

# Crédito Real

## LA DE MAYOR CRECIMIENTO

GRUPO FINANCIERO

# BX+

### EMISORA FAVORITA: PO 2014 DE P\$30.50

Iniciamos cobertura de Creal, una compañía del sector microfinanciero en México líder de mercado en créditos de nómina, con una opinión de **FAVORITA** y Precio Objetivo 2014 de **P\$30.50**, que implica un rendimiento potencial de 39.8%, vs. 20.3% del IPyC.

### CRECE POR ARRIBA DEL SECTOR

Para 2014, estimamos **crecimientos** en **Ingresos y Ut. Neta de 19.8% y 18.1%** respectivamente vs. 6.5% y 18.0% del promedio del sector. Ello como resultado del aumento en la Cartera de Crédito (+17.0% en 2014). Adicionalmente Creal cuenta con un plan de largo plazo con el que pretende incrementar su Cartera hasta P\$21,000 millones de los P\$10,424 actuales. Asimismo, Creal analiza la incorporación a la compañía de una institución bancaria en el mediano plazo una con la finalidad de reducir el costo de fondeo lo que incrementaría las Utilidades.

### CRECIMIENTO CON BAJA MOROSIDAD

Creal ha crecido su Cartera a un ritmo promedio de 54.8% en los U12M. Aunado a un índice de morosidad de 1.5%, que es uno de los más bajos del sector financiero en México, mostrando un crecimiento saludable y un amplio conocimiento de los clientes, que forman parte de un segmento desatendido por la banca tradicional. Para lograr estos crecimientos, Creal cuenta con estrategias en donde busca lograr alianzas así como potenciales adquisiciones. Muestra de esto fue la alianza alcanzada con *Fondo H* que incrementará la exposición al nuevo segmento de Creal de crédito a PYMEs. Adicionalmente, Creal analiza participar en otros países de Latinoamérica, en especial Perú y Colombia debido a los crecimientos estimados y a la avanzada regulación existente.

### SEGMENTO DESATENDIDO = MUCHO POTENCIAL

Creal ofrece crédito a los segmentos poblacionales de ingresos más bajos, que de otra manera no contarían con acceso a este tipo de productos. En ese sentido, Creal es líder de mercado en su principal segmento, crédito de nómina (78.3% de la Cartera) con un participación de mercado del 30% lo que significa un importante potencial de crecimiento. Adicionalmente, el resto de los segmentos en los que Creal participa serán los principales impulsores del crecimiento debido a las estrategias de la compañía y la base de comparación de dichos segmentos.

### BANSEFI: IMPACTO LIMITADO

Recientemente se dio a conocer el *Programa de Refinanciamiento para los Trabajadores de la Educación*, impulsado por Bansefi y que busca que los trabajadores del Sindicato Nacional de Trabajadores de la Educación (SNTE) puedan reestructurar sus créditos de nómina. Consideramos que si bien Creal está expuesto a este programa, el impacto es limitado (prepago de aprox. el 7% de la cartera en 2014) e incluso podría beneficiar a la compañía identificando créditos de mayor riesgo.

### ATRACTIVA VALUACIÓN

El PO'14 resulta del promedio de una valuación por flujos descontados (DCF, ver Pág. 5) y una valuación a través de múltiplos en donde se observan descuentos injustificados ya que Creal cuenta con una mejor perspectiva de crecimiento.

### RIESGOS Y OTROS

Los principales riesgos son: 1) Prepago de un monto mayor a lo previsto debido al Programa de Refinanciamiento (Ver Pág. 5); 2) Incremento del costo de fondeo que presione márgenes; 3) Mercado altamente competitivo; 4) Menor desempeño de la economía mexicana.

### FAVORITA

Precio Objetivo '14 P\$ 30.50

### RESUMEN

	Empresa	Pond.
Crecimiento	Positivo	✓
Rentabilidad	Positivo	✓
Sector	Positivo	
Estruct. Fin.	Positivo	✓
Dividendos	Positivo	
Administración	Positiva	✓
	Valor	Pond.
Valuación	Positivo	✓
Bursatilidad	Positivo	

### Rendimiento esperado

	Emisora	IPyC
Precio Actual	21.79	39,084
<b>P. O. 2014</b>	<b>30.50</b>	<b>47,000</b>
Var % (Nominal)	39.8%	20.3%
Diferencia	19.5 ppt	

### Indicadores mercado

	Emisora
U12M: Min-Max	18.99 – 23.15
<b>Market Cap. (P\$ mn)</b>	<b>8,140</b>
Free Float	47.6%

### Estimados / Valuación / Solidez

	U12M	2014	2015
Ingresos	40.1%	19.8%	17.1%
Ut. Neta	63.5%	18.1%	16.8%
P/E	8.1	6.9	5.9
Mgn Neto	51.7%	50.9%	50.8%
Índice de Morosidad	1.5%	1.5%	1.8%
Capitalización	41.8%	40.5%	40.0%

“El precio es lo que se paga. El valor es lo que se obtiene”

**Warren Buffet**

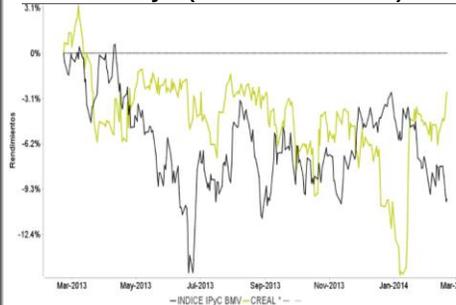
Andrés Audiffred A.  
aaudiffred@vepormas.com.mx  
5625 1500 ext. 1530

Marzo 05, 2014

### ESTRATEGIA BX+

BX+CAP	En IPyC	Condición
3.5%	0.0%	FAVORITA

### Creal vs. IPyC (Últimos 12 Meses)



Fuente: Grupo Financiero BX+



NOTA DE EMPRESA



10 TIEMPO ESTIMADO DE LECTURA (min)



OBJETIVO DEL REPORTE  
Identificar empresas atractivas para su inversión en Bolsa



## EMPRESA EXTRAORDINARIA

**Quiero ser Dueño** “No compro o vendo en el mercado, invierto en negocios”

La clave en el proceso de **Selección de Emisoras** para invertir en Bolsa se resume en: **1) Encontrar empresas extraordinarias cuyas características generen empatía e interés suficiente para desear ser dueño; 2) Identificar un valor atractivo.** Para “descubrir” estas emisoras en Bolsa, utilizamos ocho criterios de manera consistente: Seis (6) enfocados al carácter de empresa extraordinaria; y dos (2) orientados al valor (precio) atractivo. La combinación de todos determina su Precio Objetivo (PO).

FUENTES			
<b>Ventas Exportación / Total Ventas</b>			
Alza de Precios			
Alza en Volumen de Venta			✓
Reducción de Costos			✓
Mayor Penetración de Mercado			✓
Entrada a Nuevos Mercados			✓
Fusión o Adquisición			✓
Crecimiento y Márgenes	Sector	PU3a	Estim
Ingresos	22.8%	NA	19.8%
Ut. Neta	10.6%	NA	18.1%
Ut. Neta / Ingresos	11.5%	43.0%	509%

### ¿Cómo Gana Dinero y Crece?

Crédito Real (Creal) es una empresa microfinanciera que inició operaciones en 1993 otorgando crédito para la adquisición de bienes duraderos. En 2004 comenzó a realizar préstamos a través de descuentos vía nómina, los cuales representan actualmente el 78.3% de su cartera. Creal está enfocada en ofrecer distintos productos a los segmentos socioeconómicos medio y bajo de la población. En ese sentido, dichos nichos representan alrededor del 72% de la población en México, según cifras de la Asociación Mexicana de Agencias de Inteligencia de Mercado (AMAI). Creal realiza la colocación de crédito a través de algunas filiales como *Kondinero*, *CrediFiel* y *Crédito Maestro* en donde Creal cuenta con una participación del 49% así como a través de marcas propias.

Creal cuenta con cinco tipos de créditos principales:

- **Vía Nómina**, que representan el **78.3% de la Cartera de Crédito Total y 87.0% los ingresos por intereses**. Son otorgados a empleados de gobierno tanto federal como estatal y su pago se realiza a través de la nómina que recibe el trabajador. Son realizados por medio de filiales como las antes mencionadas y se otorgan en diversos segmentos como el educativo, salud, así como a distintas secretarías del gobierno federal. En este segmento Creal es líder con una participación de mercado del 30.0% lo que significa que aun existe espacio para incrementar su presencia.
- **Bienes Duraderos** los cuales representan alrededor del **10.8% de la Cartera de Crédito Total y 9.0% los ingresos por intereses**. Son otorgados para la adquisición de bienes de consumo duradero como refrigeradores, estufas, televisiones, salas, e inclusive pisos y materiales para la remodelación. Es importante mencionar que Creal cuenta con alianzas estratégicas con tiendas como Viana, Dico e Inter ceramic en donde la fuerza de ventas de dichas tiendas promociona el crédito para la adquisición de los bienes.
- **PYMEs** representan alrededor del **8.3% de la Cartera de Crédito Total y 1.0% los ingresos por intereses** de la compañía. Con este producto se atiende las necesidades de capital de trabajo permitiendo a este tipo de empresas la adquisición de inventario, el pago a proveedores o cubrir con algunos gastos recurrentes. Adicionalmente se financian necesidades de largo plazo como la adquisición de maquinaria y equipo, remodelaciones o expansiones del negocio. Destaca la reciente alianza alcanzada con *Fondo H* que permitirá incrementar la participación en este nuevo segmento para la compañía.
- **Grupales**, representan alrededor del **2.0% de la Cartera de Crédito Total y 2.0% los ingresos por intereses**. Son hechos a un grupo de personas, que requieren capital de trabajo para actividades productivas. Estos créditos son originados por Creal bajo la marca de *Microcréditos* y se otorgan principalmente a mujeres. Es importante mencionar que este tipo de créditos cuenta con la mayor rentabilidad, sin embargo en este segmento participa Gentera que es líder de mercado lo cual dificulta la competencia.
- **Autos**, que son cerca del **0.6% de la Cartera de Crédito Total y 1.0% los ingresos por intereses**. Se otorgan para la compra de autos semi-nuevos y usados. Su colocación se hace a través de la fuerza de ventas de la red de distribuidores con los que se han firmado alianzas. Se trata de un segmento recién incursionado por la compañía en el que busca lograr una mayor diversificación de sus productos.

SECTOR	PU12m	Estim
Crecimiento del PIB (México)	1.7%	3.4%
Crecimiento del Sector (Micro financiero)	2.6%	1.4%

### Análisis Sectorial

De acuerdo con datos de la Asociación de Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (ASOFOM) actualmente en México existen alrededor de 3,600 Sofomes dedicadas a colocar distintos tipos de créditos que van desde consumo y vía nómina hasta factoraje y educativos. Cabe mencionar que Creal es la empresa líder en créditos vía nómina, con una participación de mercado cercana al 30% en términos de la Cartera de Crédito.

Es importante destacar que derivado de la reciente reforma en materia financiera, se busca incrementar la información disponible de este tipo de entidades; en ese sentido, la autoridad ha establecido nuevas normativas respecto de la constitución de estas empresas así como de la información que deberán reportar a las autoridades. Este punto no implica mayores cambios para Creal debido a que la compañía revela su información financiera a la BMV a diferencia de sus competidores.

Respecto de las empresas públicas, únicamente Creal y Financiera Independencia (Findep) están constituidas como SOFOMES.

ESCUDOS	
Reconocimiento de Marca	✓
Patente o Fórmula Secreta	✓
Leyes o Regulaciones	
Tecnología de punta	
Empatía	✓

### ¿Por qué Seguirá Creciendo?

Creal se ha caracterizado por crecer a un ritmo acelerado, al cierre de 2013 la compañía incrementó un 54.8% su Cartera de Crédito Total y un 63.5% sus Utilidades Netas. Para 2014 estimamos un incremento en la cartera de crédito cercano a 17.0% lo cual impulsará un incremento de 19.8% en los Ingresos y de 18.1% en las Utilidades. Respecto del largo plazo, la compañía busca alcanzar una Cartera de Crédito de alrededor de P\$ 21,000 millones hacia finales de 2018, lo que implica un crecimiento de 101.5% respecto de los P\$ 10,424 millones actuales.

### Nuevos Segmentos para Creal

Creal busca una mayor participación de los nuevos segmentos en la Cartera de Crédito, impulsando el crecimiento principalmente en créditos a PYMEs y Autos. Esto se encuentra en línea con el objetivo de diversificar el riesgo e incrementar el acceso al crédito de un segmento desatendido por el sector bancario.

### Participación en Latinoamérica y Posibles Adquisiciones

Creal se encuentra evaluando la entrada a otros mercados en Latinoamérica, principalmente en Perú y Colombia debido a las expectativas de crecimiento para dichos países y a la regulación avanzada que existe respecto del crédito, en especial en lo que respecta al crédito de nómina. Adicionalmente, la empresa no cierra la puerta a posibles adquisiciones o alianzas estratégicas que impliquen crecimiento si es que estas se encuentran alineadas con su estrategia de crecimiento y otorgamiento de crédito.

### Posible Cambio a Banco

Por otra parte, Creal está analizando las ventajas que implicaría un cambio de constitución con la finalidad de que la compañía se convierta en una institución bancaria. En ese sentido, la principal ventaja para la compañía sería la reducción que implicaría para el costo de fondeo, lo cual podría potenciar aun más el crecimiento de las Utilidades. Sin embargo este es un proceso largo y en el que se necesita contar con una serie de autorizaciones por parte de los organismos regulatorios por lo que se trata de un proyecto de mediano y largo plazo.

### Amplio Conocimiento del Cliente

Aunado a esto, la compañía busca explotar el conocimiento del cliente y del modelo de negocio con el que cuenta así como de las alianzas estratégicas que tiene con distribuidores (cuenta con más de 3,000 representantes de ventas a nivel nacional). Es importante destacar que las tasas de crecimiento de cartera y el índice de cartera vencida de la compañía muestran un amplio conocimiento del cliente lo que se ha traducido en un muy saludable desempeño.

<b>ESTRUCTURA FINANCIERA</b>	Sector	PU3a	Estim
UN / Ingresos Totales	11.5%	43.0%	50.9%
Índice de Eficiencia	65.6%	30.8%	23.8%
Índice de Cartera Vencida	5.8%	1.0%	1.5%
ROE	15.8%	22.9%	20.5%
NIM	55.1%	23.6%	23.6%

<b>Productos Derivados</b>	✓
----------------------------	---

### ¿Es Operativa o Financiera?... ¿Es Sólida?

Creal es una compañía en la que la mayoría de sus Ingresos proviene de los Ingresos por Intereses, es decir, actividades relacionadas con la operación, lo que significa que se concentra en su negocio.

Por otra parte, Creal cuenta con un índice de capitalización de 41.8%, uno de los niveles más altos dentro del sector financiero mexicano, en donde el promedio del sector en México se ubica en 22.3% por lo que la empresa cuenta con una sólida estructura financiera.

**IMPORTANTE SABER: La razón más importante en los mercados internacionales (más del 60%) del por qué una empresa quiebra, es por mal manejo o exceso de deuda.**

<b>DIVIDENDOS</b>	PU3a
Dividend Yield	N.A.
Cete 28d	3.5%
Fondo de Recompra de Acciones	

### ¿Reinvierte o Reparte Utilidades?

La empresa no cuenta actualmente con una política definida de dividendos, sin embargo en los últimos doce meses ha realizado el pago de dividendos por un monto de P\$ 197.9 millones, es decir P\$ 0.53 por acción, lo que implica un Dividend Yield de alrededor de 2.5%

<b>ADMINISTRACIÓN</b>	
Integridad y Transparencia	✓
Cumple Compromisos	✓
Utilidad con Principios (Social Responsible)	✓
Capital Emocional (Ambiente Laboral)	✓
"Stock Options"	

### Dirección de la Empresa

Es importante mencionar que el equipo directivo de Creal está conformado por ejecutivos con amplio conocimiento del sector y de la compañía. En ese sentido destaca Ángel Romanos, CEO y fundador de la empresa. Dicho equipo ha realizado importantes cambios en la imagen corporativa así como en la promoción de la compañía con la finalidad de acercar sus productos a los consumidores y obtener un mayor reconocimiento de la marca.

## VALUACION: PO 2014 P\$30.5

Nuestro P.O 2014 de P\$30.5, es resultado del promedio entre una valuación a través del descuento de Flujos con la finalidad de incorporar las estimaciones de los próximos años en nuestro Precio Objetivo, así como una valuación a través de múltiplos comparando a Creal con una muestra de emisoras tanto nacionales como internacionales.

<b>POR MÚLTIPLOS</b>	
Menor al IPyC	✓
Menor a su sector	✓
Menor a su promedio histórico	✓

### Valuación a Descuento

Para determinar el **Precio Objetivo 2014 de P\$ 30.50**, utilizamos el promedio de dos metodologías. A través de una valuación por múltiplos utilizando una muestra de las compañías del sector microfinanciero internacional que más se asemejan a Creal y en donde se observan una serie de descuentos para la emisora a pesar de que Creal cuenta con mejor perspectiva de crecimiento así como mejores márgenes. Mediante esta metodología el PO'14 es de P\$33.0

**IMPORTANTE SABER: Un múltiplo P/E puede disminuir por: 1) Caída en precio; 2) Disminución de deuda; y 3) Aumento de Utilidades. Las dos últimas implican una mejor CALIDAD de abaratamiento.**

**Creal - comparativo sectorial internacional (P\$ mn, U12M)**

Empresa	País	Mkt Cap.	Ingresos	Ut. Neta	Mgn Neto	P/U (x)	P/VL (x)	Índice de Morosidad	Var Ut. Neta 2014e	P/U '14e (x)
Parana	Brasil	5,241	4,327	1,185	27.4%	4.4	0.7	1.8%	19.2%	10.4
Daycoval	Brasil	11,722	4,458	726	16.3%	16.1	1.8	6.5%	18.5%	12.8
Intergroup	Perú	38,286	14,154	3,451	24.4%	11.1	2.7	ND	4.6%	10.6
Letshego	Botsuana	7,586	2,195	1,199	54.6%	6.3	1.5	ND	-12.6%	7.2
<b>Promedio Gral</b>			<b>6,283</b>	<b>1,640</b>	<b>26.1%</b>	<b>9.5</b>	<b>1.7</b>	<b>4.2%</b>	<b>7.44%</b>	<b>10.2</b>
<b>Creal</b>	<b>México</b>	<b>8,142</b>	<b>1,942</b>	<b>1,004</b>	<b>51.7%</b>	<b>8.1</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5%</b>	<b>18.1%</b>	<b>6.9</b>
<b>Creal vs. Prom Gral</b>					<b>+ 25.6 ppt</b>	<b>-14.6%</b>	<b>11.0%</b>	<b>- 2.7 ppt</b>	<b>+ 10.6 ppt</b>	<b>-32.9%</b>

Fuente: Grupo Financiero BX+ / Bloomberg

**Creal - Valuación por Descuento de Flujos (P\$ mn)**

Concepto	2015e	2016e	2017e	2019e	2019e
Ingreso Residual	1,385	1,585	1,732	1,940	2,173
DCF	818	839	802	801	802
<b>Flujos Eftvo.</b>	<b>4,062</b>				
Perpetuidad	6,366	Acciones (CPO) en circulación (mn)			374
Valor Justo Capital	10,427	Valor por Acción (P\$)			28.0
Market Cap. Actual	8,108	Rendimiento Potencial			28.5%

**Descuento de Flujos**

Por Flujos Descontados a valor presente del Ingreso Residual (Diferencia entre la Utilidad Neta y el cargo de capital contable) el PO'14e determinado es de P\$28.0 Para determinar el Costo de Capital utilizamos el bono de 10 años de EUA (2.9%) más el Riesgo País de México representado por el CDS de 10 años (1.3%), un premio por riesgo mercado de 5.0% y una Beta de 1.04. Asumimos un múltiplo P/U para la perpetuidad de 8.5x. Bajo este método de valuación, el PO'14e es de **P\$ 28.0**

**IMPLICACIONES DEL PROGRAMA DE REFINANCIAMIENTO (BANSEFI)**

En los últimos meses, se han dado a conocer algunos detalles respecto del Programa de Refinanciamiento para los Trabajadores de la Educación vía Descuento de Nómina. Dicho programa es impulsado por el Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros (Bansefi) con la finalidad de permitir a algunos trabajadores agremiados en el Sindicato Nacional de Trabajadores de la educación (SNTE) que cuenten con un nivel de sobre endeudamiento, puedan reestructurar sus créditos de nómina y sustituir al acreedor ahora por Bansefi.

En ese sentido, Creal está expuesto a este programa ya que actualmente cerca del 40.0% de la Cartera de Crédito de la compañía está colocada con trabajadores relacionados a la educación a nivel federal. A pesar de esto, debido a las características del programa, Creal considera que únicamente el 22.0% de estos serían trabajadores "elegibles", es decir, que cubran con las condiciones de: 1) Sobre endeudamiento, 2) Pertenecientes al SNTE Federal y 3) Que sus créditos se hayan originado antes del 30 de Noviembre de 2013.

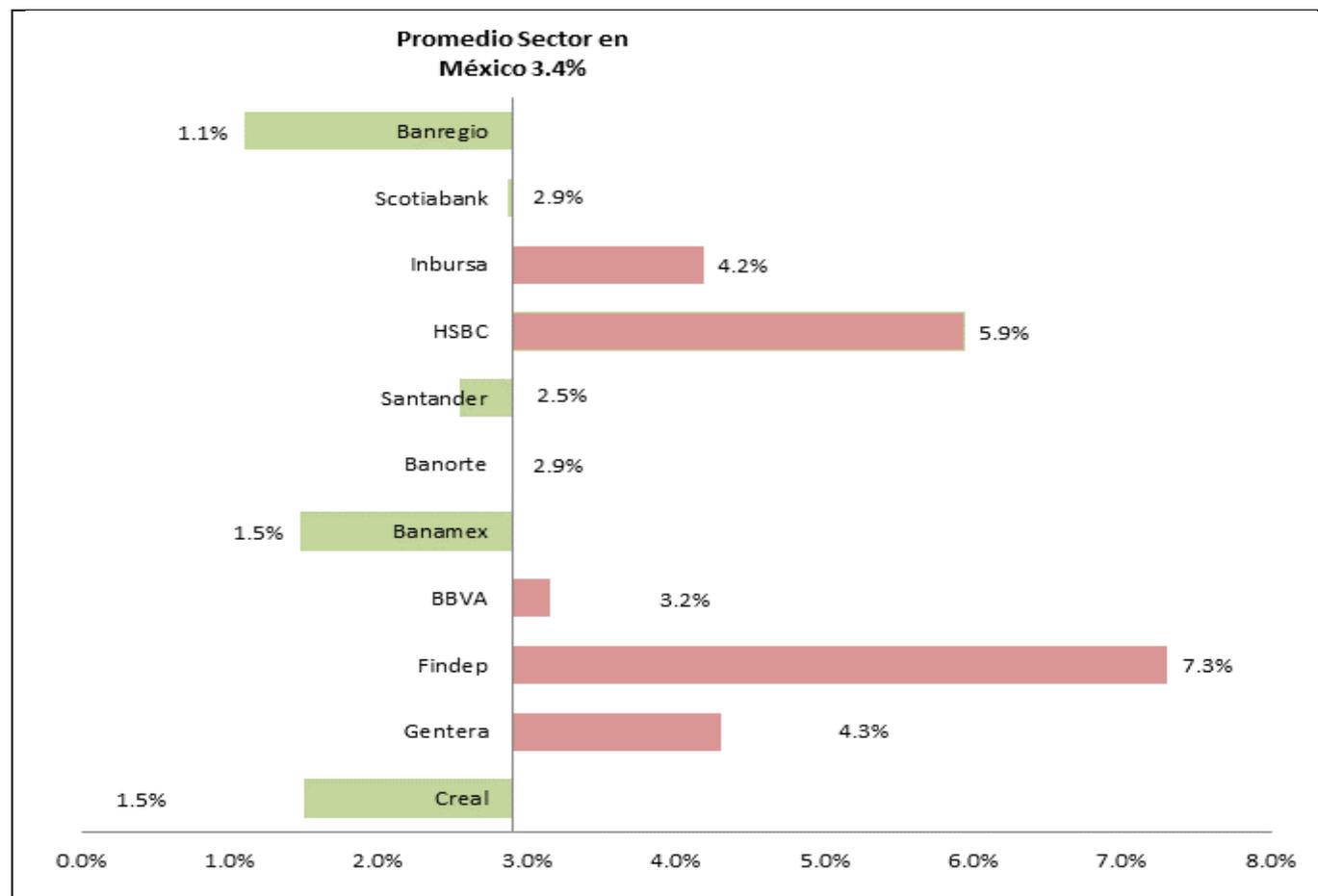
Adicional a lo anterior, Creal ha llegado a acuerdos para trabajar en conjunto con la autoridad y con la Asociación Mexicana de Empresas de Nómina (AMDEN) con la finalidad de identificar a los clientes que se encuentren en esta situación. Consideramos que si bien la compañía está expuesta a este programa, el trabajo en conjunto con la autoridad puede traerle beneficios disminuyendo la exposición a créditos potencialmente riesgosos en términos de impago.

## SECTOR DESATENDIDO PAGA ATRACTIVAS TASAS

Una de las principales ventajas de la compañía es el sector al que atiende, ya que Creal ofrece productos de crédito a los segmentos poblacionales con ingresos más bajos, que de otra manera, no podrían acceder al crédito ya que no forman parte de los nichos atendidos por el sistema bancario tradicional. Esto permite que la compañía cuente con altos niveles de rentabilidad en comparación con el sistema bancario tradicional.

Es importante mencionar que gracias al amplio conocimiento de los clientes, la compañía realiza un excelente trabajo en el análisis y aprobación de los créditos, lo cual se traduce en una de las tasas de morosidad más bajas del sector financiero mexicano. En ese sentido, la gráfica siguiente muestra los índices de morosidad de las principales instituciones del sector bancario mexicano, así como de las emisoras del sector microfinanciero en México.

### Índice de Morosidad principales Bancos e instituciones microfinancieras en México.



Fuente: Elaboración propia con información de la CNBV y las compañías.

**CIFRAS FINANCIERAS**

<b>Edo de Resultados</b>	<b>2013</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
<b>Ingresos por Intereses</b>	<b>2,725</b>	<b>3,207</b>	<b>3,758</b>	<b>4,309</b>	<b>4,715</b>	<b>5,281</b>
Gastos por Intereses	723	808	948	1,088	1,191	1,333
<b>Margen Financiero</b>	<b>2,002</b>	<b>2,400</b>	<b>2,810</b>	<b>3,221</b>	<b>3,525</b>	<b>3,948</b>
Estimación Preventiva para Riesgos Crediticios	405	495	579	666	733	820
<b>Margen Financiero Ajustado</b>	<b>1,597</b>	<b>1,904</b>	<b>2,231</b>	<b>2,555</b>	<b>2,792</b>	<b>3,127</b>
Comisiones y tarifas pagadas	70	80	93	107	117	131
Otros Ingresos de la Operación	10	7	8	10	10	12
<b>Ingresos Totales</b>	<b>1,942</b>	<b>2,327</b>	<b>2,725</b>	<b>3,123</b>	<b>3,419</b>	<b>3,829</b>
Gastos de Administración y Promoción	484	555	646	740	810	907
<b>Resultado de la Operación</b>	<b>1,053</b>	<b>1,277</b>	<b>1,501</b>	<b>1,717</b>	<b>1,876</b>	<b>2,101</b>
Impuestos a la Utilidad	242	307	360	412	451	505
<b>Utilidad antes de Participación en Asociadas</b>	<b>812</b>	<b>970</b>	<b>1,141</b>	<b>1,305</b>	<b>1,425</b>	<b>1,596</b>
Participación en Utilidades de Asociadas	192	215	244	281	307	344
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1,004</b>	<b>1,185</b>	<b>1,385</b>	<b>1,585</b>	<b>1,732</b>	<b>1,940</b>
<b>Balance General</b>	<b>2013</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
<b>Activos</b>	<b>15,101</b>	<b>14,049</b>	<b>16,156</b>	<b>18,492</b>	<b>20,148</b>	<b>22,499</b>
Disponibilidades e Inversiones en Valores	773	1,085	1,003	1,150	1,300	1,350
Cartera de Crédito Vigente	10,265	12,115	14,252	16,357	17,901	20,049
Cartera de Crédito Vencida	159	184	261	334	459	514
Cartera Total	10,424	12,300	14,514	16,691	18,360	20,563
Otros Activos	677	664	639	651	488	586
<b>Pasivos</b>	<b>10,747</b>	<b>8,844</b>	<b>8,942</b>	<b>9,648</b>	<b>9,538</b>	<b>9,900</b>
Pasivo Bursátiles	5,871	5,198	4,744	4,744	4,744	4,744
Préstamos Bancarios	4,081	3,613	3,297	3,297	3,297	3,297
Acreedores Diversos	14.6	18	23	26	28	32
Otros Pasivos	15	15	878	1,581	1,468	1,827
<b>Capital Contable</b>	<b>4,353</b>	<b>5,784</b>	<b>7,214</b>	<b>8,844</b>	<b>10,610</b>	<b>12,598</b>
Participación Minoritaria	0	0	0	0	0	0
Capital Contable Mayoritario	4,353	5,784	7,214	8,844	10,610	12,598

Fuente: BX+. Cifras en P\$ millones

REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DE REPORTES DE ANÁLISIS DE **CASA DE BOLSA VE POR MÁS, S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS**, destinado a los clientes de CONFORME AL ARTÍCULO 50 DE LAS Disposiciones de carácter general aplicables a las casas de bolsa e instituciones de crédito en materia de servicios de inversión (las “Disposiciones”).

Carlos Ponce Bustos, Rodrigo Heredia Matarazzo, Laura Alejandra Rivas Sánchez, Marco Medina Zaragoza, José María Flores Barrera, Andrés Audiffred Alvarado, Juan Elizalde Moreras, Juan José Reséndiz Téllez, Juan Antonio Mendiola Carmona, José Isaac Velasco, Edmond Kuri Sierra y Daniel Sánchez Uranga, Analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, [www.vepormas.com.mx](http://www.vepormas.com.mx), el cual refleja exclusivamente el punto de vista de los Analistas quienes únicamente han recibido remuneraciones por parte de BX+ por los servicios prestados en beneficio de la clientela de BX+. La remuneración variable o extraordinaria que han percibido está determinada en función de la rentabilidad de Grupo Financiero BX+ y el desempeño individual de cada Analista.

El presente documento fue preparado para (uso interno/uso personalizado) como parte de los servicios asesorados y de Análisis con los que se da seguimiento a esta Emisora, bajo ningún motivo podrá considerarse como una opinión objetiva sobre la Emisora ni tampoco como una recomendación generalizada, por lo que su reproducción o reenvío a un tercero que no pueda acreditar su recepción directamente por parte de Casa de Bolsa Ve Por Más, S.A. de C.V. libera a ésta de cualquier responsabilidad derivada de su utilización para toma de decisiones de inversión.

Las Empresas de Grupo Financiero Ve por Más no mantienen inversiones arriba del 1% del valor de su portafolio de inversión al cierre de los últimos tres meses, en instrumentos objeto de las recomendaciones. Los analistas que cubren las emisoras recomendadas es posible que mantengan en su portafolio de inversión, la emisora recomendada. Conservando la posición un plazo de por lo menos 3 meses. Ningún Consejero, Director General o Directivo de las Empresas de Grupo Financiero, fungen con algún cargo en las emisoras que son objeto de las recomendaciones.

Casa de Bolsa Ve por Más, S.A. de C.V. y Banco ve por Más, S.A., Institución de Banca Múltiple, brindan servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativos en México y en el extranjero. Es posible que a través de su área de Finanzas Corporativas, Cuentas Especiales, Administración de Portafolios u otras le preste o en el futuro le llegue a prestar algún servicio a las sociedades Emisoras que sean objeto de nuestros reportes. En estos supuestos las entidades que conforman Grupo Financiero Ve Por Más reciben contraprestaciones por parte de dichas sociedades por sus servicios antes referidos. La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos fidedignas, aún en el caso de estimaciones, pero no es posible realizar manifestación alguna sobre su precisión o integridad. La información y en su caso las estimaciones formuladas, son vigentes a la fecha de su emisión, están sujetas a modificaciones que en su caso y en cumplimiento a la normatividad vigente señalarán su antecedente inmediato que implique un cambio. Las entidades que conforman Grupo Financiero Ve por Más, no se comprometen, salvo lo dispuesto en las “Disposiciones” en términos de serializar los reportes, a realizar compulsas o versiones actualizadas respecto del contenido de este documento.

Toda vez que este documento se formula como una recomendación generalizada o personalizada para los destinatarios específicamente señalados en el documento, no podrá ser reproducido, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido parcial o totalmente aún con fines académicos o de medios de comunicación, sin previa autorización escrita por parte de alguna entidad de las que conforman Grupo Financiero Ve por Más.

### Categorías y Criterios de Opinión

CATEGORÍA CRITERIO	CARACTERÍSTICAS	CONDICION EN ESTRATEGIA	DIFERENCIA VS. RENDIMIENTO IPyC
<b>FAVORITA</b>	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: <b>1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva.</b> Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Mayor a 5.00 pp
<b>¡ATENCIÓN!</b>	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: <b>1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva.</b> Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Puede o no formar parte de nuestro portafolio de estrategia	En un rango igual o menor a 5.00 pp
<b>NO POR AHORA</b>	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: <b>1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.</b>	No forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Menor a 5.00 pp

## Directorio

<b>DIRECCIÓN</b>				
Alejandro Finkler Kudler	Director General / Casa de Bolsa	55 56251500 x 1523		<a href="mailto:afinkler@vepormas.com.mx">afinkler@vepormas.com.mx</a>
Carlos Ponce Bustos	Director Ejecutivo de Análisis y Estrategia	55 56251537 x 1537		<a href="mailto:cponce@vepormas.com.mx">cponce@vepormas.com.mx</a>
Fernando Paulo Pérez Saldivar	Director Ejecutivo de Mercados	55 56251517 x 1517		<a href="mailto:fperez@vepormas.com.mx">fperez@vepormas.com.mx</a>
Juan Mariano Cerezo Ruiz	Director de Mercados	55 56251609 x 1609		<a href="mailto:jcerezo@vepormas.com.mx">jcerezo@vepormas.com.mx</a>
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director De Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109		<a href="mailto:mardines@vepormas.com.mx">mardines@vepormas.com.mx</a>
Jaime Portilla Escalante	Director De Promoción Bursátil Monterrey	81 83180300 x 7329		<a href="mailto:jportilla@vepormas.com.mx">jportilla@vepormas.com.mx</a>
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251541 x 1541		<a href="mailto:icalderon@vepormas.com.mx">icalderon@vepormas.com.mx</a>
<b>ANÁLISIS BURSÁTIL</b>				
Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector - Sector Minería	55 56251515 x 1515		<a href="mailto:rheredia@vepormas.com.mx">rheredia@vepormas.com.mx</a>
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251514 x 1514		<a href="mailto:lrivas@vepormas.com.mx">lrivas@vepormas.com.mx</a>
Marco Medina Zaragoza	Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453		<a href="mailto:mmedinaz@vepormas.com.mx">mmedinaz@vepormas.com.mx</a>
Jose Maria Flores Barrera	Alimentos / Bebidas / Consumo Discrecional	55 56251500 x 1451		<a href="mailto:jfloresb@vepormas.com.mx">jfloresb@vepormas.com.mx</a>
Andrés Audiffred Alvarado	Telecomunicaciones / Financiero	55 56251530 x 1530		<a href="mailto:aaudiffred@vepormas.com.mx">aaudiffred@vepormas.com.mx</a>
Juan Elizalde Moreras	Comerciales / Aeropuertos / Industriales	55 56251709 x 1709		<a href="mailto:jelizalde@vepormas.com.mx">jelizalde@vepormas.com.mx</a>
Juan Jose Reséndiz Téllez	Análisis Técnico	55 56251511 x 1511		<a href="mailto:jresendiz@vepormas.com.mx">jresendiz@vepormas.com.mx</a>
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251508 x 1508		<a href="mailto:jmendiola@vepormas.com.mx">jmendiola@vepormas.com.mx</a>
Daniel Sánchez Uranga	Editor Bursátil	55 56251529 x 1529		<a href="mailto:dsanchez@vepormas.com.mx">dsanchez@vepormas.com.mx</a>
<b>ESTRATEGIA ECONOMICA</b>				
José Isaac Velasco Orozco	Analista Económico	55 56251500 x 1454		<a href="mailto:jvelasco@vepormas.com.mx">jvelasco@vepormas.com.mx</a>
Edmond Kuri Sierra	Analista Económico	55 56251500 x 1725		<a href="mailto:ekuri@vepormas.com.mx">ekuri@vepormas.com.mx</a>
<b>ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS</b>				
Mónica Mercedes Suarez	Director de Gestión Patrimonial	55 11021800 x 1964		<a href="mailto:mmsuarez@vepormas.com.mx">mmsuarez@vepormas.com.mx</a>
Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251513 x 1513		<a href="mailto:masanchez@vepormas.com.mx">masanchez@vepormas.com.mx</a>
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251526 x 1526		<a href="mailto:gledesma@vepormas.com.mx">gledesma@vepormas.com.mx</a>
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251536 x 1536		<a href="mailto:rhernandez@vepormas.com.mx">rhernandez@vepormas.com.mx</a>
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251545 x 1545		<a href="mailto:jfernandez@vepormas.com.mx">jfernandez@vepormas.com.mx</a>
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251534 x 1534		<a href="mailto:hreyes@vepormas.com.mx">hreyes@vepormas.com.mx</a>