

Calificación

VINTE 18X HR AA+

Perspectiva Estable

Evolución de la Calificación Crediticia



Contactos

Hatsutaro Takahashi

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

Samuel Egure-Lascano

Analista de Corporativos
samuel.egurelascano@hrratings.com

José Luis Cano

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

HR Ratings ratificó la calificación de HR AA+ con Perspectiva Estable para la emisión VINTE 18X de VINTE

La ratificación de la calificación en escala local para la emisión VINTE 18X se fundamenta en la calificación corporativa de VINTE Viviendas Integrales, S.A.B de C.V. (VINTE y/o la Empresa). Asimismo, la calificación de VINTE se basa en los niveles de la Razón Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR) esperados para los próximos años, dada la baja presión por parte del servicio de la deuda al estar conformada por Certificados Bursátiles (CEBURS) con vencimiento a partir de 2022. Adicionalmente, se consideró el enfoque de negocios que tomó VINTE a partir de 2018 y 2019, en donde su mezcla se encuentra más concentrada a viviendas dentro del segmento medio y residencial y, con ello, teniendo una muy baja dependencia a los subsidios, siendo este un factor positivo en los periodos siguientes. Además, se consideró el incremento en capital social ocurrido durante el segundo trimestre de 2019 por P\$350 millones (m) proveniente de PROPARCO y la estrategia de la Empresa de la amortización indirecta de pasivos.

La Emisión VINTE 18X (la Emisión) se colocó 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 ICMA¹ y apego a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU²). 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)³ 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 Banco⁴ 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

Tipo de Valor	Certificados Bursátiles
Denominación	Pesos Mexicanos
Monto del Programa	P\$2,000m
Vigencia del Programa	Cinco años a partir del 17 de junio del 2017
Saldo Insoluto de la Emisión	Hasta por P\$800m
Vigencia de la Emisión	Siete años a partir de su colocación
Tasa de Interés	Tasa fija
Periodicidad de Tasa de Interés	Semestral
Garantía	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
Destino de los Recursos	Capital de Trabajo (Financiamiento o refinanciamiento para desarrollo de comunidades sustentables)
Representante Común	CI Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple

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

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

² Organización de las Naciones Unidas (ONU).

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

⁴ 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

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

Supuestos y Resultados ¹	UDM		Histórico		Escenario Base				Escenario de Estrés			
	3T18	3T19	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ventas	3,420	3,653	3,123	3,402	3,709	4,406	5,014	5,652	3,614	3,879	4,718	5,401
Margen EBITDA	20.6%	19.8%	20.3%	20.4%	18.8%	19.0%	19.2%	19.5%	17.4%	14.0%	14.2%	14.5%
EBITDA	704	722	634	694	697	837	963	1,102	628	543	670	783
Margen EBITDA Ajustado	23.0%	22.3%	23.0%	22.4%	21.1%	21.0%	21.1%	21.2%	19.7%	16.3%	16.2%	16.3%
Flujo Libre de Efectivo *	834	331	644	806	415	766	737	681	22	5	23	18
Deuda Total	2,262	2,134	1,253	2,017	2,298	2,073	1,615	1,331	2,298	2,695	2,909	3,223
Deuda Neta	1,568	1,743	969	1,687	2,032	1,710	1,353	1,058	2,032	2,349	2,719	3,013
Años de Pago (DN / EBITDA)	2.2	2.4	1.5	2.4	2.9	2.0	1.4	1.0	3.2	4.3	4.1	3.8
Años de Pago (DN / FLE)	1.9	5.3	1.5	2.1	4.9	2.2	1.8	1.6	7.8	11.1	11.4	8.0
DSCR **	2.2x	0.3x	2.3x	2.6x	2.4x	2.6x	1.6x	4.5x	1.5x	0.7x	0.4x	1.0x
DSCR con caja inicial	3.1x	1.0x	3.1x	3.5x	4.3x	3.5x	2.4x	6.2x	3.4x	1.5x	1.1x	1.5x

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).

¹ Cifras en millones de pesos mexicanos.

Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **FLE entre escenario base y estrés.** Durante los últimos doce meses (UDM) al tercer trimestre de 2019 (3T19), la Empresa presentó niveles de FLE entre nuestro escenario base y estrés, con valores de P\$331m (vs. P\$635m en un escenario base y un P\$152 en un escenario estrés). Esto anterior derivado del cambio en mezcla (hacia una de proyectos con un mayor margen promedio) que compensó la desaceleración observada dentro de la industria en 2019; así como una mayor adquisición de reserva territorial, la cual excluimos de nuestro cálculo de FLE. No obstante, dichos resultados fueron parcialmente mitigados por un efecto en capital de trabajo, proveniente de la amortización indirecta de pasivos que realizó la Empresa durante 2019.
- **Deuda Neta por encima de escenario base.** Durante nuestra revisión anterior no se contemplaba la colocación de las emisiones VINTE 19X y VINTE 19-2X por P\$700m. Aunque la Empresa presentó niveles de deuda total dentro nuestro escenario base (dados los requerimientos de capital de trabajo estimados y al refinanciamiento indirecto de pasivos con costo realizado por la Empresa), al 3T19 la Empresa presentó niveles de Deuda Neta por encima de nuestro estimado anterior. Esto debido al uso de los recursos provenientes de las emisiones para la adquisición de inventario inmobiliario y reserva territorial.
- **Deuda Neta a FLE (DN/FLE).** Debido a los factores previamente mencionados, la Empresa presentó niveles de Años de Pago de 3.4x por encima de nuestro escenario base anterior. Dado el perfil con bajas amortizaciones en el corto plazo, aunado a la recuperación estimada para la industria en los siguientes años, estimamos que esta métrica mantenga una tendencia decreciente.

Expectativas para Periodos Futuros

- **Incremento en margen de rentabilidad.** Como resultado del cambio en mezcla a una con mayor margen promedio estimamos que VINTE para los periodos siguientes presente una recuperación moderada y sostenida dentro de sus márgenes EBITDA, alcanzando valores promedio de 19.1% (vs. 20.4% en 2018).

- **Crecimiento promedio en ingresos de 13.6%.** En 2019, VINTE anunció la compra del 25% adicional del fideicomiso de Mayakoba a OHLDM, S.A. de C.V., resultando en una tenencia total del 75%. Esperamos que dicho proyecto, en adición a la consolidación de los proyectos que mantiene actualmente la Empresa en Cancún, Querétaro, Playa del Carmen y Monterrey, tengan un beneficio sobre el crecimiento en ingresos para los periodos siguientes con valores promedio de 13.6% (vs. 8.9% en 2018).
- **DSCR en niveles de 4.0x.** Dada la baja presión de la deuda que mantiene VINTE en el corto plazo, aunado a un incremento en FLE proveniente de la mejora en rentabilidad operativa previamente mencionada, estimamos niveles de DSCR de 4.0x para los periodos siguientes. Dichos resultados, a su vez, proyectamos serán beneficiados por la adquisición de una mayor reserva territorial para los periodos siguientes.

Factores adicionales considerados

- **Adquisición de acciones de PROPARCO.** En el presente análisis se consideró la adquisición de acciones por parte de PROPARCO, un banco de desarrollo francés, y los destinos de dichos recursos enfocados en el pago de pasivos comerciales, amortización indirecta de deuda; así como inversión en Jardines de Mayakoba.

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 71% 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

- **Mayores niveles de endeudamiento.** 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 endeudamiento 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 si la métrica DN/FLE llegará a niveles promedio por encima de 3 años.



Anexos - Escenario Base

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

	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T18	3T19
ACTIVOS TOTALES	5,121	6,406	7,816	8,553	9,103	10,036	6,598	6,986
Activo Circulante	3,148	3,224	4,441	4,538	4,281	4,237	4,604	3,748
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	284	330	266	363	262	274	694	391
Cuentas por Cobrar a Clientes	323	329	392	418	442	466	273	325
Cuenta por Cobrar al Fideicomiso de Mayakoba ¹	23	41	0	0	0	0	0	0
Inventarios inmobiliarios	2,441	2,463	3,718	3,698	3,528	3,454	3,482	2,869
Inventario inmobiliarios	2,441	2,463	3,138	3,165	3,142	3,267	3,482	2,869
Inventario inmobiliario Mayakoba	0	0	580	533	386	187	0	0
Pagos anticipados y otras cuentas por cobrar	77	61	65	59	50	43	156	163
Activos no Circulantes	1,974	3,181	3,375	4,015	4,822	5,799	1,994	3,238
Inventario inmobiliario de LP	1,802	2,947	3,094	3,761	4,572	5,557	1,802	2,947
Pagos anticipados y otras cuentas por cobrar	45	32	33	34	35	37	45	32
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	48	105	96	75	76	72	55	107
Inversiones en negocio conjunto	50	54	65	65	65	65	57	65
Otros activos	28	43	87	80	74	68	35	87
PASIVOS TOTALES	2,576	3,557	4,306	4,439	4,310	4,470	3,945	3,650
Pasivo Circulante	839	942	1,380	1,791	1,674	2,116	1,139	830
Pasivo con Costo	80	60	203	386	97	366	64	60
Acreedores Mayakoba	0	0	199	197	117	14	0	0
Proveedores	314	440	603	784	982	1,194	773	496
Impuestos por Pagar	69	126	83	101	122	149	104	82
Otros sin Costo	376	316	293	323	357	394	198	192
Anticipos de clientes	92	106	98	108	120	132	163	0
Obligaciones garantizadas por venta de contratos	89	24	117	129	143	157	35	115
Otros pasivos	195	186	78	86	94	104	0	77
Pasivos no Circulantes	1,738	2,615	2,926	2,648	2,636	2,354	2,806	2,820
Pasivo con Costo	1,173	1,957	1,814	1,428	1,331	965	2,198	2,074
Pasivo con costo Mayakoba LP	0	0	281	258	187	91	0	0
Impuestos Diferidos	526	566	738	860	1,006	1,175	605	655
Beneficios a empleados	2	3	3	3	3	3	2	3
Proveedores de terrenos de LP	36	89	90	99	109	120	0	89
CAPITAL CONTABLE	2,545	2,849	3,511	4,114	4,792	5,565	2,654	3,336
Minoritario	0	0	45	208	403	631	0	0
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	0	0	26	45	208	403	0	0
Utilidad del Ejercicio	0	0	19	163	195	227	0	0
Mayoritario	2,545	2,849	3,466	3,906	4,389	4,934	2,654	3,336
Capital Contribuido	862	862	1,286	1,286	1,286	1,286	862	1,212
Reserva para recompra de acciones	52	56	0	0	0	0	56	0
Utilidades Acumuladas	1,191	1,422	1,972	2,129	2,517	2,965	1,422	1,972
Utilidad del Ejercicio	439	508	208	490	586	682	313	152
Deuda Total	1,253	2,017	2,298	2,073	1,615	1,331	2,262	2,134
Deuda Neta	969	1,687	2,032	1,710	1,353	1,058	1,568	1,743
Días Cuenta por Cobrar Clientes	35	31	31	29	26	26	31	30
Días Inventario	424	459	398	306	276	270	454	386
Días por Pagar Proveedores	56	90	77	75	83	84	85	74

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.



Credit
Rating
Agency

VINTE

Certificados Bursátiles

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

HR AA+

Corporativos
24 de diciembre de 2019

A NRSRO Rating*

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

	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T18	3T19
Ventas Netas	3,123	3,402	3,709	4,406	5,014	5,652	2,337	2,588
Venta de bienes	3,010	3,282	3,510	3,766	4,094	4,451	2,281	2,501
Equipamiento y Servicios de Construcción	113	120	158	203	210	218	56	88
Ventas de Mayakoba	0	0	42	436	710	983	0	0
Costos de Venta	2,123	2,302	2,571	3,040	3,450	3,889	1,601	1,794
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	1,000	1,100	1,139	1,366	1,564	1,763	736	794
Gastos de Generales	366	406	442	529	602	661	278	307
UOPADA (EBITDA)	634	694	697	837	963	1,102	458	487
Depreciación y Amortización	19	25	39	30	26	25	18	31
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	615	668	657	807	937	1,077	440	456
Otros Ingresos y (gastos) netos	15	(3)	7	8	9	10	(0)	11
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	630	665	665	815	946	1,087	439	466
Ingresos por Intereses	16	31	34	51	42	46	15	25
Intereses Pagados	83	86	77	58	20	4	69	58
Resultado Integral de Financiamiento	(67)	(55)	(43)	(6)	22	41	(54)	(33)
Utilidad después del RIF	563	610	622	809	968	1,128	386	433
Participación en Subsid. no Consolidadas	(5)	4	8	8	9	9	6	10
Utilidad antes de Impuestos	557	614	630	817	977	1,137	392	443
Impuestos sobre la Utilidad	118	105	201	163	195	227	79	89
Impuestos Causados	49	66	95	139	166	193	33	0
Impuestos Diferidos	69	40	105	25	29	34	46	89
Utilidad Neta Consolidada	439	508	429	654	781	910	313	354
Participación minoritaria en la utilidad	0	0	19	163	195	227	0	0
Participación mayoritaria en la utilidad	439	508	411	490	586	682	313	354
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras 9M</i>	
Cambio en Ventas (%)	13.5%	8.9%	9.1%	18.8%	13.8%	12.7%	14.5%	10.8%
Margen Bruto	32.0%	32.3%	30.7%	31.0%	31.2%	31.2%	31.5%	30.7%
Margen EBITDA	20.3%	20.4%	18.8%	19.0%	19.2%	19.5%	19.6%	18.8%
EBITDA Ajustado	703	766	781	925	1,055	1,200	509	548
Margen EBITDA Ajustado	22.5%	22.5%	21.1%	21.0%	21.1%	21.2%	21.8%	21.2%
Tasa de Impuestos (%)	21.2%	17.2%	31.9%	20.0%	20.0%	20.0%	26.8%	25.7%
Operativo								
Viviendas escrituradas	4,441	4,541	4,276	4,712	4,796	4,917	3,281	2,985
Precio promedio (miles)	678	723	821	799	854	905	695	838
Tasa Pasiva	7.2%	5.0%	4.8%	7.6%	7.0%	7.4%	6.8%	4.0%
Tasa Activa	3.0%	4.6%	4.8%	4.7%	4.1%	4.6%	2.7%	5.2%
Intereses Pagados Reportados	83	86	77	58	20	4	69	58
Intereses capitalizados	69	72	84	88	93	97	50	61
Total intereses devengados	152	158	161	146	113	102	119	120

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*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T18	3T19
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	557	614	630	817	977	1,137	392	443
Depreciación y Amortización	19	25	39	30	26	25	18	31
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	1	0	8	0	0	0	0	8
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	5	(4)	(8)	(8)	(9)	(9)	(6)	(10)
Intereses a Favor	(16)	(31)	6	(51)	(42)	(46)	(10)	15
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	9	(9)	45	(30)	(25)	(30)	2	44
Intereses Devengados	152	158	121	146	113	102	137	65
Otras Partidas de Financiamiento	0	0	9	0	0	0	11	9
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	152	158	131	146	113	102	148	74
Flujo Deri. a Resul. antes de Impuestos a la Util.	718	763	806	934	1,065	1,210	542	561
Decremento (Incremento) en Clientes	(14)	(24)	(21)	(26)	(24)	(25)	73	46
Decremento (Incremento) en Inventarios	(797)	(1,076)	(823)	(646)	(640)	(912)	(1,085)	(407)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	82	28	(81)	20	23	21	32	(164)
Incremento (Decremento) en Proveedores	122	179	(76)	181	198	212	197	(182)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	30	64	127	58	(15)	(27)	81	24
Capital de trabajo	(577)	(829)	(874)	(414)	(459)	(731)	(702)	(683)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(47)	(68)	(73)	(42)	(50)	(58)	(16)	(45)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(623)	(897)	(947)	(456)	(508)	(789)	(718)	(728)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	95	(134)	(141)	478	556	421	(176)	(166)
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(43)	(71)	(24)	(9)	(27)	(22)	(17)	(23)
Intereses Cobrados	16	31	9	51	42	46	0	0
Decr. (Inc) anticipos/prest. a terceros	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Activos	0	(28)	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(27)	(68)	(15)	43	16	24	(17)	(23)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	68	(202)	(156)	521	572	445	(193)	(190)
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	1,956	2,953	1,813	0	0	0	2,440	1,813
Financiamientos Bursátiles	500	800	700	0	0	0	800	700
Otros Financiamientos	206	374	70	0	0	0	0	70
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,890)	(2,976)	(2,502)	(203)	(386)	(97)	(2,214)	(2,385)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(200)	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Otros Financiamientos ¹	(211)	(438)	0	(24)	(71)	(97)	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	(161)	(260)	(121)	(146)	(113)	(102)	(137)	(80)
Financiamiento "Ajeno"	200	452	(40)	(373)	(570)	(295)	889	118
Prima en Vena de Acciones	0	0	0	0	0	0	0	350
Aportaciones de Capital	0	0	350	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	(38)	4	(5)	0	0	0	5	(5)
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0	(81)	0
Dividendos Pagados	(164)	(209)	(212)	(51)	(103)	(137)	(209)	(212)
Financiamiento "Propio"	(201)	(205)	133	(51)	(103)	(137)	(285)	133
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(1)	247	92	(424)	(673)	(433)	603	251
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	66	46	(64)	97	(101)	12	410	61
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	284	330
Efectivo y equiv. al final del Periodo	284	330	266	363	261	273	694	391
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras 9M</i>	
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	95	(134)	(141)	478	556	421	(176)	(166)
Capex de Mantenimiento	(19)	(25)	(39)	(30)	(26)	(25)	(18)	(31)
Ajustes especiales***	568	965	596	318	207	285	774	303
Flujo Libre de Efectivo	644	806	415	766	737	681	580	105
Amortización de Deuda	2,301	3,415	2,502	227	457	194	2,214	2,385
Revolencia automática	(2,171)	(3,335)	(2,442)	(24)	(71)	(97)	(2,084)	(2,139)
Amortización de Deuda Final	130	80	60	203	386	97	130	246
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	145	230	112	95	71	56	137	80
Servicio de la Deuda	275	310	172	298	457	153	267	326
DSCR	2.3	2.6	2.4	2.6	1.6	4.5	2.2	0.3
Caja Inicial Disponible	218	284	330	266	363	261	236	221
DSCR con Caja Inicial	3.1	3.5	4.3	3.5	2.4	6.2	3.1	1.0
Deuda Neta a FLE	1.5	2.1	4.9	2.2	1.8	2.3	2.7	16.6
Deuda Neta a EBITDA	1.5	2.4	2.9	2.0	1.4	1.4	3.4	3.6

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



Anexos - Escenario Estrés

Vinte (Estrés): Balance en Pesos Nominales (millones)								
	2017*	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	3T18	3T19
ACTIVOS TOTALES	5,121	6,406	8,017	8,899	9,692	10,580	6,598	6,986
Activo Circulante	3,148	3,224	4,628	4,793	4,668	4,421	4,604	3,748
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	284	330	266	346	191	211	694	391
Cuentas por Cobrar a Clientes	323	329	399	424	473	506	273	325
Cuenta por Cobrar al Fideicomiso de Mayakoba ¹	23	41	0	0	0	0	0	0
Inventarios inmobiliarios	2,441	2,463	3,898	3,964	3,954	3,661	3,482	2,869
Inventario inmobiliarios	2,441	2,463	3,318	3,431	3,568	3,475	3,482	2,869
Inventario inmobiliario Mayakoba	0	0	580	533	386	187	0	0
Pagos anticipados y otras cuentas por cobrar	77	61	65	59	50	43	156	163
Activos no Circulantes	1,974	3,181	3,389	4,106	5,024	6,159	1,994	3,238
Inventario inmobiliario de LP	1,802	2,947	3,109	3,851	4,771	5,911	1,802	2,947
Pagos anticipados y otras cuentas por cobrar	45	32	33	36	39	42	45	32
Planta, Propiedad y Equipo (Neto)	48	105	95	71	69	64	55	107
Inversiones en negocio conjunto	50	54	65	65	65	65	57	65
Otros activos	28	43	87	84	81	77	35	87
PASIVOS TOTALES	2,576	3,557	4,055	4,590	5,136	5,792	3,945	3,650
Pasivo Circulante	839	942	1,161	1,400	1,435	2,171	1,139	830
Pasivo con Costo	80	60	203	386	186	691	64	60
Proveedores	314	440	583	602	795	981	773	496
Impuestos por Pagar	69	126	83	93	105	118	104	82
Otros sin Costo	376	316	293	319	348	380	198	192
Anticipos de clientes	92	106	98	106	115	124	163	0
Obligaciones garantizadas por venta de contratos	89	24	117	129	143	157	35	115
Otros pasivos	195	186	78	84	91	98	0	77
Pasivos no Circulantes	1,738	2,615	2,894	3,190	3,701	3,621	2,806	2,820
Pasivo con Costo	1,173	1,957	2,095	2,309	2,723	2,532	2,198	2,074
Impuestos Diferidos	526	566	706	781	871	973	605	655
Beneficios a Empleados	2	3	3	3	3	3	2	3
Proveedores de terrenos de LP	36	89	90	97	105	114	0	89
CAPITAL CONTABLE	2,545	2,849	3,482	3,853	4,252	4,683	2,654	3,336
Minoritario	0	0	38	138	258	396	0	0
Capital Contribuido, Util. Acum. & Otros	0	0	26	38	138	258	0	0
Utilidad del Ejercicio	0	0	12	100	120	137	0	0
Mayoritario	2,545	2,849	3,444	3,715	3,994	4,288	2,654	3,336
Capital Contribuido	862	862	1,286	1,286	1,286	1,286	862	1,212
Reserva para recompra de acciones	52	56	0	0	0	0	56	0
Utilidades Acumuladas	1,191	1,422	1,972	2,127	2,346	2,590	1,422	1,972
Utilidad del Ejercicio	439	508	186	301	361	411	313	152
Deuda Total	1,253	2,017	2,298	2,695	2,909	3,223	2,262	2,134
Deuda Neta	969	1,687	2,032	2,349	2,719	3,013	1,568	1,743
Días Cuenta por Cobrar Clientes	35	31	32	33	32	31	31	30
Días Inventario	424	459	409	326	293	299	454	386
Días por Pagar Proveedores	56	90	77	72	72	73	85	74

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	3T18	3T19
Ventas Netas	3,123	3,402	3,614	3,879	4,718	5,401	2,337	2,588
Venta de bienes	3,010	3,282	3,418	3,257	3,826	4,239	2,281	2,501
Equipamiento y Servicios de Construcción	113	120	158	203	210	218	56	88
Ventas de Mayakoba	0	0	38	419	682	944	0	0
Costos de Venta	2,123	2,302	2,545	2,832	3,434	3,932	1,601	1,794
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	1,000	1,100	1,068	1,047	1,283	1,469	736	794
Gastos de Generales	366	406	441	504	613	686	278	307
UOPADA (EBITDA)	634	694	628	543	670	783	458	487
Depreciación y Amortización	19	25	39	29	24	23	18	31
Utilidad de Oper. antes de otros ingresos (gastos)	615	668	588	514	646	760	440	456
Otros Ingresos y (gastos) netos	15	(3)	8	8	9	9	(0)	11
Utilidad de Oper. después de otros ingresos	630	665	596	522	654	769	439	466
Ingresos por Intereses	16	31	34	56	45	23	15	25
Intereses Pagados	83	86	80	84	106	116	69	58
Resultado Integral de Financiamiento	(67)	(55)	(46)	(28)	(61)	(93)	(54)	(33)
Utilidad después del RIF	563	610	550	494	593	676	386	433
Participación en Subsid. no Consolidadas	(5)	4	8	8	9	9	6	10
Utilidad antes de Impuestos	557	614	558	502	602	686	392	443
Impuestos sobre la Utilidad	118	105	158	100	120	137	79	89
Impuestos Causados	49	66	59	85	102	117	33	0
Impuestos Diferidos	69	40	99	15	18	21	46	89
Utilidad Neta Consolidada	439	508	400	402	482	548	313	354
Participación minoritaria en la utilidad	0	0	12	100	120	137	0	0
Participación mayoritaria en la utilidad	439	508	389	301	361	411	313	354
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras 9M</i>	
Cambio en Ventas (%)	13.5%	8.9%	6.2%	7.4%	21.6%	14.5%	14.5%	10.8%
Margen Bruto	32.0%	32.3%	29.6%	27.0%	27.2%	27.2%	31.5%	30.7%
Margen EBITDA	20.3%	20.4%	17.4%	14.0%	14.2%	14.5%	19.6%	18.8%
EBITDA Ajustado	703	766	712	632	763	881	509	548
Margen EBITDA Ajustado	22.5%	22.5%	19.7%	16.3%	16.2%	16.3%	21.8%	21.2%
Tasa de Impuestos (%)	21.2%	17.2%	28.2%	20.0%	20.0%	20.0%	26.8%	25.7%
Operativo								
Viviendas escrituradas	4,441	4,541	4,159	4,063	4,482	4,683	3,281	2,985
Precio promedio (miles)	678	723	822	802	854	905	695	838
Tasa Pasiva	7.2%	7.9%	7.1%	7.4%	7.6%	7.3%	5.3%	5.6%
Tasa Activa	3.0%	4.6%	4.8%	4.8%	4.1%	3.3%	2.7%	5.2%
Intereses Pagados Reportados	83	86	80	84	106	116	69	58
Intereses capitalizados	69	72	84	88	93	97	50	61
Total intereses devengados	152	158	164	172	199	213	119	120

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	3T18	3T19
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Utilidad o Pérdida neto o antes de impuestos	557	614	558	502	602	686	392	443
Depreciación y Amortización	19	25	39	29	24	23	18	31
Utilidad /Pérdida en Venta de Inmb., y Negocios Conjuntos	1	0	8	0	0	0	0	8
Participación en Asociados y Negocios Conjuntos	5	(4)	(8)	(8)	(9)	(9)	(6)	(10)
Intereses a Favor	(16)	(31)	6	(56)	(45)	(23)	(10)	15
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	9	(9)	45	(35)	(30)	(9)	2	44
Intereses Devengados	152	158	124	172	199	213	137	65
Otras Partidas de Financiamiento	0	0	9	0	0	0	11	9
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	152	158	133	172	199	213	148	74
Flujo Deri. a Result. antes de Impuestos a la Util.	718	763	737	640	771	890	542	561
Decremento (Incremento) en Clientes	(14)	(24)	(28)	(26)	(48)	(34)	73	46
Decremento (Incremento) en Inventarios	(797)	(1,076)	(1,017)	(808)	(992)	(949)	(1,085)	(407)
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	82	28	(82)	15	18	17	32	(164)
Incremento (Decremento) en Proveedores	122	179	(95)	19	193	186	197	(182)
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	30	64	127	44	49	54	81	24
Capital de trabajo	(577)	(829)	(1,096)	(756)	(780)	(726)	(702)	(683)
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	(47)	(68)	(62)	(26)	(31)	(35)	(16)	(45)
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(623)	(897)	(1,158)	(781)	(810)	(761)	(718)	(728)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	95	(134)	(421)	(142)	(39)	128	(176)	(166)
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Inversión en Prop., Planta y Equipo	(43)	(71)	(22)	(5)	(23)	(18)	(17)	(23)
Intereses Cobrados	16	31	9	56	45	23	0	0
Otros Activos	0	(28)	0	0	0	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(27)	(68)	(13)	51	22	5	(17)	(23)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	68	(202)	(434)	(90)	(17)	133	(193)	(190)
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO								
Financiamientos Bancarios	1,956	2,953	2,094	600	600	500	2,440	1,813
Financiamientos Bursátiles	500	800	700	0	0	0	800	700
Otros Financiamientos	206	374	70	0	0	0	0	70
Amortización de Financiamientos Bancarios	(1,890)	(2,976)	(2,502)	(203)	(386)	(186)	(2,214)	(2,385)
Amortización de Financiamientos Bursátiles	(200)	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	(211)	(438)	0	(24)	(71)	(97)	0	0
Intereses Pagados y otras partidas	(161)	(260)	(124)	(172)	(199)	(213)	(137)	(80)
Financiamiento "Ajeno"	200	452	238	201	(56)	4	889	118
Prima en Vena de Acciones	0	0	0	0	0	0	0	350
Aportaciones de Capital	0	0	350	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	(38)	4	(5)	0	0	0	5	(5)
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0	(81)	0
Dividendos Pagados	(164)	(209)	(212)	(31)	(83)	(117)	(209)	(212)
Financiamiento "Propio"	(202)	(205)	133	(31)	(83)	(117)	(285)	133
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	(2)	247	371	171	(139)	(114)	603	251
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	66	46	(63)	80	(156)	20	410	61
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	284	329
Efectivo y equiv. al final del Periodo	284	329	266	346	190	210	694	391
<i>Cifras UDM</i>							<i>Cifras 9M</i>	
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Oper.	95	(134)	(421)	(142)	(39)	128	(176)	(166)
Capex de Mantenimiento	(19)	(25)	(39)	(29)	(24)	(23)	(18)	(31)
Ajustes especiales***	568	965	720	382	302	270	774	303
Flujo Libre de Efectivo	644	806	259	212	239	376	580	105
Amortización de Deuda	2,301	3,415	2,502	227	457	283	2,214	2,385
Revolencia automática	(2,171)	(3,335)	(2,442)	(24)	(71)	(97)	(2,084)	(2,139)
Amortización de Deuda Final	130	80	60	203	386	186	130	246
Intereses Netos Pagados (incluy. Capit.)	145	230	115	116	154	190	137	80
Servicio de la Deuda	275	310	175	319	540	376	267	326
DSCR	2.3	2.6	1.5	0.7	0.4	1.0	2.2	0.3
Caja Inicial Disponible	218	284	329	266	346	190	236	221
DSCR con Caja Inicial	3.1	3.5	3.4	1.5	1.1	1.5	3.1	1.0
Deuda Neta a FLE	1.5	2.1	7.8	11.1	11.4	4.2	2.7	16.6
Deuda Neta a EBITDA	1.5	2.4	3.2	4.3	4.1	2.0	3.4	3.6

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

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

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

Instituciones Financieras / ABS

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

Dirección General Adjunta de Análisis

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

Deuda Corporativa / ABS

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

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

Metodologías

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

Regulación

Dirección General de Riesgos

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

Dirección General de Cumplimiento

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

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



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

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

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

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

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

Calificación anterior	VINTE 18X: HR AA+ con Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	VINTE 18X: 27 de diciembre de 2018
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T15 al 3T19
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera anual dictaminada por Deloitte, información financiera trimestral interna y reportada en la BMV.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	El BID tiene las calificaciones de "Aaa" y "AAA" en escala global otorgadas por Moody's Investors Service, Inc. y Standard & Poor's, respectivamente.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N/A

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución 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 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, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.hrratings.com, 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.