciones paulatinas de vivienda a través de cinco nuevos desarrollos, los cuales están dirigidos principalmente a un segmento de interés medio y medio alto. Entre ellos se mencionan i) Real Carrara y Real Vizcaya en el Estado de México, ii) Real Madeira en Hidalgo y, iii) Real Amalfi y Real Catania en Quintana Roo; en conjunto sumarían un aproximado de 5,676 viviendas en total. Asimismo, dentro de los resultados financieros de la Empresa se puede observar que al 2017 ha invertido P\$60m en un fideicomiso de administración para la inversión conjunta con OHL Desarrollos México S.A. de C.V. (OHL) para la conceptualización, desarrollo y comercialización de iv) Ciudad Mayakoba en Quintana Roo, con un estimado de 3,600 viviendas y ciertos lotes comerciales; la inversión en dicho vehículo alcanza un total de P\$120m (50% cada uno).

Durante los UDM la Empresa ha mantenido una creciente generación de Flujo Libre de Efectivo (FLE) con 250.6% mayores niveles y cifras por P\$863m al 2T18 (vs. P\$246m al 2T17). Esto se atribuye al constante mantenimiento de rentabilidad operativa representada por el margen EBITDA Ajustado (reportando 22.6% en 2T18 vs. 22.4% al 2T17) tras mantener una estrategia en reducción de costos, mencionando las mejoras en la construcción de desarrollos con cierta cercanía que permiten sinergias operativas entre los equipos de venta, reducción en gastos de publicidad tras beneficiarse de una comunicación directa entre clientes y economías de escala en la estructura corporativa.

Adicionalmente, dentro de nuestro cálculo de FLE se considera la reversión por adquisición de terrenos para el desarrollo de proyectos que no forman parte de la operación, que consiste en la eliminación de dicho impacto del capital de trabajo y trasladados a los flujos de inversión. Se puede mencionar que, adicionalmente, la Empresa se beneficia del programa de factoraje financiero con Banco Inmobiliario Mexicano S.A. (BIM) por un total autorizado de P\$100m y vigencia anual renovable, así como con Banco Monex por P\$35m, recibiendo los recursos anticipadamente a un descuento y al cierre de la transacción de venta la institución financiera recibe el total de facturación.

Por otra parte, VINTE incrementó sus niveles de endeudamiento tras alcanzar niveles de deuda total por P\$1,753m al 2T18 (vs. P\$1,237m al 2T17); los cuales están compuestos principalmente por las emisiones de Certificados Bursátiles (CEBURS) con clave de pizarra VINTE 17 y VINTE 17-2; equivalentes al 35.5% del saldo insoluto total del 2T18. El 64.5% restante al 2T18 corresponde a la deuda bancaria compuesta por créditos destinados al desarrollo de viviendas y proyectos, los cuales en su mayoría actúan como *project finance*. Esta estructura considera una reducción en el calendario de amortizaciones tras colocar los recursos de las emisiones recientes a la sustitución de pasivos de corto plazo, alcanzando vencimientos de deuda por 9.1% al 2T18 (vs. 5.7% al 2T17) a un año. Tomando en cuenta el efectivo y sus equivalentes, la Empresa reportó un incremento de 44.5% al 2T18 en sus estimaciones de deuda neta con P\$1,496m (vs. P\$1,036m al 2T17); tras los incrementos en requerimientos de financiamiento para capital de trabajo.

En términos de las principales métricas de análisis, VINTE mostró una Razón de Años de Pago de Deuda Neta a FLE durante los UDM menor con 1.7 años al 2T18 (vs. 4.2 años 2T17); mostrando fortaleza en la generación de FLE con base en mejoras de rentabilidad operativa, para hacer frente a mayor endeudamiento. Asimismo, reflejó una Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR por sus siglas en inglés) de 3.3x a los UDM 2T18 (vs. 0.8x al 2T17) al considerar dentro de las obligaciones financieras los vencimientos de deuda que fueron refinanciados por la colocación de emisiones de CEBURS, continuando con un perfil de capacidad de pago de acuerdo con los niveles de calificación.

Durante el 2017 se colocaron dos emisiones de CEBURS por un total de P\$500m en la modalidad de vasos comunicantes con las claves de pizarra VINTE 17 y VINTE 17-2; al amparo de su Programa de CEBURS (el Programa) con vigencia de cinco años a partir de su autorización el pasado 16 de junio del 2017 por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). Como se menciona anteriormente, los recursos fueron destinados a la sustitución de pasivos bancarios, con el fin de reducir las presiones de la Empresa en sus obligaciones financieras de corto plazo al extender el plazo de amortización y mejorar la tasa de interés.

Para el presente comunicado, se tomaron en cuenta las proyecciones del emisor realizadas por HR Ratings el pasado 24 de octubre del 2017; las cuales fueron evaluados bajo la información al 3T17, pero para efectos de este reporte, se considera su actualización al 2T18. Por lo anterior, es importante mencionar que, como parte de la presente Emisión, los recursos por obtener de la colocación estarán alocados dentro del efectivo disponible de la Empresa durante el 3T18; mostrando mayor deuda total, pero niveles de deuda neta similares al 2T18. Esto a raíz de que el destino de los recursos deberá ser invertido o relacionado con proyectos para el desarrollo de comunidades sustentables.



### Opinión legal

La opinión legal para la Emisión fue otorgada por el despacho Chávez Vargas Abogados, la cual para el caso de la garantía se basa en la opinión del despacho Stoel Rives LLP; el cual indica que la garantía es válida y obliga al Corporación Interamericana de Inversiones (BID) a responder por las obligaciones que establece el contrato de garantía parcial de crédito, conforme a las leyes de Nueva York, EEUU. Por otro lado, Chávez Vargas Abogados hace mención al Fideicomiso de Reserva que establece una Garantía en favor de los Tenedores. Una vez celebrado el Fideicomiso de Reserva y que Vinte transfiera al patrimonio de dicho fideicomiso la cantidad P\$80m (el "Monto de Reserva"), dicho monto se encontrará afecto en beneficio de los tenedores de los Certificados Bursátiles.

Asimismo, se establece la existencia de una Eficacia ante Terceros. Una vez celebrado el Fideicomiso de Reserva y transferido el Monto de Reserva por Vinte, dicho contrato surtirá plenos efectos ante terceros y el Monto de Reserva tendrá prioridad sobre cualesquier otros acreedores de Vinte. Por otro lado, se constituye un Patrimonio Independiente. Una vez que Vinte transfiera el Monto de Reserva al Fideicomiso de Reserva, el patrimonio del Fideicomiso de Reserva será distinto e independiente del patrimonio de Vinte y del patrimonio del Fiduciario. Por lo anterior, con base en la Escala de Calificaciones para los Asesores Legales proporcionada por Chávez Vargas Abogados a HR Ratings, dicho despacho consideró que la estructura autorizada cuenta con una calificación legal de "**Satisfactoria**".

## Anexos Escenario Base

Nota: Estas proyecciones corresponden a la última acción de calificación para VINTE el 24 de octubre del 2017, habiendo sido actualizados los anexos al 2T18.

<b>VINTE (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)</b>								
	2014*	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	1S17	1S18
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>3,009</b>	<b>3,356</b>	<b>4,309</b>	<b>5,121</b>	<b>5,945</b>	<b>6,631</b>	<b>4,657</b>	<b>5,822</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>2,186</b>	<b>2,575</b>	<b>2,866</b>	<b>3,148</b>	<b>4,007</b>	<b>4,450</b>	<b>3,237</b>	<b>3,843</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	234	213	218	284	238	250	201	257
Cuentas por Cobrar a Clientes	329	244	317	323	491	541	325	314
Fideicomiso Mayakoba	0	2	10	23	33	69	11	0
Inventarios Inmobiliarios	1,547	2,007	2,145	2,441	3,070	3,408	2,506	3,135
Pagos Anticipados y Otros Activos Circulantes	76	109	177	77	175	182	194	137
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>823</b>	<b>781</b>	<b>1,443</b>	<b>1,974</b>	<b>1,938</b>	<b>2,181</b>	<b>1,420</b>	<b>1,979</b>
Inversiones en Subsidiarias N.C. <sup>1</sup>	10	60	56	50	55	55	55	53
Inventarios Inmobiliarios	776	646	1,302	1,802	1,773	1,995	1,302	1,802
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	25	29	40	48	56	70	43	51
Otros Activos LP	11	46	45	73	55	60	20	73
Pagos Anticipados	0	31	15	45	18	19	0	45
Otros Activos LP	11	15	31	28	37	41	20	28
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>1,711</b>	<b>1,873</b>	<b>2,002</b>	<b>2,576</b>	<b>3,198</b>	<b>3,495</b>	<b>2,383</b>	<b>3,317</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>678</b>	<b>601</b>	<b>775</b>	<b>839</b>	<b>1,345</b>	<b>1,164</b>	<b>708</b>	<b>1,149</b>
Pasivo con Costo	145	40	130	80	553	315	70	160
Proveedores	173	194	226	314	312	353	299	645
Impuestos por Pagar	52	63	62	69	79	85	70	109
Otros sin Costo	309	305	357	376	401	410	269	235
Obligaciones Garantizadas <sup>2</sup>	35	100	94	89	123	124	38	83
Gastos Acumulados y Otros Pasivos Circulantes	274	205	262	287	278	287	231	152
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>1,033</b>	<b>1,271</b>	<b>1,227</b>	<b>1,738</b>	<b>1,853</b>	<b>2,331</b>	<b>1,675</b>	<b>2,168</b>
Pasivo con Costo	738	859	765	1,173	1,115	1,430	1,167	1,593
Impuestos Diferidos	294	382	457	526	733	894	507	573
Otros Pasivos No Circulantes	1	30	4	38	5	7	2	2
Beneficios a Empleados	1	1	2	2	3	4	2	2
Proveedores de Terrenos y Otros	0	29	2	36	2	2	0	0
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>1,298</b>	<b>1,483</b>	<b>2,307</b>	<b>2,545</b>	<b>2,747</b>	<b>3,136</b>	<b>2,274</b>	<b>2,505</b>
Capital Contribuido	251	251	862	862	862	862	862	862
Utilidades Acumuladas	770	908	1,076	1,243	1,398	1,703	1,251	1,459
Utilidad del Ejercicio	277	323	369	439	487	571	160	184
<b>Deuda Total</b>	<b>883</b>	<b>899</b>	<b>895</b>	<b>1,253</b>	<b>1,668</b>	<b>1,745</b>	<b>1,237</b>	<b>1,753</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>649</b>	<b>687</b>	<b>678</b>	<b>969</b>	<b>1,430</b>	<b>1,495</b>	<b>1,036</b>	<b>1,496</b>
<b>Días Cuenta por Cobrar Clientes</b>	<b>38</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>33</b>
<b>Días Inventario</b>	<b>351</b>	<b>352</b>	<b>418</b>	<b>412</b>	<b>430</b>	<b>430</b>	<b>446</b>	<b>432</b>
<b>Días por Pagar Proveedores</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>51</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>73</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 2T18.

<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)								
	2014*	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	1S17	1S18
<b>Ventas Netas</b>	<b>2,307</b>	<b>2,569</b>	<b>2,752</b>	<b>3,123</b>	<b>3,661</b>	<b>4,198</b>	<b>1,269</b>	<b>1,434</b>
Venta de Bienes	2,229	2,471	2,639	2,979	3,466	3,988	1,177	1,378
Equipamiento y Servicios de Construcción	77	98	113	145	194	210	92	56
<b>Costos de Operación</b>	<b>1,614</b>	<b>1,776</b>	<b>1,865</b>	<b>2,123</b>	<b>2,454</b>	<b>2,801</b>	<b>874</b>	<b>986</b>
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	<b>692</b>	<b>793</b>	<b>887</b>	<b>1,000</b>	<b>1,206</b>	<b>1,397</b>	<b>395</b>	<b>448</b>
Gastos de Generales	257	274	326	366	440	510	161	177
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	<b>435</b>	<b>519</b>	<b>561</b>	<b>634</b>	<b>766</b>	<b>887</b>	<b>235</b>	<b>272</b>
Depreciación y Amortización	12	13	15	19	19	21	7	12
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	<b>423</b>	<b>506</b>	<b>546</b>	<b>615</b>	<b>747</b>	<b>865</b>	<b>227</b>	<b>260</b>
Otros ingresos generales y (gastos) netos	(14)	(8)	2	15	(9)	(9)	4	0
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	<b>409</b>	<b>499</b>	<b>548</b>	<b>630</b>	<b>738</b>	<b>857</b>	<b>231</b>	<b>261</b>
Ingresos por Intereses	8	5	9	16	13	14	8	7
Intereses Pagados	49	48	54	83	55	55	29	40
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>(41)</b>	<b>(43)</b>	<b>(45)</b>	<b>(67)</b>	<b>(42)</b>	<b>(41)</b>	<b>(10)</b>	<b>(33)</b>
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>369</b>	<b>455</b>	<b>499</b>	<b>557</b>	<b>696</b>	<b>816</b>	<b>210</b>	<b>230</b>
Impuestos sobre la Utilidad	92	131	131	118	209	245	49	46
Impuestos Causados	30	44	55	49	71	83	0	0
Impuestos Diferidos	62	88	76	69	138	161	49	46
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>277</b>	<b>323</b>	<b>369</b>	<b>439</b>	<b>487</b>	<b>571</b>	<b>160</b>	<b>184</b>
Cambio en Ventas (%)	22.6%	11.4%	7.1%	13.5%	17.8%	14.7%	6.6%	17.9%
Viviendas Vendidas	3,881	4,265	4,236	4,441	4,545	4,877	4,302	4,492
Precio Promedio	0.57	0.57	0.60	0.67	0.74	0.80	0.60	0.70
Margen EBITDA	18.9%	20.2%	20.4%	20.3%	20.9%	21.1%	20.0%	20.4%
Margen EBITDA Ajustado <sup>1</sup>	21.4%	22.9%	22.8%	22.5%	22.9%	23.0%	22.4%	22.6%
Tasa de Impuestos (%)	24.9%	28.9%	26.2%	21.2%	30.0%	30.0%	25.2%	19.9%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	90.5	87.8	69.4	65.0	65.6	59.7	64.3	64.5
Retorno sobre Capital Empleado (%)	24.4%	27.7%	24.5%	21.6%	21.8%	22.3%	21.2%	20.8%
Tasa Pasiva	12.2%	14.3%	11.5%	11.5%	11.8%	11.8%	10.8%	11.6%
Tasa Activa	1.7%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.8%	1.6%
<b>Intereses pagados Reportados</b>	<b>49</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>83</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>94</b>
Total de interés Capitalizado <sup>2</sup>	59	69	66	70	73	77	68	71
<b>Interés Total Devengado</b>	<b>107</b>	<b>117</b>	<b>120</b>	<b>153</b>	<b>128</b>	<b>132</b>	<b>125</b>	<b>169</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 2T18.

<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)**

	2014*	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	1S17	1S18
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
<b>Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos</b>	<b>369</b>	<b>455</b>	<b>499</b>	<b>557</b>	<b>696</b>	<b>816</b>	<b>210</b>	<b>230</b>
Depreciación y Amortización	12	13	15	19	19	21	7	12
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	0	4	5	0	0	1	(2)
Intereses a Favor	(8)	(5)	(9)	(16)	(13)	(14)	(4)	(5)
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
Intereses Devengados	107	117	118	152	128	132	9	58
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>107</b>	<b>117</b>	<b>118</b>	<b>152</b>	<b>128</b>	<b>132</b>	<b>9</b>	<b>58</b>
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>481</b>	<b>582</b>	<b>627</b>	<b>718</b>	<b>831</b>	<b>955</b>	<b>223</b>	<b>292</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	(67)	83	(90)	(14)	(57)	(50)	12	31
Decremento (Incremento) en Inventarios	(183)	(303)	(762)	(797)	(674)	(560)	(346)	(739)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(1)	(47)	(36)	82	(29)	(49)	(30)	(21)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(90)	33	(24)	122	34	41	(21)	75
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	57	(58)	57	30	15	16	(0)	130
<b>Capital de trabajo</b>	<b>(285)</b>	<b>(291)</b>	<b>(855)</b>	<b>(577)</b>	<b>(711)</b>	<b>(601)</b>	<b>(385)</b>	<b>(523)</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(30)	(44)	(55)	(47)	(71)	(83)	(9)	3
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>(315)</b>	<b>(335)</b>	<b>(910)</b>	<b>(623)</b>	<b>(782)</b>	<b>(685)</b>	<b>(394)</b>	<b>(520)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>167</b>	<b>246</b>	<b>(283)</b>	<b>95</b>	<b>49</b>	<b>270</b>	<b>(171)</b>	<b>(228)</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(8)	(39)	(47)	(43)	(29)	(36)	(9)	(9)
Adquisición de Negocios	(10)	(50)	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	8	5	9	16	13	14	4	5
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>(10)</b>	<b>(84)</b>	<b>(38)</b>	<b>(27)</b>	<b>(17)</b>	<b>(22)</b>	<b>(5)</b>	<b>(4)</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>156</b>	<b>162</b>	<b>(321)</b>	<b>68</b>	<b>32</b>	<b>248</b>	<b>(176)</b>	<b>(232)</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	1,671	1,667	1,495	1,956	430	630	1,135	1,710
Financiamientos Bursátiles	200	0	0	500	0	0	500	0
Otros Financiamientos	140	206	230	206	81	78	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,709)	(1,552)	(1,499)	(1,890)	(148)	(356)	(1,278)	(1,215)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(150)	(105)	0	(200)	0	(197)	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	(20)	(3)	(10)	(211)	(76)	(77)	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	(107)	(117)	(110)	(161)	(128)	(132)	(9)	(58)
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>24</b>	<b>95</b>	<b>106</b>	<b>200</b>	<b>159</b>	<b>(53)</b>	<b>348</b>	<b>437</b>
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	0	0	611	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	0	0	(10)	0	0	0	(29)	0
Otras Partidas	(105)	(141)	(236)	0	0	0	(77)	(8)
Dividendos Pagados	(47)	(139)	(145)	(164)	(174)	(182)	(82)	(209)
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>(152)</b>	<b>(279)</b>	<b>220</b>	<b>(201)</b>	<b>(174)</b>	<b>(182)</b>	<b>(188)</b>	<b>(232)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>(128)</b>	<b>(184)</b>	<b>326</b>	<b>(1)</b>	<b>(14)</b>	<b>(236)</b>	<b>160</b>	<b>205</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>29</b>	<b>(22)</b>	<b>5</b>	<b>66</b>	<b>18</b>	<b>13</b>	<b>(16)</b>	<b>(27)</b>
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	205	234	213	218	220	238	218	284
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>234</b>	<b>213</b>	<b>218</b>	<b>284</b>	<b>238</b>	<b>250</b>	<b>201</b>	<b>257</b>
<i>Cifras UDM</i>								
Capex de Mantenimiento	(12)	(13)	(15)	(19)	(19)	(21)	(15)	(23)
Ajustes especiales***	137	222	543	568	298	222	663	848
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>292</b>	<b>455</b>	<b>246</b>	<b>644</b>	<b>327</b>	<b>471</b>	<b>246</b>	<b>863</b>
Amortización de Deuda	1,879	1,660	1,510	2,301	224	630	2,279	2,026
Revolencia automática	(1,609)	(1,515)	(1,470)	(2,171)	(76)	(77)	(2,029)	(1,956)
Amortización de Deuda Final	270	145	40	130	148	553	251	70
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	100	113	100	145	115	118	71	193
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>370</b>	<b>258</b>	<b>140</b>	<b>275</b>	<b>263</b>	<b>671</b>	<b>321</b>	<b>263</b>
<b>DSCR</b>	<b>0.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>	<b>1.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>3.3</b>
Caja Inicial Disponible	205	234	213	218	220	238	218	201
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>1.3</b>	<b>2.7</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>4.0</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>2.2</b>	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	<b>1.5</b>	<b>4.4</b>	<b>3.2</b>	<b>4.2</b>	<b>1.7</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</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 2T18.

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

## Anexos Escenario de Estrés

VINTE (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)								
	2014*	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	1S17	1S18
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>3,009</b>	<b>3,356</b>	<b>4,309</b>	<b>5,121</b>	<b>5,818</b>	<b>6,497</b>	<b>4,657</b>	<b>5,822</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>2,186</b>	<b>2,575</b>	<b>2,866</b>	<b>3,148</b>	<b>3,843</b>	<b>4,273</b>	<b>3,237</b>	<b>3,843</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	234	213	218	284	227	242	201	257
Cuentas por Cobrar a Clientes	329	244	317	323	453	494	325	314
Fideicomiso Mayakoba	0	2	10	23	43	104	11	0
Inventarios Inmobiliarios	1,547	2,007	2,145	2,441	2,946	3,251	2,506	3,135
Pagos Anticipados y Otros Activos Circulantes	76	109	177	77	175	182	194	137
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>823</b>	<b>781</b>	<b>1,443</b>	<b>1,974</b>	<b>1,975</b>	<b>2,224</b>	<b>1,420</b>	<b>1,979</b>
Inversiones en Subsid. N.C. <sup>1</sup>	10	60	56	50	55	55	55	53
Inventarios Inmobiliarios	776	646	1,302	1,802	1,807	2,034	1,302	1,802
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	25	29	40	48	53	66	43	51
Otros Activos LP	11	46	45	73	60	69	20	73
Pagos Anticipados	0	31	15	45	19	22	0	45
Otros Activos LP	11	15	31	28	41	47	20	28
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>1,711</b>	<b>1,873</b>	<b>2,002</b>	<b>2,576</b>	<b>3,241</b>	<b>3,664</b>	<b>2,383</b>	<b>3,317</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>678</b>	<b>601</b>	<b>775</b>	<b>839</b>	<b>1,368</b>	<b>1,214</b>	<b>708</b>	<b>1,149</b>
Pasivo con Costo	145	40	130	80	640	440	70	160
Proveedores	173	194	226	314	269	304	299	645
Impuestos por Pagar	52	63	62	69	72	74	70	109
Otros sin Costo	309	305	357	376	387	396	269	235
Obligaciones Garantizadas <sup>2</sup>	35	100	94	89	109	110	38	83
Gastos Acumulados y Otros Pasivos Circulantes	274	205	262	287	278	287	231	152
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>1,033</b>	<b>1,271</b>	<b>1,227</b>	<b>1,738</b>	<b>1,873</b>	<b>2,451</b>	<b>1,675</b>	<b>2,168</b>
Pasivo con Costo	738	859	765	1,173	1,207	1,677	1,167	1,593
Impuestos Diferidos	294	382	457	526	662	769	507	573
Otros Pasivos No Circulantes	1	30	4	38	5	5	2	2
Beneficios a Empleados	1	1	2	2	2	3	2	2
Proveedores de Terrenos y Otros	0	29	2	36	2	2	0	0
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>1,298</b>	<b>1,483</b>	<b>2,307</b>	<b>2,545</b>	<b>2,577</b>	<b>2,832</b>	<b>2,274</b>	<b>2,505</b>
Capital Contribuido	251	251	862	862	862	862	862	862
Utilidades Acumuladas	770	908	1,076	1,243	1,346	1,533	1,251	1,459
Utilidad del Ejercicio	277	323	369	439	369	437	160	184
<b>Deuda Total</b>	<b>883</b>	<b>899</b>	<b>895</b>	<b>1,253</b>	<b>1,847</b>	<b>2,117</b>	<b>1,237</b>	<b>1,753</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>649</b>	<b>687</b>	<b>678</b>	<b>969</b>	<b>1,620</b>	<b>1,875</b>	<b>1,036</b>	<b>1,496</b>
<b>Días Cuenta por Cobrar Clientes</b>	<b>38</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>40</b>	<b>33</b>
<b>Días Inventario</b>	<b>351</b>	<b>352</b>	<b>418</b>	<b>412</b>	<b>485</b>	<b>483</b>	<b>446</b>	<b>432</b>
<b>Días por Pagar Proveedores</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>51</b>	<b>56</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>58</b>	<b>73</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 2T18.

<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)

	2014*	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	1S17	1S18
<b>Ventas Netas</b>	<b>2,307</b>	<b>2,569</b>	<b>2,752</b>	<b>3,123</b>	<b>3,107</b>	<b>3,555</b>	<b>1,269</b>	<b>1,434</b>
Venta de Bienes	2,229	2,471	2,639	2,979	2,928	3,369	1,177	1,378
Equipamiento y Servicios de Construcción	77	98	113	145	178	186	92	56
<b>Costos de Operación</b>	<b>1,614</b>	<b>1,776</b>	<b>1,865</b>	<b>2,123</b>	<b>2,112</b>	<b>2,405</b>	<b>874</b>	<b>986</b>
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	<b>692</b>	<b>793</b>	<b>887</b>	<b>1,000</b>	<b>995</b>	<b>1,150</b>	<b>395</b>	<b>448</b>
Gastos de Generales	257	274	326	366	385	440	161	177
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	<b>435</b>	<b>519</b>	<b>561</b>	<b>634</b>	<b>610</b>	<b>710</b>	<b>235</b>	<b>272</b>
Depreciación y Amortización	12	13	15	19	19	20	7	12
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	<b>423</b>	<b>506</b>	<b>546</b>	<b>615</b>	<b>592</b>	<b>689</b>	<b>227</b>	<b>260</b>
Otros ingresos generales y (gastos) netos	(14)	(8)	2	15	(16)	(16)	4	0
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	<b>409</b>	<b>499</b>	<b>548</b>	<b>630</b>	<b>576</b>	<b>673</b>	<b>231</b>	<b>261</b>
Ingresos por Intereses	8	5	9	16	5	6	8	7
Intereses Pagados	49	48	54	83	55	55	29	40
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>(41)</b>	<b>(43)</b>	<b>(45)</b>	<b>(67)</b>	<b>(50)</b>	<b>(49)</b>	<b>(10)</b>	<b>(33)</b>
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>369</b>	<b>455</b>	<b>499</b>	<b>557</b>	<b>527</b>	<b>625</b>	<b>210</b>	<b>230</b>
Impuestos sobre la Utilidad	92	131	131	118	158	187	49	46
Impuestos Causados	30	44	55	49	57	80	0	0
Impuestos Diferidos	62	88	76	69	101	107	49	46
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>277</b>	<b>323</b>	<b>369</b>	<b>439</b>	<b>369</b>	<b>437</b>	<b>160</b>	<b>184</b>
Cambio en Ventas (%)	22.6%	11.4%	7.1%	13.5%	8.6%	14.4%	6.6%	17.9%
Viviendas Vendidas	3,881	4,265	4,236	4,441	4,353	4,672	4,302	4,492
Precio Promedio	0.57	0.57	0.60	0.67	0.65	0.70	0.60	0.70
Margen EBITDA	18.9%	20.2%	20.4%	20.3%	19.6%	20.0%	20.0%	20.4%
Margen EBITDA Ajustado <sup>1</sup>	21.4%	22.9%	22.8%	22.5%	21.9%	21.9%	22.4%	22.6%
Tasa de Impuestos (%)	24.9%	28.9%	26.2%	21.2%	30.0%	30.0%	25.2%	19.9%
Ventas Netas a Planta, Prop. & Equipo	90.5	87.8	69.4	65.0	59.0	53.8	64.3	64.5
Retorno sobre Capital Empleado (%)	24.4%	27.7%	24.5%	21.6%	17.2%	17.6%	21.2%	20.8%
Tasa Pasiva	12.2%	14.3%	11.5%	11.5%	11.9%	12.1%	10.8%	11.6%
Tasa Activa	1.7%	1.0%	2.0%	2.0%	1.0%	1.0%	2.8%	1.6%
<b>Intereses pagados Reportados</b>	<b>49</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>83</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>94</b>
Total de interés Capitalizado <sup>2</sup>	59	69	66	70	69	69	68	71
<b>Interés Total Devengado</b>	<b>107</b>	<b>117</b>	<b>120</b>	<b>153</b>	<b>124</b>	<b>124</b>	<b>125</b>	<b>169</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 2T18.

<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)**

	2014*	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	1S17	1S18
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
<b>Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos</b>	<b>369</b>	<b>455</b>	<b>499</b>	<b>557</b>	<b>527</b>	<b>625</b>	<b>210</b>	<b>230</b>
Depreciación y Amortización	12	13	15	19	19	20	7	12
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	0	0	4	5	0	0	1	(2)
Intereses a Favor	(8)	(5)	(9)	(16)	(5)	(6)	(4)	(5)
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
Intereses Devengados	107	117	118	152	124	124	9	58
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>107</b>	<b>117</b>	<b>118</b>	<b>152</b>	<b>124</b>	<b>124</b>	<b>9</b>	<b>58</b>
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>481</b>	<b>582</b>	<b>627</b>	<b>718</b>	<b>664</b>	<b>763</b>	<b>223</b>	<b>292</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	(67)	83	(90)	(14)	(42)	(41)	12	31
Decremento (Incremento) en Inventarios	(183)	(303)	(762)	(797)	(605)	(532)	(346)	(739)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	(1)	(47)	(36)	82	(40)	(78)	(30)	(21)
Incremento (Decremento) en Proveedores	(90)	33	(24)	122	20	35	(21)	75
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	57	(58)	57	30	10	10	(0)	130
<b>Capital de trabajo</b>	<b>(285)</b>	<b>(291)</b>	<b>(855)</b>	<b>(577)</b>	<b>(656)</b>	<b>(605)</b>	<b>(385)</b>	<b>(523)</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(30)	(44)	(55)	(47)	(57)	(80)	(9)	3
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>(315)</b>	<b>(335)</b>	<b>(910)</b>	<b>(623)</b>	<b>(714)</b>	<b>(685)</b>	<b>(394)</b>	<b>(520)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>167</b>	<b>246</b>	<b>(283)</b>	<b>95</b>	<b>(50)</b>	<b>78</b>	<b>(171)</b>	<b>(228)</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(8)	(39)	(47)	(43)	(26)	(34)	(9)	(9)
Adquisición de Negocios	(10)	(50)	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	8	5	9	16	5	6	4	5
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>(10)</b>	<b>(84)</b>	<b>(38)</b>	<b>(27)</b>	<b>(20)</b>	<b>(28)</b>	<b>(5)</b>	<b>(4)</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>156</b>	<b>162</b>	<b>(321)</b>	<b>68</b>	<b>(70)</b>	<b>50</b>	<b>(176)</b>	<b>(232)</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios, Bursátiles y Otros Financiamientos	1,671	1,667	1,495	1,956	550	910	1,135	1,710
Financiamientos Bursátiles	200	0	0	500	0	0	500	0
Otros Financiamientos	140	206	230	206	68	65	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,709)	(1,552)	(1,499)	(1,890)	(177)	(443)	(1,278)	(1,215)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(150)	(105)	0	(200)	0	(197)	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	(20)	(3)	(10)	(211)	(67)	(64)	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	(107)	(117)	(110)	(161)	(124)	(124)	(9)	(58)
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>24</b>	<b>95</b>	<b>106</b>	<b>200</b>	<b>251</b>	<b>147</b>	<b>348</b>	<b>437</b>
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	0	0	611	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	0	0	(10)	0	0	0	(29)	0
Otras Partidas	(105)	(141)	(236)	0	0	0	(77)	(8)
Dividendos Pagados	(47)	(139)	(145)	(164)	(171)	(182)	(82)	(209)
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>(152)</b>	<b>(279)</b>	<b>220</b>	<b>(201)</b>	<b>(171)</b>	<b>(182)</b>	<b>(188)</b>	<b>(232)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>(128)</b>	<b>(184)</b>	<b>326</b>	<b>(1)</b>	<b>79</b>	<b>(35)</b>	<b>160</b>	<b>205</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>29</b>	<b>(22)</b>	<b>5</b>	<b>66</b>	<b>9</b>	<b>15</b>	<b>(16)</b>	<b>(27)</b>
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	205	234	213	218	218	227	218	284
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>234</b>	<b>213</b>	<b>218</b>	<b>284</b>	<b>227</b>	<b>242</b>	<b>201</b>	<b>257</b>
<i>Cifras UDM</i>								
Capex de Mantenimiento	(12)	(13)	(15)	(19)	(19)	(20)	(15)	(23)
Ajustes especiales***	137	222	543	568	304	227	663	848
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>292</b>	<b>455</b>	<b>246</b>	<b>644</b>	<b>235</b>	<b>284</b>	<b>246</b>	<b>863</b>
Amortización de Deuda	1,879	1,660	1,510	2,301	243	704	2,279	2,026
Revolencia automática	(1,609)	(1,515)	(1,470)	(2,171)	(67)	(64)	(2,029)	(1,956)
Amortización de Deuda Final	270	145	40	130	177	640	251	70
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	100	113	100	145	118	118	71	193
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>370</b>	<b>258</b>	<b>140</b>	<b>275</b>	<b>295</b>	<b>759</b>	<b>321</b>	<b>263</b>
<b>DSCR</b>	<b>0.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>3.3</b>
Caja Inicial Disponible	205	234	213	218	218	227	218	201
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>1.3</b>	<b>2.7</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>1.5</b>	<b>0.7</b>	<b>1.4</b>	<b>4.0</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>2.2</b>	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	<b>1.5</b>	<b>6.9</b>	<b>6.6</b>	<b>4.2</b>	<b>1.7</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</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 2T18.

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



Credit  
Rating  
Agency

VINTE 18X

Certificados Bursátiles

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

HR AA+

Corporativos  
9 de agosto del 2018

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

#### 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

#### Instituciones Financieras / ABS

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

#### Roberto Ballinez

+52 55 1500 3143  
roberto.ballinez@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



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.

Criterios Generales Metodológicos, noviembre 2017.

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	HR AA+ con Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	13 de julio del 2018
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T10 a 2T18
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por la Empresa y estados financieros dictaminados anuales por Deloitte
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación al BID de AAA con Perspectiva Estable, en escala global, otorgada por Fitch Ratings. (12 de febrero del 2018) Calificación al BID de Aa1 con Perspectiva Estable, en escala global, otorgada por Moody's. (15 de marzo del 2018) Calificación al BID de AA con Perspectiva Positiva, en escala global, otorgada por Standard & Poor's. (30 de abril del 2018)
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 calificadora [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).