

Calificación

VINTE 20X	HR A+
Perspectiva	Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



HR A+  
2020

Contactos

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

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

**Estefanía Cabrera**  
Analista de Corporativos  
estefania.cabrera@hrratings.com

**HR Ratings asignó la calificación de HR A+ con Perspectiva Estable para la emisión VINTE 20X de VINTE**

La asignación de la calificación con Perspectiva Estable para la emisión VINTE 20X (la Emisión) se fundamenta en la calificación de VINTE, la cual se mantiene en HR A+. Asimismo, la calificación de VINTE se basa en sus niveles de la Razón Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR) observados durante los últimos doce meses al tercer trimestre de 2020 (3T20) con valores de 8.0 veces (x) (vs. 6.7x veces proyectado en nuestro escenario base anterior), dada la baja presión por parte del Servicio de la Deuda ya que se encuentra conformada en un 76% por Certificados Bursátiles (CEBURS) con vencimiento a partir de 2022. Además, se consideró el impacto generalizado del COVID 19 sobre la industria durante el segundo trimestre de 2020 (2T20), debido a las medidas y restricciones sanitarias en la construcción y escrituración, que impactaron los ingresos y EBITDA de VINTE, resultando en valores al 3T20 de P\$2,429 millones (m) y P\$334m, respectivamente (vs. P\$3,105m y P\$590m en el escenario base anterior).

La emisión VINTE 20X se planea colocar por un monto de P\$400m a un plazo de 7 años con amortización al vencimiento, bajo el amparo de un Programa autorizado por la Comisión Nacional de Bancarios y Valores (CNBV) hasta por P\$4,000m. Esta Emisión considera como característica especial que el destino de los recursos se aplicará para capital de trabajo que financie o refinance proyectos para el desarrollo de proyectos verdes y proyectos sociales, los cuales estarán alineados con los Principios de la Asociación Internacional del Mercado de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés). A continuación, se muestra las características de dichas emisiones.

**Características de la Emisión VINTE 20X**

<b>Emisor</b>	Vinte Viviendas Integrales, S.A.B. de C.V.
<b>Tipo de Valor</b>	Certificados bursátiles de largo plazo.
<b>Clave de Pizarra</b>	VINTE 20X.
<b>Monto del Programa</b>	Hasta P\$4,000m.
<b>Vigencia del Programa</b>	5 años contados a partir de la fecha de autorización del Programa de la Comisión Nacional de Bancarios y Valores.
<b>Monto de la Emisión</b>	Hasta P\$400m.
<b>Vigencia de la Emisión</b>	2,548 días, que es un plazo equivalente a aproximadamente 7 años a partir de la fecha de colocación.
<b>Tasa de la Emisión</b>	TIE <sub>28</sub> + Sobretasa por definir.
<b>Amortización de principal</b>	A la fecha de vencimiento.
<b>Destino de los fondos</b>	Para capital de trabajo con base en lo establecido en el Marco de Referencia del Bono Sustentable de Vinte, el cual se fundamenta en los cuatro pilares clave de los lineamientos de Bonos de Sustentabilidad ( <i>Sustainability Bond Guidelines</i> ) de 2017 de la International Capital Market Association (ICMA, por sus siglas en inglés).
<b>Representante común</b>	CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple.

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por la Empresa.

## Principales supuestos y resultados

De acuerdo con la metodología aplicable de HR Ratings, el 24 de diciembre de 2019 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.

Supuestos y Resultados <sup>1</sup>	UDM		Histórico			Escenario Base			Escenario de Estrés		
	3T19	3T20	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Ventas	2,588	3,585	3,123	3,402	3,745	4,406	5,014	5,652	3,879	4,718	5,401
Margen EBITDA	18.8%	15.2%	20.3%	20.4%	18.7%	19.0%	19.2%	19.5%	14.0%	14.2%	14.5%
EBITDA	487	547	634	694	700	837	963	1,102	543	670	783
Margen EBITDA Ajustado	23.0%	22.3%	23.0%	22.4%	20.3%	21.0%	21.1%	21.2%	14.0%	14.2%	14.5%
Flujo Libre de Efectivo *	105	775	644	806	527	766	737	681	212	239	376
Deuda Total	2,134	2,631	1,253	2,017	2,388	2,073	1,615	1,331	3,151	3,213	3,327
Deuda Neta	1,743	2,120	969	1,687	2,136	1,710	1,353	1,058	2,805	3,022	3,117
Años de Pago (DN / EBITDA)	3.6	3.9	1.5	2.4	3.1	2.0	1.4	1.0	5.2	4.5	4.0
Años de Pago (DN / FLE)	16.6	2.7	1.5	2.1	4.1	2.2	1.8	1.6	13.3	12.6	8.3
DSCR **	1.4x	8.0x	2.3x	2.6x	4.7x	2.6x	1.6x	4.5x	0.4x	0.3x	0.8x
DSCR con caja inicial	4.3x	12.1x	3.1x	3.5x	7.6x	3.5x	2.4x	6.2x	0.9x	0.8x	1.1x

Fuente: HR Ratings con información de la Empresa bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Proyecciones realizadas a partir del 4T19.

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

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

<sup>1</sup> Cifras en millones de pesos mexicanos.

## Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- DSCR por encima del escenario base.** En un comparativo contra nuestras proyecciones anteriores, la Empresa presentó durante los UDM al 3T20 un nivel de DSCR al 3T20 de 8.0x (vs. 6.7x proyectado bajo un escenario base). Es importante señalar que, aunque la Empresa durante los UDM al 3T20 tuvo resultados 31% en FLE por debajo de nuestro escenario base anterior (con valores de P\$775m vs. P\$1,124m), durante el periodo observado pudo obtener dichos resultados en DSCR debido a la baja observada en la tasa de interés de 3.5% del 3T19 al 3T20, aunado al perfil de vencimientos enfocado en el largo plazo.
- Ingresos y EBITDA por debajo del escenario base.** Durante los UDM 3T20, la Empresa presentó niveles de ingresos y EBITDA 15.2% y 31.7% por debajo de nuestro escenario base anterior. Estos resultados son explicados por el impacto generalizado del COVID 19 sobre la industria de la construcción durante los meses de abril, mayo y junio ya que la interrupción temporal en obras, el cierre de registro público de la propiedad, la incertidumbre económica y el impacto de los costos fijos, impactaron negativamente los resultados durante el segundo trimestre de 2020.
- Incremento en nivel de Deuda Total respecto a nuestro escenario base.** Al 3T20, VINTE presentó una Deuda Total 41.1% por encima de nuestro escenario base anterior con valores de P\$2,631m (vs. P\$1,865m al 3T19). Esto fue resultado de la firma en julio de 2020 de una nueva línea de crédito con *International Finance Corporation* (IFC) por hasta un aproximado de P\$460m y del cual al 3T20 ha dispuesto P\$211m; así como de una ampliación a la línea de crédito que mantiene con BID Invest por P\$200m adicionales y de los cuales ha dispuesto P\$50m al 3T20. El aumento en la deuda vs. 3T19 se debe a la consolidación de Jardines de Mayakoba (con deuda de créditos puente por P\$322m, tras su consolidación por mantener una participación del 75% de esta; sin embargo, siendo esta contable, dado que dicha deuda no cuenta con recurso para Vinte). Asimismo, al cierre del 3T20 la Empresa presentó un mayor nivel de efectivo, beneficiando su deuda neta, por la política que tiene de poseer entre 6 y 7 semanas de caja, representando aproximadamente 10 semanas de costo de ventas y costo financiero.

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Recuperación en margen de rentabilidad e ingresos.** Pese al impacto del COVID 19 que estimamos se verá reflejado sobre los resultados de 2020, consideramos una recuperación en ingresos y margen de rentabilidad operativa para los años siguientes. Esto por el cambio en mezcla a una con mayor margen promedio (medida optada por la Empresa a partir de 2018), aunado a proyectos que mantiene VINTE en zonas que son económicamente activas como lo son el proyecto de Mayakoba Quintana Roo; así como otros desarrollos de vivienda ubicados en Querétaro, Playa del Carmen y Monterrey. De esta forma, y con base en nuestras proyecciones anteriores, esperamos que la Empresa alcance valores promedio de márgenes EBITDA de 19.1% para los años posteriores (vs. 20.4% en 2019). Es importante destacar que la calificación de VINTE se encuentra en proceso de revisión, por lo que ajustes a las expectativas de crecimiento y márgenes pudieran llevarse a cabo.
- **DSCR en niveles de 4.0x.** Dada la baja presión de la deuda que mantiene VINTE en el corto plazo por parte del Servicio de la Deuda, aunado a una posible recuperación en FLE para los años siguientes tras la recuperación en rentabilidad operativa antes mencionada, estimamos niveles de DSCR de 4.0x para los periodos siguientes.

## Factores adicionales considerados

- **Acceso a líneas de crédito.** Se tomó en consideración el acceso a líneas de crédito por parte del IFC y de BID Invest al que tiene acceso VINTE, considerando que con estas puede obtener financiamiento para financiar sus requerimientos de capital de trabajo principalmente ante un mercado con menor liquidez tras el impacto del COVID 19 sobre el sector consumo.

## Factores que podrían subir la calificación

- **Reducción en DN/FLE a niveles de 1.5 años.** La Empresa mantiene un perfil de su deuda enfocado en el largo plazo (el 76% con vencimientos posteriores a 2022). Aunque esto es positivo dentro los niveles de DSCR, una reducción de los pasivos con costo que le permita alcanzar años de pago por debajo de 1.5 años, pudiera tener un impacto positivo en la calificación.

## Factores que podrían bajar la calificación

- **Mayor deterioro en FLE.** La Empresa mantiene un perfil de su deuda enfocado en el largo plazo (el 71% con vencimientos posterior a 2022). Aunque esto es positivo dentro los niveles de DSCR, un mayor deterioro en el nivel del FLE o una lenta recuperación tras lo ocurrido en 2020, que incremente el nivel de apalancamiento y presione el servicio de la deuda en el largo plazo, pudiera tener un impacto negativo en la calificación.

## Resultado Observado vs. Proyectado

En la Figura 1 se muestra un comparativo entre los resultados observados y proyectados nuestros escenarios base y estrés anteriores durante los UDM al 3T20 y durante los 9M desde el cierre de 2019 al 3T20

**Figura 1. Comparativo Observado vs Proyectado**

Concepto	Cifras UDM			Cifras 9M		
	3T20 Observado	3T20 base	3T20 Estrés	3T20 Observado	3T20 base	3T20 Estrés
Ingresos	3,585	4,226	3,814	2,429	3,105	2,789
EBITDA	547	800	531	334	590	390
Margen EBITDA	15.2%	18.9%	13.9%	27.6%	31.0%	27.0%
FLE	775	1,124	877	354	814	723
Deuda Total	2,631	1,865	2,146	2,631	1,865	2,146
Deuda Neta	2,120	972	1,242	2,120	972	1,242
<i>Cifras UDM</i>						
DN/FLE	2.7	0.9	1.4	2.7	0.9	1.4
DSCR	8.0	6.7	4.8	2.7	6.7	4.8
DSCR con caja	12.1	9.1	7.0	12.1	9.1	7.0

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por la Empresa.

En un comparativo con nuestras proyecciones anteriores realizadas el 24 de diciembre de 2019, la Empresa presentó niveles de ingresos 15.2% por debajo de nuestro escenario base durante los UDM al 3T20. Esto debido a una caída de 18% en el número de viviendas escrituradas dentro del segmento medio en comparación con nuestras proyecciones de un escenario base (con 1,823 viviendas escrituradas vs. 2,226 proyectadas para un escenario base para los nueve meses al 3T20) a causa del COVID 19 y las restricciones durante los meses de abril, mayo y junio en cuestión de construcción, escrituración, así como incertidumbre económica. Derivado de esto y de la presión de costos fijos como sueldo de personal administrativo, la Empresa presentó niveles EBITDA por debajo de nuestro escenario base (con niveles de P\$547m observados vs. P\$800m proyectados para un escenario base).

La Empresa presentó un FLE 31% por debajo de nuestro estimado en un escenario base. Como parte de nuestro cálculo de FLE desarrolladoras de viviendas, se realiza un ajuste especial en el cual se excluye la adquisición de reserva territorial del incremental en inventarios durante el periodo dado que la adquisición de reserva se considera como una actividad de inversión, al ser activos de mayor largo plazo. Durante los UDM al 3T20, aunque la Empresa presentó un comportamiento estable en inventarios (sin considerar la adquisición del 25% adicional del Fideicomiso de Mayakoba), el deterioro en flujo fue principalmente por el impacto del COVID 19 sobre la rentabilidad operativa de la Empresa, principalmente durante el segundo trimestre de 2020.

Por otro lado, la Empresa presentó una deuda total de 41.1% por encima de nuestro estimado dentro de un escenario base anterior. Es importante señalar que, aunque durante nuestra revisión anterior no se contemplaba la línea de crédito del IFC y la ampliación de la línea de crédito del BID Invest, el principal incremento respecto a nuestras proyecciones fue un mayor uso de las líneas que mantiene la para financiar requerimientos de capital de trabajo. Esto le permitió a la Empresa alcanzar niveles de



Credit  
Rating  
Agency

A NRSRO Rating\*

# VINTE

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

HR A+

Corporativos  
27 de octubre de 2020

DN/FLE de 2.7 años (vs. 0.9 esperados bajo un escenario base). No obstante, en un análisis de nuestra métrica de DSCR, la Empresa alcanzó valores de 8.0x (estando 1.3x por encima de nuestro escenario base anterior) a causa de dos factores: el primero fue una reducción generalizada en las tasas de interés durante 2020, la cual no se encontraba contemplada en nuestras proyecciones anteriores, así como el perfil de la deuda con una estructura de largo plazo.

En cumplimiento con la obligación contenida en el tercer párrafo de la Quinta de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores, y según nos fue informado, la Emisión obtuvo la calificación 'A+/M' por parte de Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I de C.V. otorgada con fecha del 27 de octubre de 2020.

## Anexo - Escenario Base

**Nota: Los presentes anexos toman las proyecciones de la revisión del 24 de diciembre de 2019, con información financiera actualizada al 3T20.**

Vinte (Base): Balance en Pesos Nominales (millones)								
	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	3T19	3T20
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>5,121</b>	<b>6,406</b>	<b>7,931</b>	<b>8,553</b>	<b>9,103</b>	<b>10,036</b>	<b>6,986</b>	<b>8,402</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>3,148</b>	<b>3,224</b>	<b>3,648</b>	<b>4,538</b>	<b>4,281</b>	<b>4,237</b>	<b>3,748</b>	<b>4,135</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	284	330	252	363	262	274	391	511
Cuentas por Cobrar a Clientes	323	329	394	418	442	466	325	372
Cuenta por Cobrar al Fideicomiso de Mayakoba <sup>1</sup>	23	41	0	0	0	0	0	0
Inventarios inmobiliarios	2,441	2,463	2,850	3,698	3,528	3,454	2,869	3,045
Pagos anticipados y otras cuentas por cobrar	77	61	151	59	50	43	163	207
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>1,974</b>	<b>3,181</b>	<b>4,283</b>	<b>4,015</b>	<b>4,822</b>	<b>5,799</b>	<b>3,238</b>	<b>4,267</b>
Inventario inmobiliario de LP	1,802	2,947	4,080	3,761	4,572	5,557	2,947	4,080
Pagos anticipados y otras cuentas por cobrar	45	32	7	34	35	37	32	7
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	48	105	109	75	76	72	107	97
Inversiones en negocio conjunto	50	54	0	65	65	65	65	0
Otros activos	28	43	87	80	74	68	87	83
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>2,576</b>	<b>3,557</b>	<b>4,353</b>	<b>4,439</b>	<b>4,310</b>	<b>4,470</b>	<b>3,650</b>	<b>4,568</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>839</b>	<b>942</b>	<b>1,253</b>	<b>1,791</b>	<b>1,674</b>	<b>2,116</b>	<b>830</b>	<b>1,245</b>
Pasivo con Costo	80	60	71	386	97	366	60	155
Acreedores Mayakoba	0	0	0	197	117	14	0	0
Proveedores	314	440	451	784	982	1,194	496	627
Impuestos por Pagar	69	126	111	101	122	149	82	86
Otros sin Costo	376	316	620	323	357	394	192	378
Anticipos de clientes	92	106	136	108	120	132	0	0
Obligaciones garantizadas por venta de contratos	89	24	215	129	143	157	115	243
Otros pasivos	195	186	269	86	94	104	77	134
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>1,738</b>	<b>2,615</b>	<b>3,101</b>	<b>2,648</b>	<b>2,636</b>	<b>2,354</b>	<b>2,820</b>	<b>3,322</b>
Pasivo con Costo	1,173	1,957	2,317	1,686	1,518	1,056	2,074	2,476
Impuestos Diferidos	526	566	712	860	1,006	1,175	655	775
Beneficios a empleados	2	3	5	3	3	3	3	5
Proveedores de terrenos de LP	36	89	67	99	109	120	89	67
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>2,545</b>	<b>2,849</b>	<b>3,577</b>	<b>4,114</b>	<b>4,792</b>	<b>5,565</b>	<b>3,336</b>	<b>3,834</b>
<b>Minoritario</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>76</b>	<b>208</b>	<b>403</b>	<b>631</b>	<b>0</b>	<b>102</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	0	0	76	45	208	403	0	102
Utilidad del Ejercicio	0	0	0	163	195	227	0	0
<b>Mayoritario</b>	<b>2,545</b>	<b>2,849</b>	<b>3,501</b>	<b>3,906</b>	<b>4,389</b>	<b>4,934</b>	<b>3,336</b>	<b>3,732</b>
Capital Contribuido	862	862	1,212	1,286	1,286	1,286	1,212	1,213
Reserva para recompra de acciones	52	56	0	0	0	0	0	0
Utilidades Acumuladas	1,191	1,422	1,756	2,129	2,517	2,965	1,769	2,267
Utilidad del Ejercicio	439	508	533	490	586	682	354	251
<b>Deuda Total</b>	<b>1,253</b>	<b>2,017</b>	<b>2,388</b>	<b>2,073</b>	<b>1,615</b>	<b>1,331</b>	<b>2,134</b>	<b>2,631</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>969</b>	<b>1,687</b>	<b>2,136</b>	<b>1,710</b>	<b>1,353</b>	<b>1,058</b>	<b>1,743</b>	<b>2,120</b>
Días Cuenta por Cobrar Clientes	35	31	31	29	26	26	30	33
Días Inventario	424	459	386	306	276	270	386	424
Días por Pagar Proveedores	56	90	71	75	83	84	74	80

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 4T19.

1) En octubre de 2019, VINTE anuncia el incremento de su participación al 75% del fideicomiso Mayakoba.

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

	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	3T19	3T20
<b>Ventas Netas</b>	3,123	3,402	3,745	4,406	5,014	5,652	2,588	2,429
<b>Costos de Venta</b>	2,123	2,302	2,586	3,040	3,450	3,889	1,794	1,759
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	1,000	1,100	1,158	1,366	1,564	1,763	794	670
Gastos de Generales	366	406	459	529	602	661	307	336
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	634	694	700	837	963	1,102	487	334
Depreciación y Amortización	19	25	43	30	26	25	31	0
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	615	668	656	807	937	1,077	456	334
Otros Ingresos y (gastos) netos	15	(3)	89	8	9	10	11	1
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	630	665	745	815	946	1,087	466	335
Ingresos por Intereses	16	31	34	51	42	46	25	21
Intereses Pagados	83	86	64	58	20	4	58	41
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	(67)	(55)	(30)	(6)	22	41	(33)	(21)
<b>Utilidad después del RIF</b>	563	610	715	809	968	1,128	433	314
Participación en Subsidi. no Consolidadas	(5)	4	10	8	9	9	10	0
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	557	614	726	817	977	1,137	443	314
Impuestos sobre la Utilidad	118	105	193	163	195	227	89	63
Impuestos Causados	49	66	47	139	166	193	0	23
Impuestos Diferidos	69	40	146	25	29	34	89	40
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	439	508	533	654	781	910	354	251
Participación minoritaria en la utilidad	0	0	0	163	195	227	0	0
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	439	508	533	490	586	682	354	251
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras 9M</i>	
Cambio en Ventas (%)	13.5%	8.9%	10.1%	18.8%	13.8%	12.7%	26.9%	-6.2%
Margen Bruto	32.0%	32.3%	30.9%	31.0%	31.2%	31.2%	30.7%	27.6%
Margen EBITDA	20.3%	20.4%	18.7%	19.0%	19.2%	19.5%	18.8%	13.8%
EBITDA Ajustado	703	766	761	925	1,055	1,200	537	395
Margen EBITDA Ajustado	22.5%	22.5%	20.3%	21.0%	21.1%	21.2%	20.8%	16.3%
Tasa de Impuestos (%)	21.2%	17.2%	26.6%	20.0%	20.0%	20.0%	26.8%	25.7%
<b>Operativo</b>								
Viviendas escrituradas	4,441	4,541	4,276	4,712	4,796	4,917	3,281	2,985
Precio promedio (miles)	678	723	837	799	854	905	762	812
Tasa Pasiva	7.2%	5.0%	3.0%	7.6%	7.0%	7.4%	6.8%	4.0%
Tasa Activa	3.0%	4.6%	4.9%	4.7%	4.1%	4.6%	2.7%	5.2%
<b>Intereses Pagados Reportados</b>	83	86	64	58	20	4	58	41
Intereses capitalizados	69	72	61	88	93	97	50	61
<b>Total intereses devengados</b>	152	158	125	146	113	102	109	103

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 4T19.

**Vinte (Base): Flujo de Efectivo en Pesos Nominales (millones)**

	2017*	2018*	2019*	2020P	2021P	2022P	3T19	3T20
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	557	614	726	817	977	1,137	443	314
Depreciación y Amortización	19	25	43	30	26	25	31	34
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	1	0	9	0	0	0	8	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	5	(4)	(10)	(8)	(9)	(9)	(10)	0
Intereses a Favor	(16)	(31)	(34)	(51)	(42)	(46)	15	7
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>	<b>9</b>	<b>(9)</b>	<b>7</b>	<b>(30)</b>	<b>(25)</b>	<b>(30)</b>	<b>44</b>	<b>42</b>
Intereses Devengados	152	158	310	146	113	102	65	23
Otras Partidas de Financiamiento	0	0	0	0	0	0	9	11
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	<b>152</b>	<b>158</b>	<b>310</b>	<b>146</b>	<b>113</b>	<b>102</b>	<b>74</b>	<b>34</b>
<b>Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.</b>	<b>718</b>	<b>763</b>	<b>1,044</b>	<b>934</b>	<b>1,065</b>	<b>1,210</b>	<b>561</b>	<b>390</b>
Decremento (Incremento) en Clientes	(14)	(24)	(21)	(26)	(24)	(25)	46	22
Decremento (Incremento) en Inventarios	(797)	(1,076)	(1,689)	(646)	(640)	(912)	(407)	(200)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	82	28	(65)	20	23	21	(164)	(47)
Incremento (Decremento) en Proveedores	122	179	(11)	181	198	212	(182)	(85)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	30	64	148	58	(15)	(27)	24	(28)
<b>Capital de trabajo</b>	<b>(577)</b>	<b>(829)</b>	<b>(1,637)</b>	<b>(414)</b>	<b>(459)</b>	<b>(731)</b>	<b>(683)</b>	<b>(337)</b>
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(47)	(68)	(41)	(42)	(50)	(58)	(45)	(13)
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>(623)</b>	<b>(897)</b>	<b>(1,678)</b>	<b>(456)</b>	<b>(508)</b>	<b>(789)</b>	<b>(728)</b>	<b>(350)</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	<b>95</b>	<b>(134)</b>	<b>(634)</b>	<b>478</b>	<b>556</b>	<b>421</b>	<b>(166)</b>	<b>39</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(43)	(71)	(34)	(9)	(27)	(22)	(23)	(3)
Intereses Cobrados	16	31	34	51	42	46	0	0
Decr. (Inc) anticipos/prest. a terceros	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Activos	0	(28)	(85)	0	0	0	0	0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>(27)</b>	<b>(68)</b>	<b>(84)</b>	<b>43</b>	<b>16</b>	<b>24</b>	<b>(23)</b>	<b>(3)</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>68</b>	<b>(202)</b>	<b>(718)</b>	<b>521</b>	<b>572</b>	<b>445</b>	<b>(190)</b>	<b>36</b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios	1,956	2,953	2,792	0	0	0	1,813	2,883
Financiamientos Bursátiles	500	800	1,400	0	0	0	700	700
Otros Financiamientos	206	374	573	0	0	0	70	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,890)	(2,976)	(3,851)	(203)	(386)	(97)	(2,385)	(3,338)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(200)	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Otros Financiamientos <sup>1</sup>	(211)	(438)	(383)	(24)	(71)	(97)	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	(161)	(260)	(86)	(146)	(113)	(102)	(80)	(30)
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	<b>200</b>	<b>452</b>	<b>445</b>	<b>(373)</b>	<b>(570)</b>	<b>(295)</b>	<b>118</b>	<b>215</b>
Prima en Vena de Acciones	0	0	0	0	0	0	350	1
Aportaciones de Capital	0	0	317	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	(38)	4	91	0	0	0	(5)	(15)
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0	0	22
Dividendos Pagados	(164)	(209)	(212)	(51)	(103)	(137)	(212)	0
<b>Financiamiento "Propio"</b>	<b>(201)</b>	<b>(205)</b>	<b>196</b>	<b>(51)</b>	<b>(103)</b>	<b>(137)</b>	<b>133</b>	<b>7</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>(1)</b>	<b>247</b>	<b>641</b>	<b>(424)</b>	<b>(673)</b>	<b>(433)</b>	<b>251</b>	<b>222</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>66</b>	<b>46</b>	<b>(77)</b>	<b>97</b>	<b>(101)</b>	<b>12</b>	<b>61</b>	<b>258</b>
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	218	284	330	266	363	261	330	252
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	<b>284</b>	<b>330</b>	<b>252</b>	<b>363</b>	<b>261</b>	<b>273</b>	<b>391</b>	<b>510</b>
<i>Cifras UDM</i>								
Capex de Mantenimiento	(19)	(25)	(43)	(30)	(26)	(25)	(38)	(46)
Ajustes especiales***	568	965	1,204	318	207	285	494	1,250
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>644</b>	<b>806</b>	<b>527</b>	<b>766</b>	<b>737</b>	<b>681</b>	<b>331</b>	<b>775</b>
Amortización de Deuda	2,301	3,415	4,234	227	457	194	3,147	4,804
Revolencia automática	(2,171)	(3,335)	(4,174)	(24)	(71)	(97)	(2,715)	(3,980)
Amortización de Deuda Final	130	80	60	203	386	97	432	824
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	145	230	52	95	71	56	173	2
<b>Servicio de la Deuda</b>	<b>275</b>	<b>310</b>	<b>112</b>	<b>298</b>	<b>457</b>	<b>153</b>	<b>605</b>	<b>826</b>
<b>DSCR</b>	<b>2.3</b>	<b>2.6</b>	<b>4.7</b>	<b>2.6</b>	<b>1.6</b>	<b>4.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.9</b>
Caja Inicial Disponible	218	284	330	266	363	261	694	391
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	<b>3.1</b>	<b>3.5</b>	<b>7.6</b>	<b>3.5</b>	<b>2.4</b>	<b>6.2</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>
<b>Deuda Neta a FLE</b>	<b>1.5</b>	<b>2.1</b>	<b>4.1</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>	<b>2.3</b>	<b>5.3</b>	<b>2.7</b>
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	<b>1.5</b>	<b>2.4</b>	<b>3.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>2.4</b>	<b>3.9</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 4T19.

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

1) A partir de 2019 considera amortización de pasivos de Mayakoba



**Anexo - Escenario de Estrés**

<b>Vinte (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)</b>								
	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T19	3T20
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>5,121</b>	<b>6,406</b>	<b>7,931</b>	<b>8,899</b>	<b>9,692</b>	<b>10,580</b>	<b>6,986</b>	<b>8,402</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>3,148</b>	<b>3,224</b>	<b>3,648</b>	<b>4,793</b>	<b>4,668</b>	<b>4,421</b>	<b>3,748</b>	<b>4,135</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	284	330	252	346	191	211	391	511
Cuentas por Cobrar a Clientes	323	329	394	424	473	506	325	372
Cuenta por Cobrar al Fideicomiso de Mayakoba <sup>1</sup>	23	41	0	0	0	0	0	0
Inventarios inmobiliarios	2,441	2,463	2,850	3,964	3,954	3,661	2,869	3,045
Pagos anticipados y otras cuentas por cobrar	77	61	151	59	50	43	163	207
<b>Activos no Circulantes</b>	<b>1,974</b>	<b>3,181</b>	<b>4,283</b>	<b>4,106</b>	<b>5,024</b>	<b>6,159</b>	<b>3,238</b>	<b>4,267</b>
Inventario inmobiliario de LP	1,802	2,947	4,080	3,851	4,771	5,911	2,947	4,080
Pagos anticipados y otras cuentas por cobrar	45	32	7	36	39	42	32	7
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	48	105	109	71	69	64	107	97
Inversiones en negocio conjunto	50	54	0	65	65	65	65	0
Otros activos	28	43	87	84	81	77	87	83
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>2,576</b>	<b>3,557</b>	<b>4,353</b>	<b>5,046</b>	<b>5,440</b>	<b>5,896</b>	<b>3,650</b>	<b>4,568</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>839</b>	<b>942</b>	<b>1,253</b>	<b>1,598</b>	<b>1,551</b>	<b>2,184</b>	<b>830</b>	<b>1,245</b>
Pasivo con Costo	80	60	71	583	303	705	60	155
Proveedores	314	440	451	602	795	981	496	627
Impuestos por Pagar	69	126	111	93	105	118	82	86
Otros sin Costo	376	316	620	319	348	380	192	378
Anticipos de clientes	92	106	136	106	115	124	0	0
Obligaciones garantizadas por venta de contratos	89	24	215	129	143	157	115	243
Otros pasivos	195	186	269	84	91	98	77	134
<b>Pasivos no Circulantes</b>	<b>1,738</b>	<b>2,615</b>	<b>3,101</b>	<b>3,448</b>	<b>3,889</b>	<b>3,712</b>	<b>2,820</b>	<b>3,322</b>
Pasivo con Costo	1,173	1,957	2,317	2,568	2,910	2,623	2,074	2,476
Impuestos Diferidos	526	566	712	781	871	973	655	775
Beneficios a Empleados	2	3	5	3	3	3	3	5
Proveedores de terrenos de LP	36	89	67	97	105	114	89	67
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>2,545</b>	<b>2,849</b>	<b>3,577</b>	<b>3,853</b>	<b>4,252</b>	<b>4,683</b>	<b>3,336</b>	<b>3,702</b>
<b>Minoritario</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>76</b>	<b>138</b>	<b>258</b>	<b>396</b>	<b>0</b>	<b>102</b>
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	0	0	76	38	138	258	0	102
Utilidad del Ejercicio	0	0	0	100	120	137	0	0
<b>Mayoritario</b>	<b>2,545</b>	<b>2,849</b>	<b>3,501</b>	<b>3,715</b>	<b>3,994</b>	<b>4,288</b>	<b>3,336</b>	<b>3,600</b>
Capital Contribuido	862	862	1,212	1,286	1,286	1,286	1,212	1,213
Reserva para recompra de acciones	52	56	147	0	0	0	152	0
Utilidades Acumuladas	1,191	1,422	1,609	2,127	2,346	2,590	1,618	2,135
Utilidad del Ejercicio	439	508	533	301	361	411	354	251
<b>Deuda Total</b>	<b>1,253</b>	<b>2,017</b>	<b>2,388</b>	<b>3,151</b>	<b>3,213</b>	<b>3,327</b>	<b>2,134</b>	<b>2,631</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>969</b>	<b>1,687</b>	<b>2,136</b>	<b>2,805</b>	<b>3,022</b>	<b>3,117</b>	<b>1,743</b>	<b>2,120</b>
Días Cuenta por Cobrar Clientes	35	31	31	33	32	31	30	33
Días Inventario	424	459	386	326	293	299	386	424
Días por Pagar Proveedores	56	90	71	72	72	73	74	80

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 4T19.

1) En octubre de 2019, VINTE anuncia el incremento de su participación al 75% del fideicomiso Mayakoba.



A NRSRO Rating\*

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

	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T19	3T20
<b>Ventas Netas</b>	3,123	3,402	3,745	3,879	4,718	5,401	2,588	2,429
<b>Costos de Venta</b>	2,123	2,302	2,586	2,832	3,434	3,932	1,794	1,759
<b>Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)</b>	1,000	1,100	1,158	1,047	1,283	1,469	794	670
Gastos de Generales	366	406	459	504	613	686	307	336
<b>UOPADA (EBITDA)</b>	634	694	700	543	670	783	487	334
Depreciación y Amortización	19	25	43	29	24	23	31	0
<b>Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)</b>	615	668	656	514	646	760	456	334
Otros Ingresos y (gastos) netos	15	(3)	89	8	9	9	11	1
<b>Utilidad de Oper. después de otros ingresos</b>	630	665	745	522	654	769	466	335
Ingresos por Intereses	16	31	34	56	45	23	25	21
Intereses Pagados	83	86	64	84	106	116	58	41
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	(67)	(55)	(30)	(28)	(61)	(93)	(33)	(21)
<b>Utilidad después del RIF</b>	563	610	715	494	593	676	433	314
Participación en Subsid. no Consolidadas	(5)	4	10	8	9	9	10	0
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	557	614	726	502	602	686	443	314
Impuestos sobre la Utilidad	118	105	193	100	120	137	89	63
Impuestos Causados	49	66	47	85	102	117	0	23
Impuestos Diferidos	69	40	146	15	18	21	89	40
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	439	508	533	402	482	548	354	251
Participación minoritaria en la utilidad	0	0	0	100	120	137	0	0
<b>Participación mayoritaria en la utilidad</b>	439	508	533	301	361	411	354	251
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras 9M</i>	
Cambio en Ventas (%)	13.5%	8.9%	10.1%	3.6%	21.6%	14.5%	26.9%	-6.2%
Margen Bruto	32.0%	32.3%	30.9%	27.0%	27.2%	27.2%	30.7%	27.6%
Margen EBITDA	20.3%	20.4%	18.7%	14.0%	14.2%	14.5%	18.8%	13.8%
EBITDA Ajustado	703	766	761	543	670	783	537	395
Margen EBITDA Ajustado	22.5%	22.5%	20.3%	14.0%	14.2%	14.5%	20.8%	16.3%
Tasa de Impuestos (%)	21.2%	17.2%	26.6%	20.0%	20.0%	20.0%	26.8%	25.7%
<b>Operativo</b>								
Viviendas escrituradas	4,441	4,541	4,159	4,063	4,482	4,683	3,281	2,985
Precio promedio (miles)	678	723	861	802	854	905	762	812
Tasa Pasiva	7.2%	7.9%	5.3%	3.3%	7.6%	7.3%	5.1%	3.9%
Tasa Activa	3.0%	4.6%	4.9%	4.1%	4.0%	3.3%	2.7%	5.2%
<b>Intereses Pagados Reportados</b>	83	86	64	84	106	116	58	41
Intereses capitalizados	69	72	61	0	0	0	50	61
<b>Total intereses devengados</b>	152	158	125	84	106	116	109	103

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 4T19.

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

	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T19	3T20
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
<b>Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos</b>	557	614	726	502	602	686	443	314
Depreciación y Amortización	19	25	43	29	24	23	31	34
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	1	0	9	0	0	0	8	0
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	5	(4)	(10)	(8)	(9)	(9)	(10)	0
Intereses a Favor	(16)	(31)	(34)	(56)	(45)	(23)	15	7
<b>Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion</b>	9	(9)	7	(35)	(30)	(9)	44	42
Intereses Devengados	152	158	310	172	199	213	65	23
Otras Partidas de Financiamiento	0	0	0	0	0	0	9	11
<b>Partidas Relac. con Activ. de Financ.</b>	152	158	310	172	199	213	74	34
<b>Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.</b>	718	763	1,044	640	771	890	561	390
Decremento (Incremento) en Clientes	(14)	(24)	(21)	(26)	(48)	(34)	46	22
Decremento (Incremento) en Inventarios	(797)	(1,076)	(1,689)	(808)	(992)	(949)	(407)	(200)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	82	28	(65)	15	18	17	(164)	(47)
Incremento (Decremento) en Proveedores	122	179	(11)	19	193	186	(182)	(85)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	30	64	148	44	49	54	24	(28)
<b>Capital de trabajo</b>	(577)	(829)	(1,637)	(756)	(780)	(726)	(683)	(337)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(47)	(68)	(41)	(26)	(31)	(35)	(45)	(13)
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	(623)	(897)	(1,678)	(781)	(810)	(761)	(728)	(350)
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.</b>	95	(134)	(634)	(142)	(39)	128	(166)	39
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(43)	(71)	(34)	(5)	(23)	(18)	(23)	(3)
Intereses Cobrados	16	31	34	56	45	23	0	0
Otros Activos	0	(28)	(85)	0	0	0	0	0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	(27)	(68)	(84)	51	22	5	(23)	(3)
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	68	(202)	(718)	(90)	(17)	133	(190)	36
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>								
Financiamientos Bancarios	1,956	2,953	2,792	600	600	500	1,813	2,883
Financiamientos Bursátiles	500	800	1,400	0	0	0	700	700
Otros Financiamientos	206	374	573	0	0	0	70	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,890)	(2,976)	(3,851)	(203)	(386)	(186)	(2,385)	(3,338)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(200)	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	(211)	(438)	(383)	(24)	(71)	(97)	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	(161)	(260)	(86)	(172)	(199)	(213)	(80)	(30)
<b>Financiamiento "Ajeno"</b>	200	452	445	201	(56)	4	118	215
Aportaciones de Capital	0	0	317	0	0	0	0	1
Recompra de Acciones	(38)	4	91	0	0	0	(5)	(15)
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0	0	22
Dividendos Pagados	(164)	(209)	(212)	(31)	(83)	(117)	(212)	0
<b>Financiamiento "Propio"</b>	(202)	(205)	196	(31)	(83)	(117)	133	7
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	(2)	247	641	171	(139)	(114)	251	222
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	66	46	(77)	80	(156)	20	61	258
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	218	284	329	266	346	190	329	252
<b>Efectivo y equiv. al final del Periodo</b>	284	329	252	346	190	210	391	510
<b>Cifras UDM</b>								
Capex de Mantenimiento	(19)	(25)	(43)	(29)	(24)	(23)	(38)	(46)
Ajustes especiales***	568	965	1,204	382	302	270	494	1,250
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	644	806	527	212	239	376	331	775
Amortización de Deuda	2,301	3,415	4,234	227	457	283	3,147	4,804
Revolencia automática	(2,171)	(3,335)	(4,174)	175	126	20	(2,715)	(3,980)
Amortización de Deuda Final	130	80	60	402	583	303	432	824
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	145	230	52	116	154	190	173	2
<b>Servicio de la Deuda</b>	275	310	112	518	737	493	605	826
<b>DSCR</b>	2.3	2.6	4.7	0.4	0.3	0.8	0.5	0.9
Caja Inicial Disponible	218	284	329	266	346	190	694	391
<b>DSCR con Caja Inicial</b>	3.1	3.5	7.6	0.9	0.8	1.1	1.7	1.4
<b>Deuda Neta a FLE</b>	1.5	2.1	4.1	13.3	12.6	8.3	5.3	2.7
<b>Deuda Neta a EBITDA</b>	1.5	2.4	3.1	5.2	4.5	4.0	2.4	3.9

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 4T19.

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



## 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

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

### Análisis

#### Dirección General de Análisis

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

#### Finanzas Públicas Quirografarias / Soberanos

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

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147  
alvaro.rodriguez@hrratings.com

#### Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549  
angel.garcia@hrratings.com

#### Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1253 3140  
alfonso.sales@hrratings.com

#### Dirección General de Análisis Económico

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

#### Finanzas Públicas Estructuradas / Infraestructura

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

Roberto Soto +52 55 1500 3148  
roberto.soto@hrratings.com

#### Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 55 1500 3146  
luis.miranda@hrratings.com

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

### Regulación

#### Dirección General de Riesgos

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

#### Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761  
alejandra.medina@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. 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 calificadoradora:

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 – 3T20.
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 calificadoradora 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 calificadoradora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

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, al 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 calificadoradora 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.