

“El pesimista se queja del viento, el optimista espera que cambie, el realista ajusta las velas”

William Ward

Andrés Audiffred Alvarado.
 audiffred@vepormas.com.mx
 5625 150 ext. 1530

Diciembre 03, 2014

ESTRATEGIA BX+

PTBBX+	En IPyC	Condición
9.5%	7.1%	FAVORITA

GFNORTE vs. IPyC (Últimos 12 Meses)



Fuente: Grupo Financiero BX / Bloomberg



CATEGORÍA:
NOTA DE EMPRESA



5 TIEMPO ESTIMADO
DE LECTURA (min)



OBJETIVO DEL REPORTE
Identificar empresas atractivas para su inversión en Bolsa

GFNORTE INVESTOR DAY

Participamos en el webcast del evento anual de **GFNORTE** en NY. En él, se presentó la guía para 2015. Si bien, confirmamos nuestra positiva visión de largo plazo, revisamos nuestro PO'15 de P\$ 108.0 a P\$ 100 (atender último párrafo "Revisión Precio Objetivo"). **Mantenemos a GFNORTE como emisora FAVORITA, formando parte del Portafolio BX+ CAP.**

ENFOQUE EN CLIENTES; MIRA PUESTA EN SER 2^{DO} GRUPO FINANCIERO

La estrategia, con la que pretende convertirse en el 2^{do} grupo financiero en 2020, está enfocada en el cliente, buscando un mejor entendimiento de sus necesidades, para así ofrecer productos a la medida. Con esto, se incrementarán las ventas cruzadas y el número de productos por cliente (de 1.7x a 2.2x). Se recalcó la importancia de los avances tecnológicos, gracias a la asociación con IBM, que han dado a las sucursales herramientas que facilitan la segmentación de clientes y la toma de decisiones.

CAMBIOS EN LA ADMINISTRACIÓN GENERAN AMBIENTE DE DUDA

Se habló sobre los cambios en la administración, anunciando la renuncia de David Suarez (CFO), que se suma a la de Alejandro Valenzuela (CEO). Además se confirmó la permanencia de Guillermo Ortiz como asesor del Consejo. Si bien esto no implica un cambio en la estrategia, ha generado un ambiente de duda entre analistas e inversionistas. Durante la sesión de preguntas y respuestas, este fue uno de los temas de mayor interés, a lo que se sumaron las inquietudes sobre una posible operación de fusión/adquisición con GFINTER, **lo que fue negado.**

SIGUIENTE EVENTO: ASAMBLEA DE ACCIONISTAS

El próximo evento importante será la Asamblea de Accionistas, donde se ratificaría al nuevo Presidente del Consejo. Aun no se cuenta con una fecha, sin embargo, se estima se realice antes de que finalice 2014, pues en la sesión de Consejo del pasado 20 de noviembre, se acordó que Carlos Hank González asumiría este cargo el 1 de enero de 2015. Seguiremos de cerca las conclusiones de este evento. Recordamos que Fondos Internacionales tienen alrededor del 70% de las acciones de GFNORTE.

GUÍA 2015: +13% EN CARTERA, INGRESOS Y UT. NETA

La guía de 2015, prevé una **Cartera de entre 13% y 15%** mayor a 2014 (*ligeramente por arriba de nuestro estimado de 12.1%*), siendo los créditos de *Nómina* y *Tarjetas de Crédito*, sus catalizadores. En los **Ingresos**, se mencionó un **incremento de entre 12% y 13%** (*en línea con nuestro estimado de 12.0% aunque en el rango bajo por supuestos más conservadores*) impulsado por el crecimiento de la cartera y por una expansión en la rentabilidad de la misma (entre 10 y 20 pb). Para la **Ut. Neta** se estima un **crecimiento cercano al 13%**, gracias a los aumentos ya mencionados. Aquí estamos revisando nuestro estimado de P\$ 18,145 a P\$ 17,397, debido a una proporción mayor de gastos.

REVISIÓN A PRECIO OBJETIVO 2015

Revisamos nuestro PO'15 de P\$ 108.0 a P\$ 100.0. El efecto neto negativo a corto plazo (2015) en la utilidad neta derivados de una mayor proporción de gastos relacionados con temas de promoción e inversión tecnológica, serán compensados a partir del 2016 por una mayor rentabilidad de la cartera (*más ingresos*), por los incrementos estimados en las tasas de referencia en EUA y México y los propios beneficios de la inversión tecnológica. Una reducción en los múltiplos asumidos tanto en esa metodología, como en el cálculo de la perpetuidad para el descuento de flujos (*ver pág. 2*), se justifica por el ruido en los recientes cambios administrativos. En resumen mantenemos una positiva visión de largo plazo sin descartar volatilidad en el corto.

FAVORITA Precio Objetivo '15 P\$ 100.0

RESUMEN

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

Rendimiento esperado

	Emisora	IPyC
Precio Actual	77.51	44,082
P. O. 2015	100.00	48,500
Var % (Nominal)	29.0%	12.8%
Diferencia	16.2 ppt	

Indicadores de mercado

	Emisora
U12M: Min-Max	75.05 – 96.18
Market Cap (US\$ mn)	15,220
Free Float	80.0%

Estimados / Valuación / Solidez

	U12M	2014e	2015e
Ingresos	9.3%	10.7%	11.1%
Ut. Neta	19.4%	18.3%	21.3%
P/U	16.0	15.2	12.5
Mg Neto	26.3%	26.2%	28.7%
Índice de Morosidad	3.1%	3.1%	2.9%

VALUACIÓN y PO'15 P\$ 100

Nuestro PO'15 de P\$100.00, implica un potencial de 29.0% del precio actual y hacia finales de 2015, y es el resultado del promedio de una valuación con los múltiplos P/U y P/VL y del descuento de flujos provenientes del *Resultado de Operación Neto* y un ejercicio. Cabe recordar que nuestro modelo de descuento de flujos no incorpora posibles adquisiciones en el futuro, algo que incrementaría su potencial.

Respecto de la valuación por múltiplos, asumimos un P/U de 14.0x que implica un premio de 10.0% respecto del promedio del sector (Ver tabla siguiente), e inclusive es menor al 14.3x al que cotiza actualmente, y que se encuentra totalmente justificado debido a que el crecimiento estimado para la Utilidad Neta en 2015 y 2016 es superior al promedio del resto de los grupos financieros que cotizan en Bolsa. Cabe mencionar que el múltiplo promedio de los últimos 5 años se ubica en 16.7x y su nivel máximo en 29.7x, ambos ampliamente superiores al asumido. Por otra parte, a través del P/VL estamos asumiendo un múltiplo objetivo de 2.4x, igual al del promedio del sector. **El promedio de los PO'15 a través de esta metodología es de P\$ 99.80** que implica un potencial de 26.8%. Es muy importante destacar que la perspectiva positiva para Gfnorte no se limita a 2015, como se observa en el siguiente cuadro, la compañía también presenta mayores crecimientos estimados para 2016 respecto del resto de las compañías de sector.

	Datos Históricos			Rentabilidad		Múltiplos Conocidos		Estimaciones		Calidad de Activos
	Market Cap.	Ingresos Totales U12M	Utilidad Neta U12M	Mgn Neto	ROE	P/U	P/VL	Var. Ut. Neta 2015e	Var. Ut. Neta 2016e	Índice de Morosidad
Sanmex	211,939	66,722	16,325	24.5%	15.5%	13.0	2.0	14.8%	17.5%	3.3%
Gfinbur	235,879	47,372	21,099	44.5%	22.8%	11.2	2.6	9.8%	-1.0%	3.6%
Gfregio	23,352	4,949	1,657	33.5%	18.1%	14.1	2.6	11.6%	16.8%	1.7%
Promedio		39,681	13,027	34.2%	18.8%	12.8	2.4	12.2%	11.1%	2.9%
Gfnorte	214,992	55,172	14,508	26.3%	13.3%	14.3	1.9	14.4%	20.2%	3.1%
Gfnorte vs. Promedio				-7.9 ppt	-5.6 ppt	12.2%	-20.0%	2.3 ppt	9.1 ppt	0.2 ppt

Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de Bloomberg

Por otra parte, el descuento de flujos se realiza sobre el *Resultado Neto de Operación* del grupo financiero, el cual toma en cuenta los Ingresos Totales, Provisiones y Gasto No Financiero de la compañía y permite conocer los flujos provenientes del negocio principal de la empresa. Para determinar el Costo de Capital de 9.0%, usamos la Tasa del Bono a 30 años de EUA, más el Riesgo País de México representado por el CDS de 10 años, la Beta de la compañía de 0.85 y un premio de mercado de 5.5%. Asumimos un múltiplo P/U para el cálculo de la perpetuidad de 12.8x, igual al nivel promedio del sector. **Bajo este método de valuación, el PO'15 es de P\$ 100.22** e implica un potencial de 29.3%.

Gfnorte - Valuación por Descuento de Flujos (P\$ mn)					
Concepto	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Flujo	18,700	21,810	24,498	27,670	31,429
Valor Presente del Flujo	17,151	18,347	18,901	19,581	20,399
VPN de Flujos	94,379				
Deuda Neta	76,490	Tasa de Costo de Capital		9.0%	
Perpetuidad	260,102	Acciones en circulación (mn)		2,774	
Valor Justo Capital	277,991	Valor por Acción (P\$)		100.2	

Fuente: Grupo Financiero BX+





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, Dolores María Ramón Correa y Daniel Sánchez Uranga, Analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, 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
FAVORITA	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: 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.	Forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Mayor a 5.00 pp
¡ATENCIÓN!	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: 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.	Puede o no formar parte de nuestro portafolio de estrategia	En un rango igual o menor a 5.00 pp
NO POR AHORA	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: 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.	No forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Menor a 5.00 pp



Directorio

DIRECCIÓN

Alejandro Finkler Kudler	Director General / Casa de Bolsa	55 56251500 x 1523	afinkler@vepormas.com.mx
Carlos Ponce Bustos	Director Ejecutivo de Análisis y Estrategia	55 56251537 x 1537	cponce@vepormas.com.mx
Fernando Paulo Pérez Saldivar	Director Ejecutivo de Mercados	55 56251517 x 1517	fperez@vepormas.com.mx
Juan Mariano Cerezo Ruiz	Director de Mercados	55 56251609 x 1609	icerezo@vepormas.com.mx
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director De Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	mardines@vepormas.com.mx
Jaime Portilla Escalante	Director De Promoción Bursátil Monterrey	81 83180300 x 7329	jportilla@vepormas.com.mx
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251541 x 1541	icalderon@vepormas.com.mx

ANÁLISIS BURSÁTIL

Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector - Sector Minería	55 56251515 x 1515	rheredia@vepormas.com.mx
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251514 x 1514	lrivas@vepormas.com.mx
Marco Medina Zaragoza	Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com.mx
Jose Maria Flores Barrera	Alimentos / Bebidas / Consumo Discrecional	55 56251500 x 1451	jfloresb@vepormas.com.mx
Andrés Audiffred Alvarado	Telecomunicaciones / Financiero	55 56251530 x 1530	aaudiffred@vepormas.com.mx
Juan Elizalde Moreras	Comerciales / Aeropuertos / Industriales	55 56251709 x 1709	jelizalde@vepormas.com.mx
Juan Jose Reséndiz Téllez	Análisis Técnico	55 56251511 x 1511	jresendiz@vepormas.com.mx
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251508 x 1508	jmendiola@vepormas.com.mx
Daniel Sánchez Uranga	Editor Bursátil	55 56251529 x 1529	dsanchez@vepormas.com.mx

ESTRATEGIA ECONOMICA

José Isaac Velasco Orozco	Analista Económico	55 56251500 x 1454	jvelascoo@vepormas.com.mx
Edmond Kuri Sierra	Analista Económico	55 56251500 x 1725	ekuri@vepormas.com.mx
Dolores Maria Ramón Correa	Analista Económico	55 56251500 x 1546	dramon@vepormas.com.mx

ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS

Mónica Mercedes Suarez	Director de Gestión Patrimonial	55 11021800 x 1964	mmsuarezh@vepormas.com.mx
Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251513 x 1513	masanchez@vepormas.com.mx
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251526 x 1526	gledesma@vepormas.com.mx
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251536 x 1536	rhernandez@vepormas.com.mx
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251545 x 1545	jfernandez@vepormas.com.mx
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251534 x 1534	hreyes@vepormas.com.mx

