

HOMEX: Un retorno prometedor

- Iniciamos cobertura de Desarrolladora Homex, S.A.B. de C.V. ("HOMEX") con un precio objetivo para finales de 2016 de MXN 5.75 para la serie ordinaria nominativa que cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores ("BMV")
- HOMEX es una empresa desarrolladora de vivienda integrada verticalmente. Sus actividades incluyen el desarrollo, la construcción, y la venta de vivienda de interés social y vivienda media en México
- En julio de 2015, HOMEX concluyó de manera exitosa su reestructura bajo la nueva Ley de Concurso Mercantil. En octubre de 2015, la empresa arrancó la reactivación de sus operaciones, con una estructura más simple y más eficiente
- La reactivación de importantes créditos puente y líneas revolventes permitirá la conclusión de proyectos vigentes
- Al día de hoy, HOMEX opera a un múltiplo de 22.3x VE/EBITDA 2016E ajustado
- La BMV reporta 874,896,497 acciones, que no incluye la emisión de acciones que derivará de la deuda convertible. Para fines de valuación, nuestro número de acciones totalmente diluidas es de 1,658,615,064 dado que dicha deuda siempre se encuentra in-the-money
- La incertidumbre sobre el futuro de la compañía ha provocado que el precio de la acción se mantenga castigado, desde nuestro punto de vista
- Riesgos de nuestra tesis de inversión: el alto apalancamiento financiero de la compañía podría consumir una parte importante del flujo operativo en el corto plazo; un proceso de reactivación de proyectos más lento del que se espera; y un impacto adverso en la demanda de créditos hipotecarios ante el ciclo de alza en tasas comenzado recientemente por Banxico

Precio de la acción	3.34
Precio objetivo 2016	5.75

Retorno potencial esperado 72.1%

Rango desde reanudación 3.24 - 22.50

Resumen de mercado (mm)

Precio de la acción	3.34
Acciones totalmente diluidas	1,659
Free float *	20.2%
Valor de capitalización *	5,540
Valor de la empresa *	12,406

3 meses ADTV (000's) 558



Rendimiento de la acción

	Homex	IPC
1 mes	-5.5%	0.8%
3 meses	-14.3%	7.4%

Resumen financiero (MXN mm)

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ingresos	346	3,847	10,295	11,695	14,776	17,690	18,905	20,182	21,066
% crecimiento	-	1011.4%	167.6%	13.6%	26.3%	19.7%	6.9%	6.8%	4.4%
Utilidad neta **	(5,369)	(228)	749	907	1,380	1,828	2,010	2,411	2,582
% margen neto	ns	-5.9%	7.3%	7.8%	9.3%	10.3%	10.6%	11.9%	12.3%
UPA **	(3.24)	(0.14)	0.45	0.55	0.83	1.10	1.21	1.45	1.56
VE/EBITDA ***		22.3x	8.8x	6.3x	4.4x	3.5x	3.3x	3.0x	2.9x
P/U		ns	7.4x	6.1x	4.0x	3.0x	2.8x	2.3x	2.1x

* Considerando el número de acciones totalmente diluidas. **La utilidad neta de 2015 se ajustó por ganancias extraordinarias por liquidación de pasivos con acciones de la Compañía. La utilidad neta de 2016 se ajustó por otros ingresos por reestructura del pasivo y revaluación de inventario. *** Calculado con EBITDA ajustado por otros ingresos sin impacto en el efectivo.

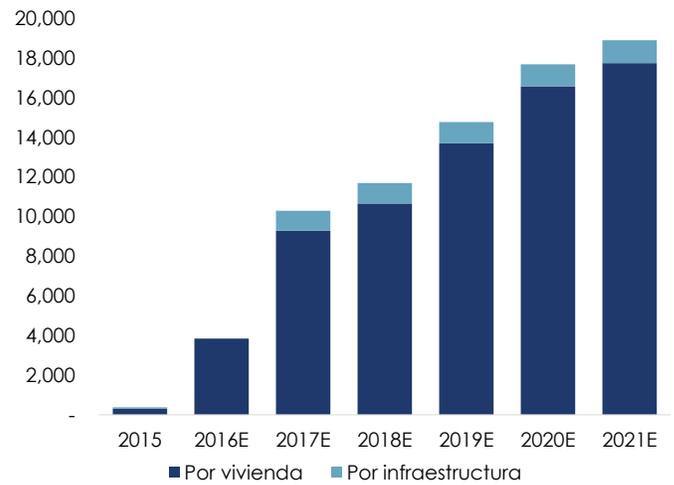
Este reporte debe leerse junto con el Aviso y Limitación de Responsabilidad ubicado al final del documento

Resumen del Negocio

Resumen de mercado (mm)

	HOMEX
Precio de la acción	3.34
Acciones totalmente diluidas (mm)	1,659
Valor de capitalización (MXN mm)	5,540
Fecha	5/3/2016
Deuda total	6,907
Efectivo total	42
Interés minoritario	-
Valor de la empresa (MXN mm) *	12,406

Ingresos proyectados (MXN mm)

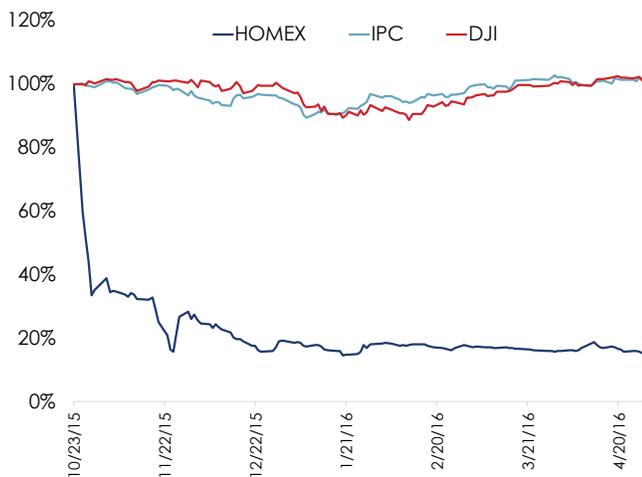


Múltiplos implícitos

	2015	2016E	2017E
Precio / UPA	ns	ns	7.4x
VE / EBITDA	ns	22.3x	8.8x

*Considerando el número de acciones totalmente diluidas

Desempeño de la acción desde la reanudación de operaciones en BMV



Nota: Indizado a 100%

Tesis de Inversión

Méritos

Méritos

Reinicio de operaciones

- En julio de 2015, HOMEX concluye de manera exitosa su reestructura, al margen de la nueva Ley de Concurso Mercantil, convirtiéndose en la primera empresa pública en lograrlo
- En octubre de 2015 la empresa arrancó la reactivación de sus operaciones, con una estructura más simple y más eficiente
- La empresa seleccionó los proyectos que serán reactivados con base en su generación de flujo y considerando un ritmo conservador de ventas

Reestructura del pasivo

- La compañía, por medio de su plan de reestructura que contempló la capitalización de acreedores comunes no garantizados, logró reducir el saldo de acreedores comunes reconocidos de MXN 39,149 mm a MXN 10,279 mm
- La reestructura contempla además la reactivación de importantes créditos puente y líneas revolventes para concluir algunos proyectos
- Asimismo, se recibió una capitalización por MXN 1,750 mm por medio de la emisión de un bono convertible para cubrir las necesidades de liquidez de corto plazo de la compañía

Alineación a la Política Nacional de Vivienda

- El 92% de las reservas territoriales de la compañía está dentro del perímetro urbano que define la Política de Vivienda para recibir subsidios
- HOMEX sigue enfocado en el mercado de vivienda de interés social, donde ha lanzado con anterioridad exitosos proyectos de vivienda vertical

Déficit de vivienda en el país

- Se estima un déficit de vivienda de aproximadamente 9 mm de hogares en el país y, derivado del crecimiento poblacional, se necesitarán 10.7 mm de nuevos hogares para los próximos 20 años

Priorización a rentabilidad y liquidez

- La compañía dará mayor prioridad a la rentabilidad que al crecimiento, por medio de criterios estrictos de selección para sus proyectos
- Al reinicio de operaciones, se estima en promedio un periodo de cobranza de dos semanas para los proyectos relanzados; se mantendrá una política de pago a proveedores contra entrega; y se buscará mantener un nivel de inventario mínimo durante el proceso de construcción
- En el futuro, las adquisiciones de tierra prácticamente empatarán con el ritmo de construcción y el tiempo necesario para obtener las licencias y los permisos correspondientes

Proceso único de construcción

- La Tecnología de Molde de HOMEX (moldes de aluminio) permite una construcción flexible y ágil. Asimismo, acelera el ciclo de capital de trabajo
- Plataforma de TI que promueve eficiencias en la operación

Tesis de Inversión

Riesgos

Riesgos	
Exposición macroeconómica	<ul style="list-style-type: none"> ■ HOMEX se encuentra expuesta a varios factores de riesgo: económicos, políticos y financieros de México, que podrían tener un impacto adverso en la situación financiera de la compañía ■ Una situación económica adversa se traduce en menor demanda de vivienda, ya que ésta depende directamente de factores como la disponibilidad de créditos hipotecarios, la confianza del consumidor, las tasas de interés, entre otras variables
Alza de tasas de Banxico	<ul style="list-style-type: none"> ■ En diciembre de 2015, el Banco de México ("Banxico") comenzó un ciclo de alza en su tasa de interés objetivo, siguiendo el movimiento de la Reserva Federal de Estados Unidos ("Fed") ■ En febrero de 2016, Banxico decretó un nuevo incremento en su tasa de interés de referencia, como parte de una serie de medidas extraordinarias tomadas en conjunto con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público ("SHCP") para enfrentar el entorno externo adverso que sufrieron los mercados financieros y la moneda nacional en el primer mes y medio del año ■ Aunque de momento no ha sido el caso, el incremento en las tasas podría tener un efecto adverso en el apetito de los consumidores de créditos para bienes de largo plazo, como los créditos hipotecarios
Apalancamiento financiero elevado	<ul style="list-style-type: none"> ■ A pesar de la importante reestructura del pasivo lograda con la firma de los Convenios Concursales, HOMEX enfrenta una elevada carga financiera hacia adelante <ul style="list-style-type: none"> — Considerando las obligaciones convertibles emitidas por la compañía, la razón de Deuda sobre Activo Total se estima en 63.4% al cierre de 2016 ■ En caso de que la reactivación de proyectos sea mucho más lenta de lo esperado, o que las ventas estén significativamente por debajo de las metas consideradas en el Plan de Negocios de la compañía, se comprometerá el pago del pasivo
Entorno regulatorio	<ul style="list-style-type: none"> ■ En febrero de 2013 el gobierno federal introdujo una serie de modificaciones a la Política Nacional de Vivienda ■ Los cambios en la Política de Vivienda estuvieron dirigidos a promover un desarrollo urbano sustentable, y a controlar el crecimiento desordenado que habían tenido las zonas urbanas ■ Futuros cambios a la Política de Vivienda podrían impactar de manera significativa la operación y el desempeño financiero de HOMEX
Competencia	<ul style="list-style-type: none"> ■ La industria de constructores de vivienda se encuentra muy fragmentada, con más de 600 jugadores a nivel nacional. Ésta se compone de jugadores regionales principalmente
Baja bursatilidad	<ul style="list-style-type: none"> ■ La baja bursatilidad de la acción impide comprar o vender posiciones de manera rápida

Descripción de la Empresa

Introducción

- HOMEX es una empresa desarrolladora de vivienda integrada verticalmente. Las actividades de la compañía incluyen el desarrollo, la construcción, y la venta de vivienda de interés social y vivienda media en México
- La compañía fue fundada en 1989 en Culiacán, Sinaloa, estando en sus inicios enfocada a la construcción de espacios comerciales. En 1991 HOMEX extiende sus operaciones a la construcción de vivienda de interés social
- En abril de 2014 la empresa dio inicio a su proceso de Concurso Mercantil pre-pactado, luego de que una serie de eventos, entre ellos los cambios en la política de vivienda del gobierno federal, propiciaron una crisis en la industria nacional de construcción de vivienda, y particularmente a los tres jugadores más grandes de la industria en México
- En julio de 2015 la empresa obtuvo una sentencia aprobatoria para los Convenios Concursales pactados, los cuales habían sido firmados por la mayoría de los acreedores, convirtiéndose así en la primera empresa pública en concluir de manera exitosa una reestructura bajo la nueva Ley de Concurso Mercantil derivada de la reforma financiera
- En octubre de 2015 HOMEX comenzó su proceso de reestructura y reactivación de operaciones

Presencia geográfica

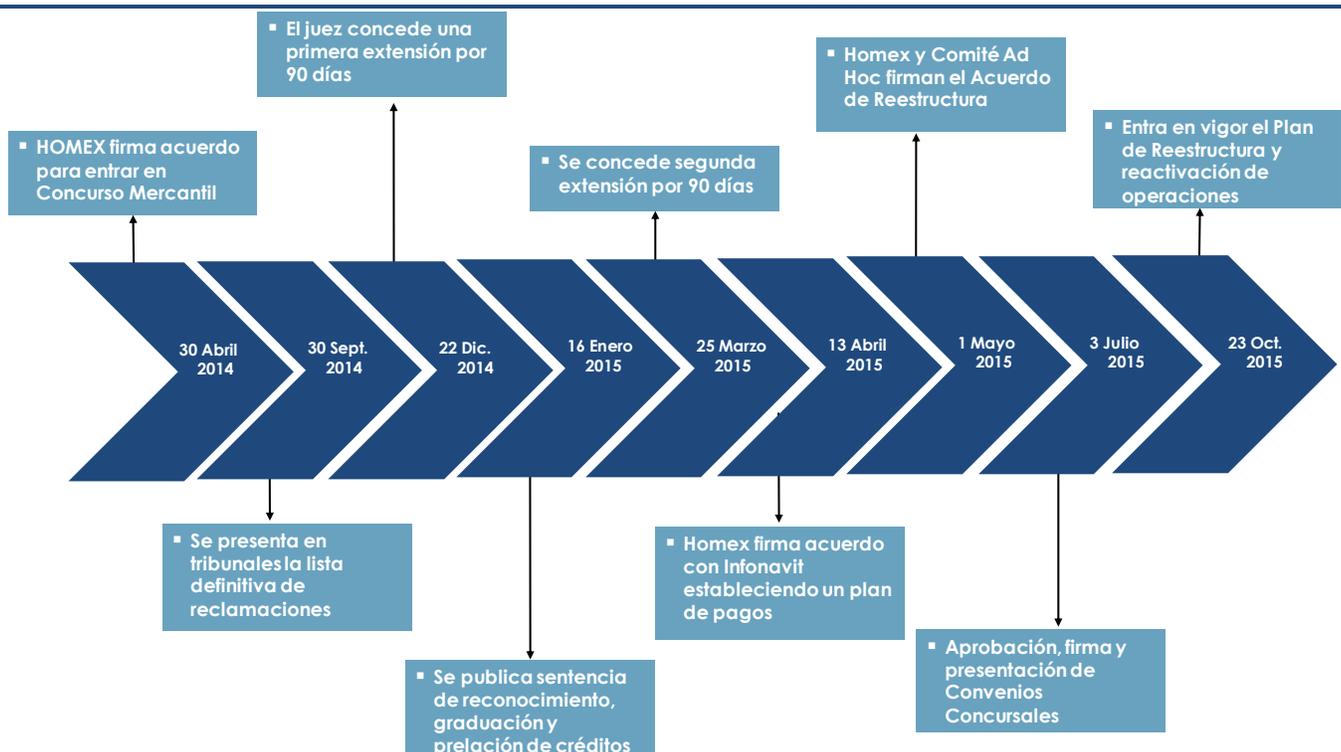


Descripción de la Empresa

Concurso mercantil

- El 30 de abril de 2014, HOMEX presentó la solicitud para iniciar el proceso de Concurso Mercantil pre-pactado ante la corte federal en Culiacán
- La empresa vio una reducción importante en sus operaciones mientras estuvo en el proceso de Concurso Mercantil; pasó de construir casi 50 mil viviendas al año en 2013, a 366 unidades en 2015
- El 3 de julio de 2015 el Juez Primero de Distrito emitió una sentencia aprobatoria de los Convenios Concursales presentados por la compañía. Los Convenios Concursales fueron apoyados por la mayoría requerida de los acreedores reconocidos
- Dicha resolución significó el fin del procedimiento de Concurso Mercantil, luego de 18 meses de negociaciones, con lo que la compañía se convirtió en la primera empresa pública en concluir de manera exitosa el proceso bajo la nueva Ley de Concursos Mercantiles promulgada como parte de la reforma financiera
- El 23 de octubre de 2015 entró en vigor el Plan de Reorganización de la compañía, el cual contempla la reestructura y la reactivación de las operaciones de la compañía. HOMEX planea construir alrededor de 18 mil unidades de vivienda para el segundo año a partir de la reactivación de sus operaciones
- Al entrar en vigor el Plan de Reorganización, la compañía recibió una capitalización de MXN 1,750 mm por la emisión de un bono convertible. Con esta capitalización, HOMEX ganó acceso a dos líneas de crédito revolvente otorgadas por Adamantine hasta por MXN 1,850 mm; a una línea de crédito con INFONAVIT Infraestructura por MXN 350 mm; y a otros créditos puente otorgados por algunos de sus acreedores bancarios

Proceso de Concurso Mercantil



Descripción de la Empresa

Reestructura accionaria

- La reestructura accionaria de HOMEX involucra varias etapas que se describen a continuación:
 - **Split inverso:** a razón de 10 a 1; las acciones representativas del capital social de la compañía al 22 de octubre 2015 se convirtieron de 335,869,550 a 33,586,955 acciones. Estas acciones están en manos del público inversionista a través la Bolsa Mexicana de Valores ("BMV")
 - **Acciones Acreedores Comunes:** En términos de los Convenios Concursales, la compañía emitió 302,282,595 acciones ordinarias para entregarlas a los acreedores comunes reconocidos como pago parcial del saldo capitalizable de sus créditos comunes. Estas acciones forman parte del público inversionista en la BMV
 - **Opciones accionarias para Acreedores Comunes:** En términos de los Convenios Concursales se emitieron 124,396,130 acciones ordinarias como parte del plan de opciones para los Acreedores Comunes. Las opciones están en un fideicomiso y por el momento no forman parte del público inversionista. Las opciones podrán ejercerse en dos paquetes de igual tamaño; el primero cuando la compañía tenga una capitalización de mercado de MXN 12,500 mm, y el segundo cuando se alcance una capitalización de mercado de MXN 15,000 mm
 - **Plan de Incentivos Equipo Directivo:** Consiste en un plan de compensación para directivos a 5 años que está sujeto al cumplimiento de objetivos operacionales establecidos en el Plan de Negocios aprobado por accionistas y acreedores comunes. Para el cumplimiento de este plan se emitieron 414,653,767 acciones ordinarias, que representarían un aumento de capital de MXN 414,654 mm. A la fecha, el Consejo de Administración debe definir y aprobar ciertas características de este plan para ser implementado durante 2016. Mientras las acciones no sean entregadas y ejercidas no forman parte del público inversionista en la BMV
 - **Obligaciones Convertibles:** En octubre la compañía recibió una capitalización de MXN 1,750 mm por la emisión de un bono convertible en 783,695,617 acciones ordinarias, mismas que conservará la compañía en su tesorería, con vencimiento de 7 años. Estas obligaciones serán convertibles a partir del 31 de diciembre de 2016, y la conversión es obligatoria al llegar el vencimiento
- Al cierre de 2015, el capital social de la compañía estaba representado por 460,265,680 acciones ordinarias, de las cuales 335,869,550 estaban en circulación y 124,396,130 se encontraban en un fideicomiso establecido con el fin de dar cumplimiento al plan de opciones para acreedores comunes. La BMV considera 874,896,497 acciones como el número de acciones en circulación de la compañía, cifra que también incluye el Plan de Incentivos del Equipo Directivo. Considerando las obligaciones convertibles, el número de acciones totalmente diluidas de la compañía es de 1,658,615,064

Composición accionaria al finalizar el Plan de Reestructura

Concepto	# de acciones	% de total
Acciones split inverso	33,586,955	2%
Acreedores comunes	302,282,595	18%
Opciones para acreedores comunes	124,396,130	8%
Plan de incentivos equipo directivo	414,653,767	25%
Obligaciones convertibles	783,695,617	47%
Acciones totalmente diluidas	1,658,615,064	100%

Descripción de la Empresa

Reestructura del pasivo

- Como parte de los Convenios Concursales, HOMEX acordó una reestructura importante a sus pasivos en manos de acreedores reconocidos
- La compañía, por medio de su plan de reestructura que contempló la capitalización de acreedores comunes no garantizados, logró reducir el saldo de acreedores comunes reconocidos de MXN 39,149 mm a MXN 10,279 mm
- Entre otros puntos importantes, el plan de reestructura contempla lo siguiente:
 - La reactivación de importantes créditos puente y líneas revolventes para terminar algunos proyectos
 - La capitalización de toda la deuda sin garantía, con excepción de la deuda INFONAVIT, IMSS, y las cuentas por pagar a FISO. Los pagos mensuales al INFONAVIT comenzaron a realizarse a partir de mayo del 2015 y tendrán un vencimiento de 4 años
 - La capitalización del saldo deudor con proveedores, con excepción de MXN 300 mm que se pagarán en dos años comenzando en enero del 2018
 - La formulación de un plan de pagos con el IMSS para liquidar al 100% el saldo deudor con dicha institución. Se estima que los pagos al IMSS serán mensuales, por 5 años, y comenzarán a realizarse a partir de julio del 2018
 - HOMEX está actualmente conciliando con las autoridades fiscales los importes reconocidos de impuestos correspondientes a ejercicios fiscales anteriores y su tratamiento a futuro

Reestructura de pasivos por Convenios Concursales

Concepto	Saldo 2014 (MXN mm)	Saldo 2015 (MXN mm)	Comentarios
Pasivos bancarios de C.P. y porción circulante de la deuda de L.P.	7,912.9	6,299.7	Reducción en saldo por capitalización
Arrendamientos capitalizables	222.9	47.0	Reducción en saldo por capitalización
INFONAVIT	515.4	446.9	Plan de pagos, pagadero 100%
Instrumentos financieros derivados	1,294.3	-	Capitalizado 100%
Proveedores	2,828.7	354.2	Reducción en saldo por capitalización
Líneas de crédito revolvente	5,423.7	1,941.0	Reducción en saldo por capitalización
Bonos	17,944.0	-	Capitalizado 100%
Empleados	0.3	0.3	Plan de pagos, pagadero 100%
Impuestos *	3,006.7	1,189.9	Pago de impuestos estimado en MXN 460 mm
Acreedores Comunes Reconocidos	39,148.9	10,278.9	

* El saldo de impuestos de 2015 considera la conciliación del saldo estimada por la compañía, para mayor referencia ver la nota 23 inciso "e" de los Estados Financieros auditados 2015

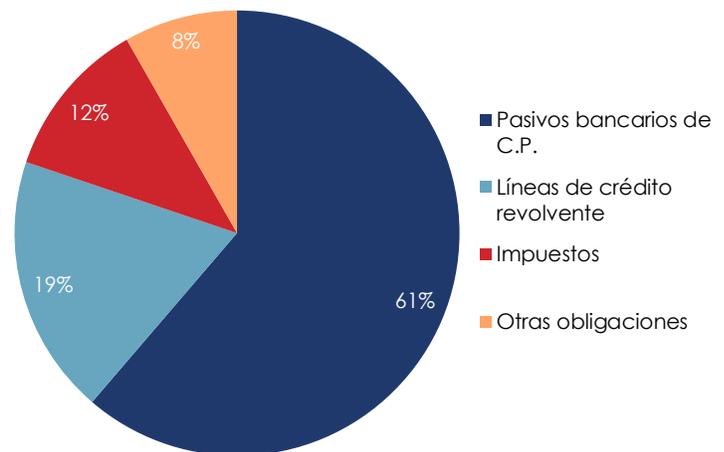
Descripción de la Empresa

Plan de desapalancamiento

Acreeedores comunes reconocidos

- Al cierre de 2015, el saldo total de acreedores reconocidos ascendía a MXN 10,279 mm*
- Después de la restructura del pasivo, la empresa tiene un saldo de MXN 6,300 mm en pasivos bancarios de C.P., y de MXN 1,941 mm en pasivos por líneas de crédito revolvente
- HOMEX está en negociaciones con sus acreedores para modificar los contratos de crédito y dejar la mayoría como largo plazo

Composición de la restructura del pasivo por Convenios Concursales Dic 2015



Pago de pasivos

- El Plan de Negocios de la compañía contempla reducir hasta en un 49% los pasivos reconocidos en un lapso de 8 años, con el objetivo de mantener un balance desapalancado
- Se estima que la compañía logre reducir su deuda total a MXN 705 mm para 2023, significando una reducción de 91% respecto a sus niveles actuales
- Para lograr dicho objetivo, la compañía y sus acreedores acordaron una distribución en cascada de los flujos generados por los proyectos operativos. La estructura de cascada mencionada privilegia el pago de los pasivos reconocidos al cubrimiento de los costos operativos de cada proyecto
 - Se estima que la cobranza en los proyectos tome alrededor de 2 semanas después de que finalice su construcción
 - Del 70% al 85% de la cobranza será destinado al pago de los créditos puente y de las líneas de crédito vigentes
 - El flujo restante será destinado al pago de deuda garantizada
 - En caso de ser necesario, la compañía podría financiar el flujo faltante para cubrir los desembolsos operativos por medio de las líneas de crédito vigentes
 - El sobrante se utilizará para cubrir los costos directos e indirectos de construcción, las comisiones por ventas, otros gastos administrativos, y la adquisición de inventario necesario
 - El flujo excedente será enviado a la empresa holding

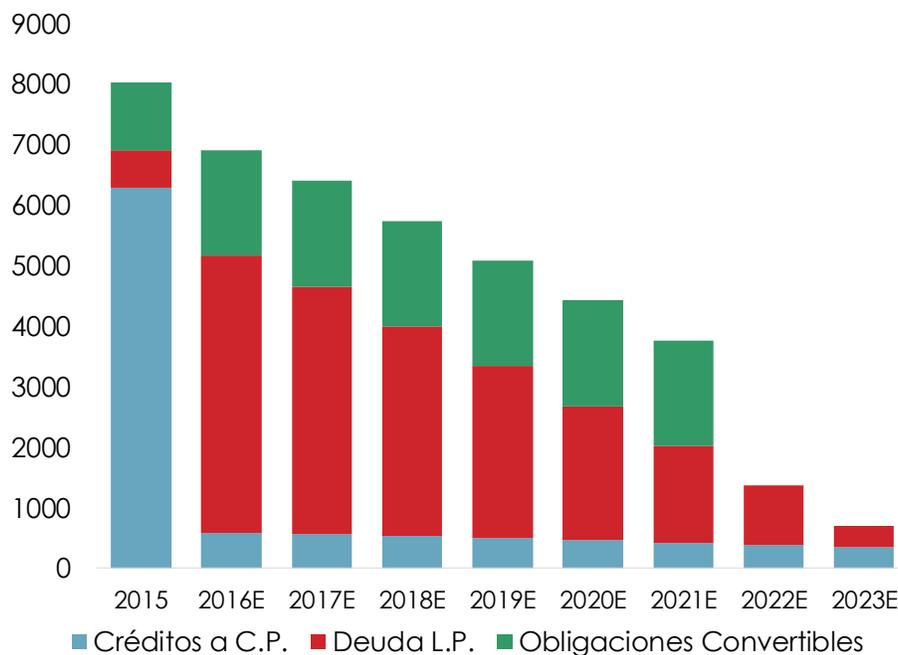
* El saldo de impuestos de 2015 considera la conciliación del saldo estimada por la compañía, para mayor referencia ver la nota 23 inciso "e" de los Estados Financieros auditados 2015

Descripción de la Empresa

Bono convertible

- El 23 de octubre de 2015, HOMEX recibió una capitalización de MXN 1,750 mm por la emisión de un bono convertible al 70% del capital de la compañía iniciando el 31 de diciembre de 2016. Las principales características de este bono se enuncian a continuación:
 - **Vencimiento:** 7 años
 - **Interés:** El pago de intereses se divide en dos etapas. Del 2015 al 2020 se harán pagos semi-anuales, a una tasa de 3.5% en efectivo o del 4.5% en especie, según lo decida la compañía. A partir del 2020 y en adelante se pagará una tasa de 4.0% en efectivo
 - **Conversión:** El bono es convertible por 783,695,617 acciones ordinarias. Este capital estará sujeto a la dilución que pueda derivar del Plan de Incentivo del Equipo Directivo y del Plan de Opciones para Acreedores no Garantizados. La conversión será obligatoria si más del 50% de los acreedores han convertido; si la empresa realiza una Oferta Secundaria a un valor de capitalización superior a los MXN 15,000 mm; y/o al vencimiento

Reducción estimada de la deuda (MXN mm)

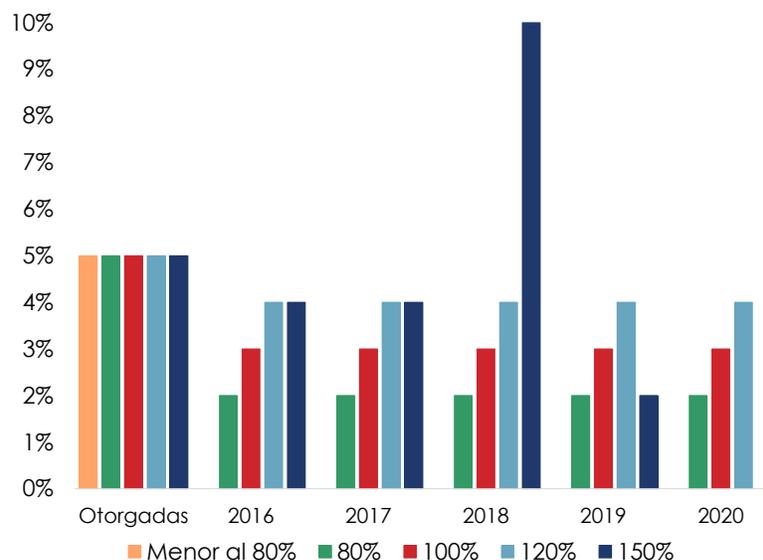


Descripción de la Empresa

Plan de incentivo del equipo directivo

- El Plan de Reestructura de la compañía incluye un Plan de Incentivo del Equipo Directivo, el cual busca alinear los intereses de los empleados clave con la nueva estructura de accionistas, compuesta en su mayoría por los antiguos acreedores
- Al momento de esta redacción, el Consejo de Administración aún estaba en proceso de definir algunas características particulares del plan
- El Plan de Incentivo establece la entrega anticipada de un 5% de las acciones diluidas de la compañía a empleados clave, quienes no podrán venderlas sino hasta después del 31 de diciembre de 2016
- Adicionalmente, el Plan de Incentivo establece la entrega de hasta un 20% de la base accionaria diluida, sujeta al cumplimiento de las metas anuales de ventas y EBITDA en el Plan de Negocios
 - En caso de un cumplimiento menor al 80% de las metas, no se estarían entregando acciones adicionales en el Plan de Incentivos
 - Con un cumplimiento de un 80% de las metas, se entregarán como Incentivo un 10% adicional de acciones diluidas, o un 2% adicional al año hasta el 2020, para un total de 15%
 - Con un cumplimiento del 100% de las metas, se entregarán como Incentivo un 15% adicional de acciones diluidas, o un 3% adicional al año hasta el 2020, para un total de 20%
 - Con un cumplimiento del 120% de las metas, se entregarán como Incentivo un 20% adicional de acciones diluidas, o un 4% al año hasta 2020, para un total de 25%
 - Con un cumplimiento significativamente superior en el Plan de Negocios (150% de las metas), el equipo directivo podría acelerar la entrega de las acciones
- Por último, se establece que, en caso de que la compañía realice una Oferta Secundaria, el equipo directivo recibirá todas las acciones aún no otorgadas o no pagadas bajo el Plan de Incentivo

Plan de Incentivo del Equipo Directivo



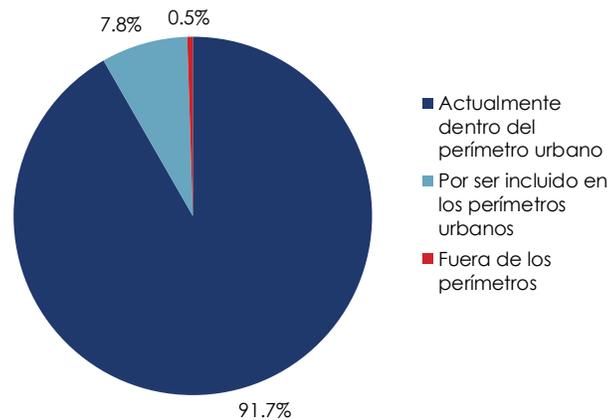
Descripción de la Empresa

Estrategia de negocios

Alineación a la Nueva Política de Vivienda

- La Reserva Territorial de la compañía está alineada con la Política de Vivienda actual
- El 70% del portafolio de proyectos de HOMEX serán de vivienda vertical en el 2016
- La compañía sigue enfocada hacia el mercado de vivienda de interés social, donde ha lanzado exitosamente proyectos de vivienda vertical
- La densidad de los proyectos de HOMEX pasó de 50 unidades por hectárea en 2010 a 70 unidades por hectárea a la fecha

Alineación de inventario con Política de Vivienda actual



Enfoque en mercados clave

- La empresa planea tomar ventaja de ciertos mercados clave donde ya tiene presencia y donde mantiene una ventaja competitiva
- La compañía se enfocará en ciudades grandes y medianas de la República Mexicana que han mostrado una demanda significativa de proyectos de vivienda
 - Ciudad de México, Guadalajara, Monterrey, Culiacán, Querétaro, Cancún, Cuernavaca, Puebla, Pachuca, Tijuana y Veracruz

Mercados clave para la compañía



Descripción de la Empresa

Estrategia de negocios (Cont.)

Enfoque en rentabilidad y liquidez

- La compañía mantiene criterios estrictos de selección para sus proyectos
 - Entre otros, se requiere que los márgenes operativos de cada proyecto sean cercanos a 20%
- Se estima que, en promedio, los mayores componentes de costo en los proyectos serán los relativos a construcción e infraestructura/urbanización
- HOMEX ha creado una política de adquisición de inventario de tierra, alineada a las Políticas de Vivienda y Subsidios
 - El inventario de tierra será adquirido con el tiempo necesario para la obtención de permisos
- Asimismo, la compañía tendrá una política de pago a proveedores contra entrega al reinicio de sus operaciones
- HOMEX estima, en promedio, un periodo de cobranza de dos semanas para los proyectos que serán relanzados
- Las políticas de capital de trabajo tienen el objetivo de mantener un ciclo de conversión del efectivo reducido

Estructura de capital óptima

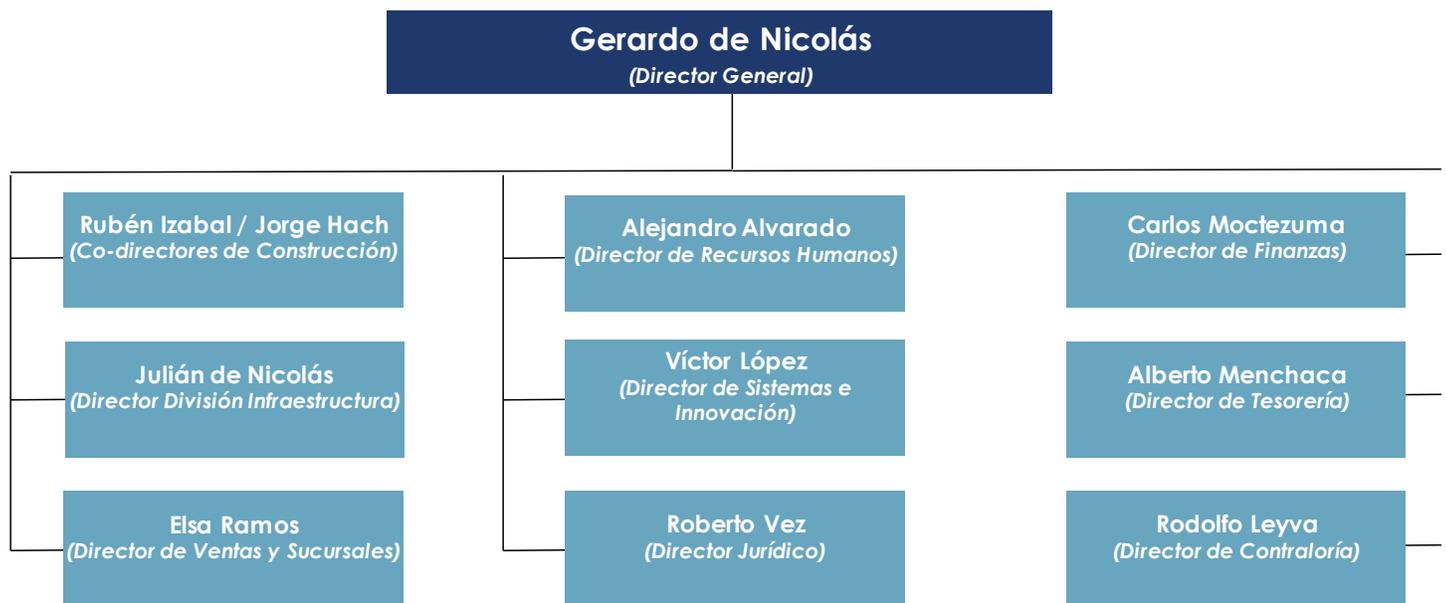
- La estrategia de la compañía contempla una importante reducción en el pasivo y la diversificación en las fuentes de capital
 - El desapalancamiento financiero se logrará por medio de la capitalización de los acreedores comunes no garantizados
 - Se recibieron MXN 1,750 mm en recursos nuevos por la emisión de un bono convertible
 - Se negociaron nuevas líneas de créditos revolventes con vencimiento a 10 años
 - HOMEX aprovechará las oportunidades de financiamiento de bajo costo con el gobierno

Descripción de la Empresa

Estructura corporativa y principales funcionarios

- En el 2013 HOMEX contaba con más de 1,000 empleados administrativos, en comparación con los 225 que laboran hoy en día, después del proceso de Concurso Mercantil
- El nuevo Consejo de Administración está formado por 8 directores, de los cuales 2 son de la familia fundadora de la compañía, la familia de Nicolás. El puesto de CEO está reservado en exclusiva para algún miembro de la familia de Nicolás
- Al momento de esta redacción, el 75% del Consejo lo integraban miembros independientes. En caso de ser necesario el Consejo puede ser ampliado para cumplir con este requerimiento

Estructura organizacional



Miembros del Consejo de Administración

Nombre	Comités en los que participa
Eustaquio de Nicolás Gutierrez	Presidente del Consejo de Administración
Gerardo de Nicolás Gutierrez	No forma parte de ningún comité
José Manuel Canal	Comité de Auditoría (Pdte)
Antonio Manuel Dávila Uribe	Comité de Prácticas Societarias y Compensaciones (Pdte)
Samuel Suchowiecky	Comité de Prácticas Societarias y Compensaciones
Ernesto Valenzuela	Comité de Auditoría
William J. Crombie	Comité de Auditoría
Jorge Fernandez	No forma parte de ningún comité

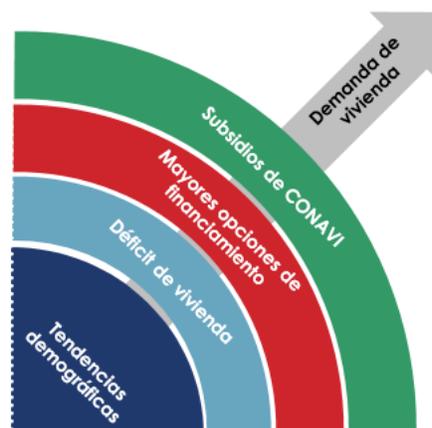
Industria

Industria de la vivienda en México

- La industria de la vivienda en México se reconfiguró de manera importante en 2013 con la nueva Política de Vivienda del gobierno federal
- Los cambios en la Política de Vivienda estuvieron dirigidos a promover un desarrollo urbano sustentable, y a controlar el crecimiento desordenado que habían tenido las zonas urbanas del país
- La nueva Política de Vivienda tuvo fuertes repercusiones para los desarrolladores de vivienda más grandes del mercado (HOMEX, GEO, y Urbi), quienes habían acumulado cantidades importantes de reservas territoriales con el fin de mantener su modelo de crecimiento acelerado, mismo que estaba en línea con la anterior política de vivienda
- La crisis para estos desarrolladores de vivienda se agudizó debido a que se habían apalancado con el fin de financiar sus compras de reserva territorial
- Los cambios en la Política de Vivienda impactaron también en otros desarrolladores; el número de participantes en la industria se redujo considerablemente respecto al 2012
- Por el lado de la demanda, se estima que hoy en día hay un déficit de vivienda aproximadamente de 9 mm de hogares en el país, y que, derivado del crecimiento poblacional, se necesitarán 10.7 mm de nuevos hogares en los próximos 20 años

Impulsores de la industria

- La demanda de la industria de vivienda se verá favorecida por las siguientes tendencias:
 - Crecimiento de la población económicamente activa, y formalización de los empleos
 - Formación de nuevos hogares
 - Urbanización y mayor densidad urbana
 - Reducción en el número de habitantes por vivienda
 - Déficit de vivienda
 - Mayores opciones de financiamiento
 - Subsidios a la vivienda de CONAVI



Industria

Política de vivienda en México

- En febrero de 2013 el gobierno federal introdujo una serie de modificaciones a la Política de Vivienda, entre ellas la creación de la Secretaría de Desarrollo Agrario, Territorial, y Urbano ("SEDATU"), una nueva agencia para coordinar a otras dependencias de gobierno relacionadas con el sector de vivienda (INFONAVIT, FOVISSSTE, SHF, CONAVI)
- La nueva Política de Vivienda tiene como fin fomentar el desarrollo de la vivienda en mejores ubicaciones y garantizar una mejor calidad de vida para los hogares mexicanos. La Política de Vivienda se basa en cuatro principios:
 - Promoción del crecimiento sustentable mediante una mejor coordinación entre dependencias gubernamentales
 - Enfoque en un desarrollo urbano sustentable, detención del crecimiento desordenado de la mancha urbana
 - Reducción del déficit de vivienda, mediante el establecimiento de nuevos mecanismos para brindar vivienda adecuada a empleados de gobierno municipales y estatales, y a las fuerzas policíacas municipales, estatales y federales
 - Oferta de vivienda digna para los mexicanos
- Como parte de las modificaciones a la política de vivienda, la SEDATU solicitó a los desarrolladores de vivienda en el país que registraran, de manera confidencial, sus reservas territoriales en el RENARET, con el fin de llevar un registro de la ubicación de los terrenos mantenidos por los desarrolladores
- El 1 de julio de 2013 se publicaron las nuevas reglas de operación para hipotecas y subsidios del gobierno federal
- Las reglas de operación para hipotecas y subsidios del gobierno establecen la cantidad de subsidio que se puede otorgar a una vivienda derivado de un sistema de calificación cuya escala es de 0 a 1,000 puntos. La calificación se determina por los siguientes criterios:

Variables	Parámetros	Puntuación máxima nueva	Puntuación 2013
Ubicación	Desarrollos cercanos a ciudades de alto crecimiento	400	300
Servicios	Ofrecen hospitales, escuelas, centros comunitarios, transportación y parques	270	404
Densidad de construcción	Edificios de tres pisos, más de 80 unidades por hectárea y mayor área de construcción	230	230
Competencia	Tecnología verde o ecológica	100	66
Puntuacion total		1000	1000

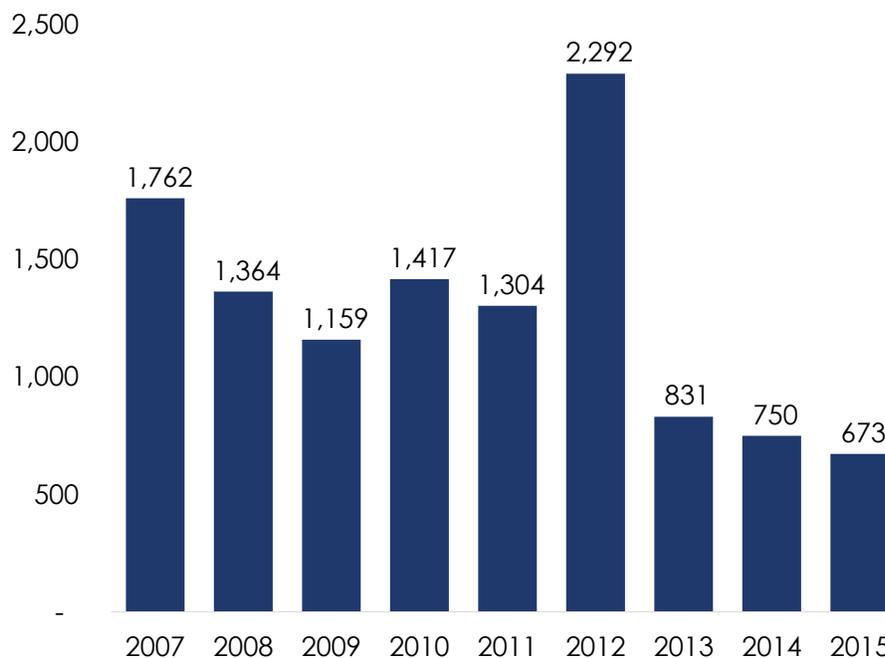
- Las nuevas reglas dan un mayor peso a los criterios de ubicación y competencia (sustentabilidad) para la calificación de los proyectos
- Además, la calificación mínima para obtener un subsidio subió de 200 a 350 puntos
- Por el lado positivo, se incrementó el monto máximo por subsidio, de 33 a 37 Veces el Salario Mínimo ("VSM") y se aprobó un subsidio adicional de 3 VSM a los afiliados que ganan menos de 1.5 VSM

Industria

Oferta de vivienda y competidores

- La industria de constructores de vivienda se encuentra muy fragmentada, con más de 600 jugadores a nivel nacional. Esta se compone de jugadores regionales principalmente
 - De acuerdo con el INFONAVIT, la mayoría de los desarrolladores registrados desplazaron menos de 1,000 unidades de vivienda, y tan sólo tres desarrolladores desplazaron más de 10 mil unidades de vivienda al año al cierre de 2015
 - Actualmente están enlistados en bolsa los siguientes desarrolladores de vivienda: Consorcio Ara (ARA), Corpovael (CADU), Corporación Geo (GEO), Consorcio Hogar (HOGAR), Desarrolladora Homex (HOMEX), Servicios Corporativos Javer (JAVER), Sare Holding (SARE), Urbi Desarrollos Urbanos (URBI). Urbi se encuentra suspendida porque sigue su propio proceso de Concurso Mercantil
- La nueva política de vivienda representó un cambio estructural en la industria que provocó una reducción importante en el número de desarrolladores de vivienda registrados, al pasar estos de 2 mil 292 en 2012 a 655 en 2015
- Los desarrolladores de vivienda en el mercado son pequeños en su mayoría y no se especializan en desarrollos de vivienda vertical
 - A enero de 2016, había 551 mil 130 viviendas en construcción o terminadas en el mercado, de las cuales sólo el 23% eran del tipo vertical, según información publicada por la CONAVI

Desarrolladores de vivienda registrados en el RUV ¹

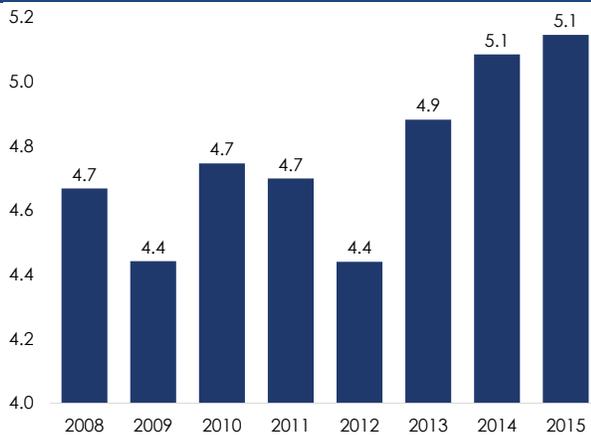


¹ Fuente: RUV a febrero 2015

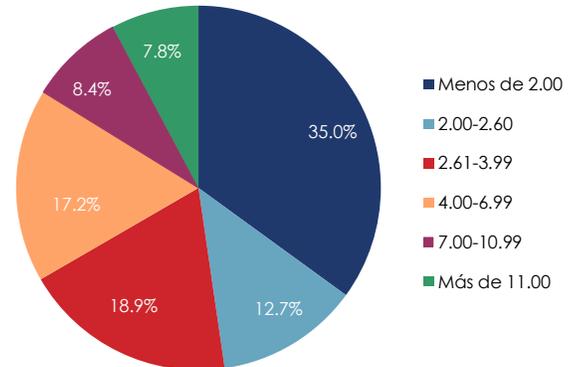
Industria

Demanda de vivienda

Demanda potencial INFONAVIT (mm de créditos)



Composición de cartera INFONAVIT por segmento de ingresos (VSM)



Demanda potencial

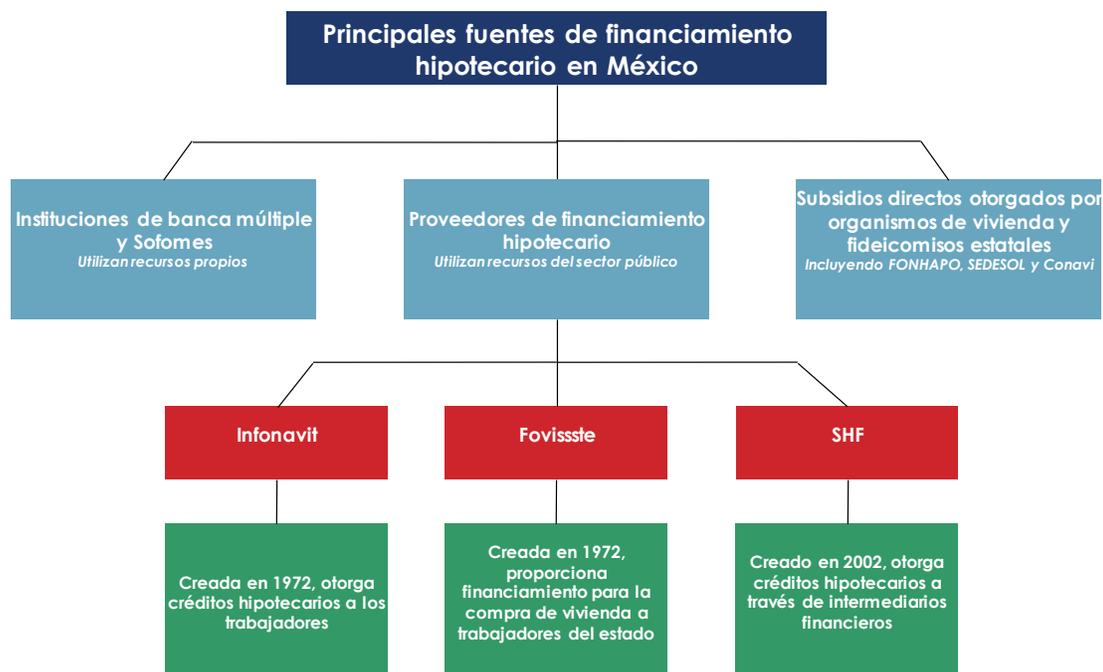
- Según la Encuesta Nacional de Vivienda del INEGI, recabada en 2013, la población generalmente compra una vivienda entre las edades de 31 y 36 años
- La CONAPO estima que para 2015 (último dato disponible es 2012), el grupo de edad de entre 25 y 50 años estaba representado por 43.7 mm de personas, o 36.4% del total, y que para 2020 este grupo representará el 36.7% de la población. En adelante se estima que este grupo represente una mayor parte de la población total
- De acuerdo con estimaciones de la CONAPO, el número de hogares en México podría pasar de 32.3 mm en 2015 a 40.9 mm en 2030
- Se estima que el número de hogares tendrá un crecimiento más acelerado que la población, debido a la tendencia a la baja en el número de ocupantes por hogar. La ocupación promedio por vivienda pasó de 5 personas en 1990 a 3.7 personas en 2012 (último dato disponible), según datos de la CONAPO
- El INFONAVIT calculaba la demanda potencial de vivienda en 5.15 mm a junio de 2015, por el número de derechohabientes que pueden solicitar un crédito ante dicha institución. Sin embargo, no todos los derechohabientes solicitan un crédito debido a factores externos como el ciclo laboral. Al cierre de 2013 (último dato disponible), el porcentaje de derechohabientes que solicitaron su crédito era de 13.7%
- De acuerdo con datos del INEGI, al 2012 había en México 9.8 mm de hogares bajo condiciones inhabitables (último dato disponible). El déficit de vivienda se compone por 1.8 mm de hogares del sector formal de la economía (afiliados a INFONAVIT o FOVISSSTE) y 8 mm de hogares del sector informal (no afiliados)
- Actualmente no existe un mecanismo sustancial para ofrecer hipotecas al sector informal de la economía, por lo que los desarrolladores de vivienda enfocan sus esfuerzos en atender las necesidades del segmento afiliado
- De acuerdo con el reporte de Demanda de Vivienda de la Sociedad Hipotecaria Federal ("SHF"), para 2016 se estima una demanda de 1.17 mm de créditos para atender las necesidades de vivienda de la población
- El mismo reporte estima que la mayor parte de esta demanda de créditos, el 49.3% equivalentes a 575.4 K créditos, será para adquisición de vivienda; mientras que otra parte importante, el 40.7% de los créditos, será para mejoramiento de vivienda. El 10% de los créditos demandados serán de autoproducción, según proyecta el reporte mencionado

Industria

Financiamiento hipotecario

- Parte importante del mercado para los desarrolladores de vivienda depende de la disponibilidad de financiamiento hipotecario
- Las principales fuentes de financiamiento hipotecario en México son:
 - Proveedores que se fondean a través de aportaciones patronales, de los derechohabientes, y del sector público (INFONAVIT, FOVISSSTE y SHF)
 - Instituciones del sector privado (Banca múltiple y Sofomes)
 - Otras entidades que otorgan subsidios y créditos (FONHAPO, SEDESOL, CONAVI, ISSFAM, PEMEX, entre otras)
- De acuerdo al reporte "Demanda de Vivienda 2016" de la SHF, el 68.6% de la demanda de créditos para adquisición de vivienda en 2016 será atendida por el INFONAVIT (394.7 K créditos), el 18.2% de la demanda será atendida por instituciones del sector privado (105.0 K créditos), el 10.4% por FOVISSSTE (59.8 K créditos), y sólo el 2.7% será atendido por otras entidades (15.8 K créditos)
- El mismo reporte estima que la necesidad de créditos hipotecarios crecerá 0.6% en 2016 respecto al año anterior
 - La demanda de créditos por adquisición disminuirá 6.5% respecto al año anterior, principalmente ante la mayor cantidad de opciones para ejercer un crédito de vivienda (mejoramiento y autoproducción)
 - El número de créditos para mejoramiento de vivienda crecerá 7.2% en el año; mientras que los créditos demandados para autoproducción se incrementarán 15.2%

Fuentes de financiamiento hipotecario en México



Industria

Productos de financiamiento hipotecario

- El INFONAVIT cuenta con los siguientes productos:
 - Crédito INFONAVIT: Se otorga con base en la edad y los ingresos de cada trabajador. El financiamiento puede ser usado para la adquisición de una vivienda nueva o usada, y para mejoras de vivienda
 - Crédito Seguro INFONAVIT: Este programa se enfoca en promover el ahorro. Apoyan el ahorro mensual que realice el trabajador para que pueda obtener un crédito INFONAVIT
 - INFONAVIT Total: En esta modalidad se acuerda una cesión parcial del crédito a un banco comercial. Es necesario ganar más de 4.5 VSM, y en caso de parejas casadas 11 VSM
 - Apoyo INFONAVIT: Programa enfocado en apoyar a trabajadores que perciben ingresos mayores. Los clientes pueden aplicar sus aportaciones mensuales al INFONAVIT para cubrir parte de los pagos mensuales de los créditos hipotecarios contratados con bancos privados
 - Cofinavit: Mismo concepto que Apoyo INFONAVIT, utilizando una institución de banca múltiple o Sofom
 - Segundo Crédito: Programa diseñado para aquellos trabajadores que han liquidado su primer crédito sin importar su nivel de ingresos
 - Mejoravit: Otorgan créditos para mejorar la calidad de los hogares de los afiliados al INFONAVIT. Existen dos modalidades: remodelación y ampliación
 - Arrendavit: Permite a los trabajadores arrendar una vivienda en desarrollos participantes. El contrato es por 12 meses

Productos de financiamiento hipotecario INFONAVIT



Industria

Productos de financiamiento hipotecario

- El FOVISSSTE está enfocado en el otorgamiento de créditos para los segmentos de vivienda de interés social y la parte baja del rango de precios correspondiente al segmento de vivienda media. Al igual que el INFONAVIT, FOVISSSTE tiene distintos productos para distintas necesidades:
 - El crédito tradicional se otorga a través de un procedimiento aleatorio, en el que pueden participar los trabajadores al servicio de Entidades Públicas del Estado (ya sea en activo, en base o eventuales) y que aporten al fondo
 - El crédito con subsidio está pensado para trabajadores con ingreso individual menor a 5 VSM, por lo que se combina el crédito con un subsidio de la CONAVI
 - Créditos Pensiona2: para los pensionados del ISSSTE que no rebasen los 74 años con 11 meses de edad, que ya se encuentren jubilados o retirados y que en su etapa de servicio no gozaron de algún crédito
 - Créditos conyugales: programa enfocado en los trabajadores cuyo cónyuge cotice al INFONAVIT
 - Créditos Alia2 Plus: Permite a aquellos trabajadores cuya compensación sea superior a su sueldo básico de cotización utilizar el saldo de la subcuenta de vivienda del SAR para incrementar su capacidad de crédito
 - Créditos Respalda2 y Respalda2M: Bajo estos programas, FOVISSSTE traspasa los recursos del saldo de la subcuenta de vivienda del SAR a una entidad financiera, quien otorgará el crédito por la capacidad de endeudamiento de cada afiliado, sin límite en el monto del crédito
 - FOVISSSTE en pesos: Crédito con garantía hipotecaria que se entrega sin necesidad de sorteo
 - FOVISSSTE e INFONAVIT: Producto que permite a los servidores que coticen en ambas instituciones, sumar ambos créditos y adquirir una mejor vivienda

Productos de financiamiento hipotecario FOVISSSTE



Industria

Productos de financiamiento hipotecario

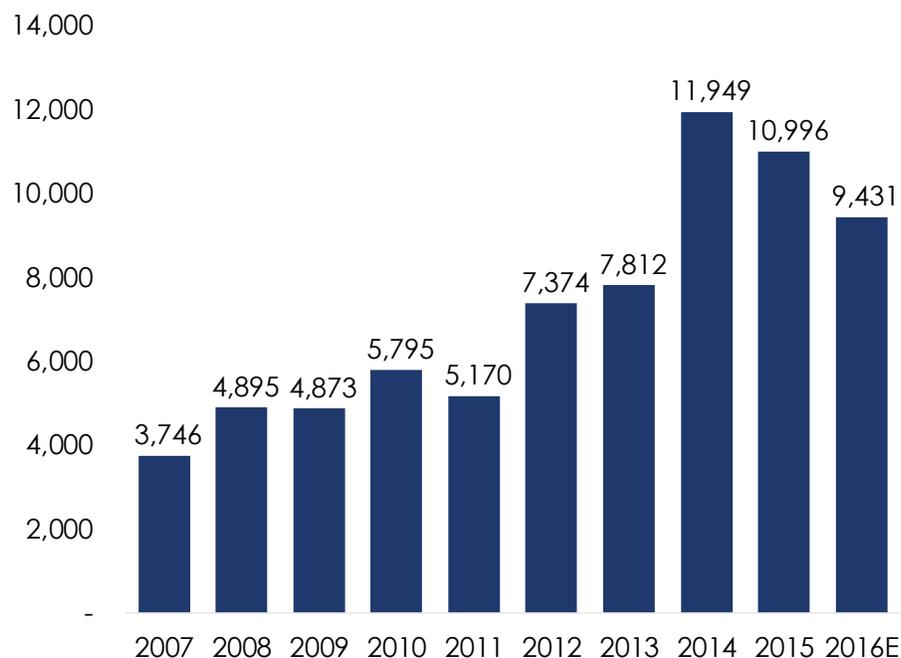
- La Sociedad Hipotecaria Federal ("SHF") ha representado una fuente de financiamiento importante para los desarrolladores de vivienda por medio de los siguientes programas:
 - Créditos para la construcción de vivienda otorgados a instituciones de banca múltiple
 - Crediferente, consiste en garantizar las primeras pérdidas en las hipotecas que otorguen instituciones de banca múltiple a través de este programa
 - Programa de Créditos Puente Sindicados, consiste en créditos a desarrolladores medianos que cumplan con los requisitos para un crédito bancario
 - Programa CEBURES, consiste en la emisión de certificados de deuda garantizados al 30% por la SHF
- Instituciones del sector privado
 - En general la banca múltiple se ha enfocado en generar productos hipotecarios para los segmentos de vivienda media y residencial
 - Por su parte, las Sofomes se han enfocado al segmento de vivienda de interés social y parcialmente al segmento de vivienda media apoyadas por la SHF

Industria

Subsidios CONAVI

- A través de la CONAVI, la SEDATU otorga subsidios para complementar el ahorro de los trabajadores y las hipotecas que estos pueden obtener para la adquisición de vivienda nueva o usada, construcción propia o mejoras de vivienda. Los subsidios están disponibles a los siguientes segmentos de la población:
 - Población afiliada al INFONAVIT con un ingreso de hasta 2.6 VSM
 - Trabajadores informales, miembros de las fuerzas armadas, de la Secretaría de Seguridad Pública Federal y sus equivalentes a nivel estatal y/o municipal con un ingreso de hasta 5 VSM
- Todos los años se define un presupuesto de subsidios para el siguiente año en el Presupuesto de Egresos para la Federación. Los subsidios han aumentado de forma significativa entre 2013 y 2014
 - En 2014, la CONAVI otorgó subsidios a la vivienda por MXN 11,494 mm, un 47% más de lo registrado un año antes. De dicho monto, el 69%, o MXN 7,931 mm fueron designados a la adquisición de viviendas nuevas
 - En 2015, la CONAVI gastó MXN 10,996 mm en subsidios a la vivienda, de los cuales el 78%, o MXN 8,532 mm, fueron designados a la adquisición de viviendas nuevas
 - Para 2016 se asignó un presupuesto de MXN 9,431 mm de subsidios, 15% menor a lo del año anterior. A pesar de ello, se mantendrá sin cambios el presupuesto de subsidios para la adquisición de vivienda nueva

Subsidios a la vivienda (MXN mm)¹



¹ Fuente: CONAVI

Valuación

Flujos de efectivo descontados (DCF)

Estamos iniciando cobertura de Desarrolladora Homex, S.A.B. de C.V. con un PO 2016 de MXN 5.75

- Valuamos HOMEX con el método de flujos de efectivo descontados (DCF), por medio de la proyección de ocho años hasta 2023 y utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) como tasa de descuento, 17.05%. HOMEX opera actualmente a un múltiplo de 22.3x VE/EBITDA 2016E ajustado
- Para el valor terminal utilizamos una tasa de crecimiento a perpetuidad de 3.00%, que arroja una valuación en 2023 de 2.9x VE/EBITDA 2023E
- La compañía recientemente salió del proceso de Concurso Mercantil, que se prolongó por 18 meses y después del cual los accionistas anteriores fueron diluidos al 90%. Consideramos que las perspectivas a futuro de la compañía (la estructura más eficiente de la operación, las nuevas políticas de capital de trabajo, el potencial de generación de flujo, y el posicionamiento de mercado) no están reflejadas adecuadamente en el precio actual de la acción. La incertidumbre sobre el futuro de la compañía ha provocado que el precio de la acción se mantenga castigado, desde nuestro punto de vista

Flujos de efectivo descontados (MXN mm)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA ajustado *	(848)	556	1,413	1,972	2,793	3,499	3,729	4,172	4,348
Impuestos efectivos	(4,374)	(277)	(74)	(370)	(564)	(746)	(821)	(985)	(1,055)
Cambios en el capital de trabajo	(5,322)	2,172	(325)	(9)	(615)	(533)	(244)	(115)	(110)
Capex	-	(100)	(150)	(150)	(125)	(100)	(100)	(100)	(100)
Flujo libre de efectivo	(10,545)	2,351	864	1,443	1,490	2,120	2,564	2,973	3,084
Valor terminal									22,614
Flujos descontados		2,259	709	1,012	893	1,086	1,122	1,111	8,206
Valor de la empresa	16,398								
Deuda Total	6,907								
Efectivo	42								
Interés minoritario	-								
Valor de capitalización objetivo	9,533								
Número de acciones en circulación mm	1,659								
Precio Objetivo	5.75								

*EBITDA ajustado por otros ingresos sin impacto en el efectivo

Valuación

Supuestos clave

Supuestos operativos

- Para la proyección de los ingresos se tomó como referencia el Plan de Negocios presentado por la compañía en los Convenios Concursales aprobados
 - Se aplica un margen de seguridad del 15% a las proyecciones de ventas de unidades de vivienda de la compañía a partir del tercer año de la proyección
 - Se estima que las ventas de la compañía podrían pasar de 8,005 unidades en el primer año de la reactivación, hasta 32,791 unidades para el octavo año de la reactivación
- En términos de márgenes, se estima que el costo de ventas pasará de 76% de los ingresos totales en 2016, a 72% de los ingresos totales en 2023. Para el margen EBITDA ajustado se estima un incremento de 14.5% a 20.6% a lo largo de los ocho años de la proyección
- Con respecto al capital de trabajo, se hacen los siguientes supuestos:
 - El inventario de tierra será adquirido con el tiempo necesario para la obtención de permisos. Se asume que los días de inventario disminuyen considerablemente, de 532 días en 2016 a 159 días en 2023
 - Se asumen 15 días en cuentas por cobrar, mismos que se mantienen a lo largo de la proyección
 - Se asumen 7 días en proveedores al principio de la proyección, y se espera un incremento gradual a 20 días al final de la proyección
- Para el CAPEX se tomó como referencia las expectativas de la compañía expresadas en su Plan de Negocios
- El Flujo Libre de Efectivo de 2016 se ve beneficiado por nuestro supuesto de entrega de inventarios a acreedores comunes como pago en especie, así como por la liberación de recursos de las obligaciones convertibles que están consideradas dentro de “otros activos financieros netos”

Estructura de capital

- Nuestro escenario base asume que la compañía podrá cumplir con su plan de desapalancamiento financiero presentado en los Convenios Concursales
 - Considerando el bono convertible, la deuda de HOMEX disminuirá de MXN 8,045 mm al cierre de 2015, a MXN 705 mm al cierre de 2023
 - El costo financiero está integrado por dos partes, los intereses generados por la deuda nueva que asume la compañía para reactivar sus operaciones, y los créditos puente que se toman a lo largo del año para financiar la construcción de unidades de vivienda
 - Se proyecta que solamente el 35% de la deuda al cierre de 2016 generará gasto por intereses, ya que el resto será liquidado conforme al plan de pagos acordado en los Convenios Concursales. Desde nuestra perspectiva, el valor de la deuda de la compañía está inflado, ya que probablemente el valor de mercado sea menor al que refleja el balance general. Lo anterior, genera una distorsión en el valor de la empresa, así como el múltiplo VE/EBITDA, mostrándolos más altos de lo que se verían en una empresa con una estructura de capital más estable
- Se asume la conversión de las obligaciones convertibles a mediados de 2022
- Nuestro precio objetivo se calcula tomando las acciones totalmente diluidas de la compañía, 1,658,615,064; es decir, considerando la conversión total de las opciones y de las obligaciones convertibles emitidas como parte de la reestructura del capital

Comparables Públicos

Nombre de la empresa	Precio de la acción (MXN)	% máx. de 52 s.	Cap. de Mcdo. (mm)	Valor empresa (mm)	VE/EBITDA			P/U		
					LTM	2016E	2017E	LTM	2016E	2017E
Consorcio Ara SAB de CV	6.93	95.3%	9,096.4	9,978.5	11.7x	8.9	8.4	15.40	14.14	13.33
Cadu Inmobiliaria SA de CV	14.80	81.3%	5,121.3	4,105.8	6.1	3.5	2.9	5.36	8.71	7.05
Servicios Corporativos Javier SAB De CV	18.36	94.1%	5,114.0	7,203.5	7.7	ns	ns	ns	ns	ns
Sare Holding SAB de CV	0.21	57.0%	1,171.5	1,920.1	129.6	ns	ns	ns	ns	ns
Consorcio Hogar SAB de CV	2.75	68.8%	1,367.0	1,749.0	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Percentile 25					7.3x	4.9x	4.3x	7.9x	10.1x	8.6x
Percentile 75					41.2x	7.5x	7.0x	12.9x	12.8x	11.8x
Median					9.7x	6.2x	5.6x	10.4x	11.4x	10.2x
Average					38.8x	6.2x	5.6x	10.4x	11.4x	10.2x

Nota: Excluye los valores atípicos. Análisis basado en Consultora 414 y estimados de Wall Street. Datos al 03/05/2016

Resumen de Estados Financieros

Estado de resultados y razones financieras (MXN mm)

Estado de Resultados (MXN mm)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ingresos por viviendas	306	3,847	9,295	10,661	13,704	16,579	17,751	18,988	19,830
Ingresos por infraestructura	17	-	1,000	1,034	1,071	1,111	1,154	1,195	1,236
Otros ingresos	23	-	-	-	-	-	-	-	-
Total ingresos	346	3,847	10,295	11,695	14,776	17,690	18,905	20,182	21,066
Costo de ventas	563	2,935	7,752	8,549	10,624	12,719	13,593	14,511	15,147
Utilidad bruta	(217)	912	2,543	3,146	4,152	4,971	5,312	5,671	5,920
Gastos de operación	863	462	1,235	1,286	1,478	1,592	1,701	1,615	1,685
Otros gastos (ingresos) de operación, neto	(2,655)	(3,028)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)
Utilidad de operación	1,576	3,478	1,507	2,059	2,874	3,579	3,811	4,257	4,434
Costo Integral de Financiamiento	2,571	402	684	783	931	1,005	980	862	798
Utilidad antes de impuestos	(995)	3,076	823	1,277	1,943	2,574	2,831	3,395	3,636
Impuestos a la Utilidad	4,374	277	74	370	564	746	821	985	1,055
Utilidad en liquidación de pasivos con acciones de la compañía	(21,279)	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad neta consolidada	15,909	2,799	749	907	1,380	1,828	2,010	2,411	2,582

Indicadores y razones financieras	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Indicadores de rentabilidad									
Margen bruto	ns	23.7%	24.7%	26.9%	28.1%	28.1%	28.1%	28.1%	28.1%
Margen EBITDA ajustado	ns	14.5%	13.7%	16.9%	18.9%	19.8%	19.7%	20.7%	20.6%
Margen neto	ns	72.8%	7.3%	7.8%	9.3%	10.3%	10.6%	11.9%	12.3%
Solvencia y apalancamiento									
Deuda Total	8,045	6,916	6,406	5,748	5,089	4,431	3,772	1,363	705
Deuda / Activo total	67.2%	63.4%	56.3%	49.6%	40.9%	33.1%	26.2%	8.5%	4.0%
Deuda Neta / EBITDA	ns	9.3x	3.5x	2.2x	1.4x	0.9x	0.4x	-0.5x	-1.0x
EBITDA / Gastos financieros	ns	8.9x	2.4x	2.8x	3.2x	3.7x	4.0x	5.1x	5.7x
Liquidez									
Activo circulante - Pasivo circulante	(15,385)	(7,185)	(6,262)	(5,884)	(5,321)	(4,142)	(2,785)	(996)	980
Razón circulante	0.2x	0.3x	0.4x	0.4x	0.5x	0.6x	0.7x	0.9x	1.1x
Días de inventario	531	194	187	185	170	166	162	159	159
Rotación de activos	0.0x	0.4x	0.9x	1.0x	1.2x	1.3x	1.3x	1.3x	1.2x

Resumen de Estados Financieros

Balance general (MXN mm)

Balance General (MXN mm)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Efectivo y equivalentes de efectivo	42	1,736	1,433	1,339	1,080	1,377	2,143	3,462	5,019
Cuentas por cobrar – neto	56	158	1,023	1,060	1,164	1,260	1,285	1,307	1,360
Inventarios	1,887	778	1,290	1,661	2,474	2,983	3,192	3,413	3,564
Pagos anticipados	57	57	57	57	57	57	57	57	57
Otros activos financieros – neto	1,518	535	535	535	535	535	535	535	535
Total del activo circulante	3,559	3,264	4,338	4,652	5,311	6,213	7,212	8,775	10,536
Terrenos y obra para futuros desarrollos	4,257	3,490	2,839	2,709	2,898	2,947	2,997	3,014	3,014
Propiedad y equipo – neto	240	234	279	316	322	302	284	269	255
Otros activos – neto	44	44	44	44	44	44	44	44	44
Impuesto sobre la renta diferido	3,878	3,878	3,878	3,878	3,878	3,878	3,878	3,878	3,878
Total del activo no circulante	8,420	7,646	7,040	6,947	7,142	7,170	7,203	7,205	7,191
Total del activo	11,979	10,911	11,378	11,599	12,453	13,384	14,416	15,979	17,728
Revolvente	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Créditos a corto plazo	6,300	590	563	528	492	457	421	386	350
Cuentas por pagar	3,678	2,801	3,134	2,779	2,541	2,402	2,298	2,337	2,384
Acreedores por adquisición de terrenos	-	-	-	472	1,058	1,259	1,341	1,406	1,454
Depósitos de clientes para futuras ventas	173	465	533	685	829	888	949	991	991
Otros impuestos por pagar	3,688	1,688	1,688	1,623	1,493	1,363	1,233	1,103	1,038
Impuesto sobre la renta	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
Provisión para contingencias fiscales	3,565	3,365	3,165	2,965	2,765	2,565	2,365	2,165	1,965
Arrendamientos capitalizables	47	47	47	39	31	23	16	8	-
Otras cuentas por pagar	119	119	95	71	48	24	-	-	-
Total del pasivo circulante	18,944	10,450	10,600	10,536	10,631	10,355	9,998	9,771	9,557
Deuda a largo plazo	608	4,575	4,093	3,470	2,847	2,224	1,601	978	355
Otros pasivos a largo plazo	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Total Pasivo a largo plazo	611	4,579	4,096	3,473	2,850	2,227	1,604	981	358
Total del pasivo	19,555	15,028	14,696	14,010	13,482	12,582	11,602	10,752	9,915
Capital social	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283	3,033	3,033
Obligaciones Convertibles	1,137	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	-	-
Prima en venta de acciones	2,833	2,833	2,833	2,833	2,833	2,833	2,833	2,833	2,833
Acciones en tesorería al costo	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
(Pérdida) utilidades retenidas	(12,735)	(9,936)	(9,187)	(8,280)	(6,901)	(5,073)	(3,063)	(653)	1,929
Instrumentos financieros derivados, neto de impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras cuentas de capital	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Capital (déficit) participación controladora	(7,475)	(4,063)	(3,314)	(2,407)	(1,027)	800	2,810	5,220	7,802
Participación no controladora en subsidiarias	(101)	(55)	(4)	(3)	(1)	1	4	7	11
Total (déficit) del capital contable	(7,576)	(4,118)	(3,318)	(2,410)	(1,029)	801	2,814	5,228	7,813
Total del pasivo y del capital contable	11,979	10,911	11,378	11,599	12,453	13,384	14,416	15,979	17,728

Resumen de Estados Financieros

Estado de flujos de efectivo (MXN mm)

Estado de Flujos de Efectivo (MXN mm)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Utilidad antes de impuestos	(995)	3,076	823	1,277	1,943	2,574	2,831	3,395	3,636
Depreciación y amortización activo	231	106	106	113	119	120	118	115	114
Pérdida en venta de propiedad y equipo	(1)	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses a favor	(1)	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses devengados	1,875	402	684	783	931	1,005	980	862	798
Efectos de valuación por instrumentos financieros derivados	696	-	-	-	-	-	-	-	-
Reserva de cuentas de cobro dudoso	(24)	-	-	-	-	-	-	-	-
(Utilidad) pérdida cambiaria neta	(95)	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganancia por disminución en provision de contingencias fiscales	-	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)
Impairment ISR diferido	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Partidas sin impacto en el efectivo	2,681	307	590	695	850	925	898	777	712
Impuestos	-	(277)	(74)	(370)	(564)	(746)	(821)	(985)	(1,055)
Cambios en el capital de trabajo	2,836	2,172	(325)	(9)	(615)	(533)	(244)	(115)	(110)
Fujo neto de la operación	4,522	5,279	1,014	1,593	1,615	2,220	2,664	3,073	3,184
Inversión en Propiedades, Planta y Equipo	-	(100)	(150)	(150)	(125)	(100)	(100)	(100)	(100)
Venta de Propiedades, Planta, y Equipo	2	-	-	-	-	-	-	-	-
Fujo neto de inversión	2	(100)	(150)	(150)	(125)	(100)	(100)	(100)	(100)
Contratación de préstamos bancarios	x	1,125	350	-	-	-	-	-	-
Pago de créditos bancarios y otros financiamientos	x	(5,798)	(4,092)	(533)	(755)	(820)	(820)	(796)	(731)
Cambio neto en préstamos y otros financiamientos			(3,742)	(533)	(755)	(820)	(820)	(796)	(731)
Aportaciones de Capital		-	-	-	-	-	-	-	-
Capitalización deuda convertible	x	1,137	613	-	-	-	-	-	-
Participación no controladora		-	46	50	1	2	3	3	3
Intereses pagados	x	(1,071)	(402)	(684)	(783)	(931)	(1,005)	(980)	(798)
Fujo neto de financiamiento	(4,607)	(3,485)	(1,167)	(1,537)	(1,750)	(1,822)	(1,798)	(1,655)	(1,526)
Incremento (disminución) neto de efectivo	(82)	1,694	(303)	(94)	(260)	298	766	1,318	1,558
Ajustes por cambios al valor del efectivo	18	-	-	-	-	-	-	-	-
Efectivo inicial	105	42	1,736	1,433	1,339	1,080	1,377	2,143	3,462
Efectivo final	42	1,736	1,433	1,339	1,080	1,377	2,143	3,462	5,019

Aviso de Limitación de Responsabilidad

- Los analistas responsables de la producción de este reporte certifican que las posturas expresadas aquí reflejan exclusivamente sus visiones y opiniones personales sobre cualquiera de los emisores o instrumentos discutidos, y que fueron preparadas de manera independiente y autónoma, incluyendo de 414 Capital Inc. y Consultora 414 S.A. de C.V. (por separado o en conjunto, "414") y otras empresas asociadas. Los analistas responsables de la producción de este reporte no están registrados y/o calificados por NYSE o FINRA, y no están asociados con ninguna casa de bolsa en los Estados Unidos o cualquier otro lado, por lo que no están sujetos a las restricciones de comunicación con compañías cubiertas o presentaciones en público de acuerdo a las reglas 2711 de NASD y 472 de NYSE. Cada analista también certifica que ningún componente de su compensación estuvo, está o estará directa o indirectamente vinculado con las recomendaciones específicas o visiones expresadas por ellos en este reporte de análisis.
- La información contenida en este documento es proveída por 414 de buena fe. La información es considerada precisa y actualizada hasta la fecha indicada, cuando aplique. 414 no es responsable por errores u omisiones, o por los resultados obtenidos por el uso de esta información. Toda la información contenida en este documento es proveída sin garantía de completitud, precisión, actualización, o de los resultados obtenidos por el uso de esta información, y sin garantía de ningún tipo, expresa o implícita, incluyendo pero no limitada a garantías de rendimiento, liquidez o adecuación para un propósito específico, incluyendo casos de negligencia. En ningún caso serán 414, sus partes relacionadas o empleados responsables al lector o cualquier tercero por cualquier decisión o acción tomada con base en la información de este documento o por daños consecuentes, especiales o similares, aun cuando exista aviso sobre la posibilidad de dichos daños.
- No se realizan representaciones sobre la razonabilidad de los supuestos o la precisión o completitud de los modelos o la información utilizada. No se representa que los valores puedan ser alcanzados, o que dichos valores sean de cualquier manera indicativos de desempeño futuro. Las valuaciones son indicativas (no realizables) y no son una oferta para comprar o vender cualquier instrumento o realizar, transferir o asignar cualquier transacción. Estas valuaciones pueden diferir sustancialmente de un valor realizable, particularmente en condiciones de mercado volátiles.
- Las valuaciones proveídas se pueden basar en un número de factores incluyendo, pero no limitados a, precios actuales, valuación de activos subyacentes, liquidez de mercado, modelos propietarios y supuestos (sujetos a cambio sin notificación) e información públicamente disponible que se considera confiable, pero no ha sido verificada de manera independiente. Todos los supuestos, opiniones y estimados constituyen el juicio del analista a la fecha y están sujetos a cambio sin notificación.
- La inversión a la que se refiere esta publicación puede no ser adecuada para todos los receptores. Se recomienda a los receptores a tomar decisiones de inversión con base en sus propias investigaciones que ellos consideren necesarias. Cualquier pérdida o consecuencia distinta que surja del uso del material contenido en esta publicación será única y exclusivamente responsabilidad del inversionista, y 414 no acepta responsabilidad por dicha pérdida o consecuencia. En caso de existir una duda sobre cualquier inversión, los receptores deben contactar a sus propios asesores de inversión, legales y/o fiscales para obtener asesoría sobre la oportunidad de la inversión. Al grado permitido por la ley, ninguna responsabilidad es aceptada por cualquier pérdida, daños o costos de cualquier tipo que surjan del uso de esta publicación o sus contenidos.
- El hecho de que 414 haya puesto este documento o cualquier otro material a su disposición no constituye una recomendación de tomar o mantener una posición, ni una representación de que cualquier transacción es adecuada o apropiada para usted. Las transacciones pueden involucrar riesgos significativos y usted no debe participar en una transacción a menos que entienda completamente dichos riesgos y haya determinado de manera independiente que dicha transacción es apropiada para usted. 414 no ofrece asesoría contable, fiscal o legal, y estos temas deben ser tratados con su asesor especializado.
- Esta presentación no constituye un compromiso de comprar, suscribir o colocar ningún instrumento ni ofrecer crédito y ofrecer otros servicios.
- 414 ha sido aprobada por la BMV para actuar como Analista Independiente y está sujeta a lo dispuesto por el Reglamento Interior de la BMV. Dicha aprobación en ningún momento implica que la empresa 414 ha sido autorizada o supervisada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- Estos materiales fueron preparados para uso en el territorio mexicano, por personas físicas o morales mexicanas. No pueden ser reproducidos, distribuidos a un tercer o publicados sin el consentimiento de 414. Las leyes y los reglamentos de otros países pueden restringir la distribución de este reporte. Las personas en posesión de este documento deben informarse sobre las posibles restricciones legales y cumplirlas de manera acorde.

Resultados 1T16: Reactivación de operaciones aún en proceso

- HOMEX vendió 241 unidades de vivienda durante el 1T16, 71% del segmento de interés social y 29% de vivienda media. Los ingresos de la compañía ascendieron a MXN 148 mm, un crecimiento de más de 80% YoY debido al reinicio de operaciones
- En el trimestre, HOMEX obtuvo una pérdida en operaciones de MXN 93 mm, frente a la pérdida de MXN 79 mm del 1T15. El nivel de operaciones se mantiene bajo, lo cual afectó el resultado del trimestre. Además, se registró un gasto extraordinario de MXN 28 mm por operación y mantenimiento en proyectos donde la infraestructura aún no se termina. Para el resto del año, la compañía utilizará una línea de crédito del INFONAVIT por MXN 350 mm para finalizar la infraestructura en sus proyectos, por lo que este gasto deberá desvanecerse a lo largo del año
- Se registraron otros gastos por MXN 115 mm, provenientes de una provisión por actualización y multas por saldos fiscales, aunque esta partida no representó una salida de efectivo
- Al 1T16, la deuda total de la compañía ascendió a MXN 7,103 mm denominada completamente en MXN. La mayor parte de la deuda está clasificada como de corto plazo, aunque actualmente HOMEX está negociando con sus acreedores para modificar contratos y dejar la mayoría a largo plazo. Esperamos un resultado positivo de dichas negociaciones
- La salida de HOMEX de Concurso Mercantil es reciente, por lo que el nivel de operaciones es bajo aún. A pesar de ello, creemos que la experiencia y el modelo de negocios de la compañía le permitirán alcanzar un ritmo de construcción considerablemente mayor a final del año. HOMEX cotiza a un múltiplo de 22.3x VE/EBITDA 2016E ajustado por partidas sin impacto en el efectivo

Resultados 1T16 (MXN mm)			
	1T16	1T15	Δ YoY%
Ingresos	148	81	81.3%
Costo de ventas	120	70	71.2%
% <i>margen bruto</i>	19.0%	14.3%	475 pb
Gastos generales	121	91	32.6%
EBIT	(93)	(79)	16.7%
% <i>margen operativo</i>	ns	ns	ns
Utilidad neta	(333)	(218)	52.6%
% <i>margen neto</i>	ns	ns	ns

*Considerando el número de acciones totalmente diluidas

Precio de la acción	3.34
Precio objetivo 2016	5.75

Retorno potencial esperado 72.1%

Rango desde reanudación 3.24 - 22.50

Resumen de mercado (mm)

Precio de la acción	3.34
Acciones totalmente diluidas	1,659
Free float *	20.2%
Valor de capitalización *	5,540
Valor de la empresa *	12,406

3 meses ADTV (000's) 558



Rendimiento de la acción

	Homex	IPC
1 mes	-5.5%	0.8%
3 meses	-14.3%	7.4%

Este reporte debe leerse junto con el Aviso y Limitación de Responsabilidad ubicado al final del documento

Aviso de Limitación de Responsabilidad

- Los analistas responsables de la producción de este reporte certifican que las posturas expresadas aquí reflejan exclusivamente sus visiones y opiniones personales sobre cualquiera de los emisores o instrumentos discutidos, y que fueron preparadas de manera independiente y autónoma, incluyendo de 414 Capital Inc. y Consultora 414 S.A. de C.V. (por separado o en conjunto, "414") y otras empresas asociadas. Los analistas responsables de la producción de este reporte no están registrados y/o calificados por NYSE o FINRA, y no están asociados con ninguna casa de bolsa en los Estados Unidos o cualquier otro lado, por lo que no están sujetos a las restricciones de comunicación con compañías cubiertas o presentaciones en público de acuerdo a las reglas 2711 de NASD y 472 de NYSE. Cada analista también certifica que ningún componente de su compensación estuvo, está o estará directa o indirectamente vinculado con las recomendaciones específicas o visiones expresadas por ellos en este reporte de análisis.
- La información contenida en este documento es proveída por 414 de buena fe. La información es considerada precisa y actualizada hasta la fecha indicada, cuando aplique. 414 no es responsable por errores u omisiones, o por los resultados obtenidos por el uso de esta información. Toda la información contenida en este documento es proveída sin garantía de completitud, precisión, actualización, o de los resultados obtenidos por el uso de esta información, y sin garantía de ningún tipo, expresa o implícita, incluyendo pero no limitada a garantías de rendimiento, liquidez o adecuación para un propósito específico, incluyendo casos de negligencia. En ningún caso serán 414, sus partes relacionadas o empleados responsables al lector o cualquier tercero por cualquier decisión o acción tomada con base en la información de este documento o por daños consecuentes, especiales o similares, aun cuando exista aviso sobre la posibilidad de dichos daños.
- No se realizan representaciones sobre la razonabilidad de los supuestos o la precisión o completitud de los modelos o la información utilizada. No se representa que los valores puedan ser alcanzados, o que dichos valores sean de cualquier manera indicativos de desempeño futuro. Las valuaciones son indicativas (no realizables) y no son una oferta para comprar o vender cualquier instrumento o realizar, transferir o asignar cualquier transacción. Estas valuaciones pueden diferir sustancialmente de un valor realizable, particularmente en condiciones de mercado volátiles.
- Las valuaciones proveídas se pueden basar en un número de factores incluyendo, pero no limitados a, precios actuales, valuación de activos subyacentes, liquidez de mercado, modelos propietarios y supuestos (sujetos a cambio sin notificación) e información públicamente disponible que se considera confiable, pero no ha sido verificada de manera independiente. Todos los supuestos, opiniones y estimados constituyen el juicio del analista a la fecha y están sujetos a cambio sin notificación.
- La inversión a la que se refiere esta publicación puede no ser adecuada para todos los receptores. Se recomienda a los receptores a tomar decisiones de inversión con base en sus propias investigaciones que ellos consideren necesarias. Cualquier pérdida o consecuencia distinta que surja del uso del material contenido en esta publicación será única y exclusivamente responsabilidad del inversionista, y 414 no acepta responsabilidad por dicha pérdida o consecuencia. En caso de existir una duda sobre cualquier inversión, los receptores deben contactar a sus propios asesores de inversión, legales y/o fiscales para obtener asesoría sobre la oportunidad de la inversión. Al grado permitido por la ley, ninguna responsabilidad es aceptada por cualquier pérdida, daños o costos de cualquier tipo que surjan del uso de esta publicación o sus contenidos.
- El hecho de que 414 haya puesto este documento o cualquier otro material a su disposición no constituye una recomendación de tomar o mantener una posición, ni una representación de que cualquier transacción es adecuada o apropiada para usted. Las transacciones pueden involucrar riesgos significativos y usted no debe participar en una transacción a menos que entienda completamente dichos riesgos y haya determinado de manera independiente que dicha transacción es apropiada para usted. 414 no ofrece asesoría contable, fiscal o legal, y estos temas deben ser tratados con su asesor especializado.
- Esta presentación no constituye un compromiso de comprar, suscribir o colocar ningún instrumento ni ofrecer crédito y ofrecer otros servicios.
- 414 ha sido aprobada por la BMV para actuar como Analista Independiente y está sujeta a lo dispuesto por el Reglamento Interior de la BMV. Dicha aprobación en ningún momento implica que la empresa 414 ha sido autorizada o supervisada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- Estos materiales fueron preparados para uso en el territorio mexicano, por personas físicas o morales mexicanas. No pueden ser reproducidos, distribuidos a un tercer o publicados sin el consentimiento de 414. Las leyes y los reglamentos de otros países pueden restringir la distribución de este reporte. Las personas en posesión de este documento deben informarse sobre las posibles restricciones legales y cumplirlas de manera acorde.