



Crédito Real

MADURANDO EL NEGOCIO

BX+

INTRODUCIMOS P.O. '16.

Actualizando nuestros estimados para Creal establecemos un Precio Objetivo para el cierre de 2016 de P\$ 43.95 (Potencial de 39% vs 19% del IPC). Conforme a nuestra metodología de selección de emisoras en función a sólidos fundamentales seguimos considerando a CREAL como una de nuestras emisoras FAVORITAS en el sector financiero en México.

CRECIMIENTO SOLIDO.

Para 2016 estimamos un crecimiento en sus Ingresos de 14.0% impulsado principalmente por un aumento de 17.0% en su cartera total, donde los principales catalizadores serán los segmentos de Autos y PyMEs. Este es un incremento superior al esperado de 12.1% en los ingresos de las instituciones financieras de la BMV. Este crecimiento no impactara la calidad de sus activos por lo que estimamos su Índice de Morosidad (IMOR) para 2016 en niveles de 2.3% vs un 3.8% en el Sector Bancario Mexicano (SBM).

RENTABILIDAD SUPERIOR.

Pocas instituciones financieras en México pueden presumir de los altos márgenes y rentabilidad con los que cuenta Creal. En 2016 esperamos un ROE y un Margen Neto de 20.7% y 35.1% respectivamente, niveles por encima a los presentados entre las demás instituciones financieras en México 17.7% y 23.1% para los mismos indicadores.

NUEVOS PRODUCTOS; MARCA REGISTRADA.

Una de las fortalezas de Creal es la búsqueda constante de nuevos productos y mercados desatendidos por el SBM. Para ello la emisora ha sabido moverse de forma ágil a través de una estructura flexible. Por ello no vemos negativo su reciente anuncio de no buscar una licencia bancaria dado que eso implicaría que su margen de maniobra y de respuesta quedara comprometido. En conclusión consideramos buena la decisión de conservar su "ADN", en lugar de bajar su costo de fondeo mediante una la licencia bancaria.

TIPO DE CAMBIO; IMPACTO MARGINAL.

El 29% de su deuda en dólares vence entre 2016 y 2017. Estas líneas de crédito tienen una cobertura hasta 17.00 MXN/US\$, por lo tanto, en caso de presentar un nivel superior en las fechas de pago, estaría obligado a pagar la diferencia. Asumiendo que en esas fechas el tipo de cambio sea de 18.00 MXN/US\$, el impacto sería marginal dado que esa diferencia representaría el 6.1% y 1.7% de las utilidades anuales para 2016 y 2017 respectivamente. Adicionalmente la empresa evalúa realizar amortizaciones anticipadas de parte de esa deuda, a fin de que el impacto potencial sea aún menor.

VALUACIÓN.

Nuestro Precio Objetivo de P\$ 43.95 es obtenido a través de los métodos de valuación de descuento de ingresos residuales y valuación por múltiplos P/E y P/BV. Se estima el crecimiento y la tasa de interés de manera individual por tipo de producto.

FAVORITA
Precio Objetivo '16 P\$ 43.95

RESUMEN

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

RENDIMIENTO ESPERADO

	Emisora	IPyC
Precio Actual	31.7	42,742
P. O. 2016	44.0	50,900
Var % (Nominal)	39.0%	19.0%
Diferencia	20.0%	

INDICADORES DE MERCADO

	Emisora
U12M: Min-Max	28.0-39.7
Market Cap (US\$ mn)	12,456.9
Free Float	54%

ESTIMADOS / VALUACIÓN / SOLIDEZ

	2014	2015e	2016e
Ingresos	3,327	3,939	4,527
Var %	22.1%	18.4%	14.9%
Mgn. Fin	2,445	3,000	3,436
Var %	22.2%	22.7%	14.6%
Ut. Neta	1,240	1,386	1,594
Var %	23.4%	11.8%	15%

Fuente: Grupo Financiero BX+ / Bloomberg

"El mejor momento para vender una excelente empresa es nunca"
Philip Fisher

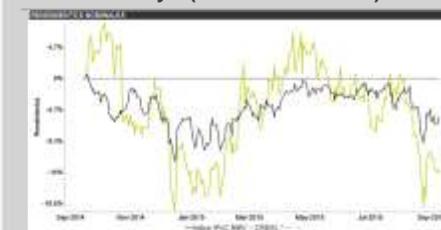
Juan Eduardo Hernández S.
jehernandezs@vepormas.com.mx
56251500 ext.1530

Septiembre 10, 2015

ESTRATEGIA BX+

PABX+	En IPyC	Condición
6.2%	0.0%	FAVORITA

CREAL vs. IPyC (Últimos 12 Meses)



CATEGORÍA:
NOTA DE EMPRESA



5 TIEMPO ESTIMADO DE LECTURA (min)

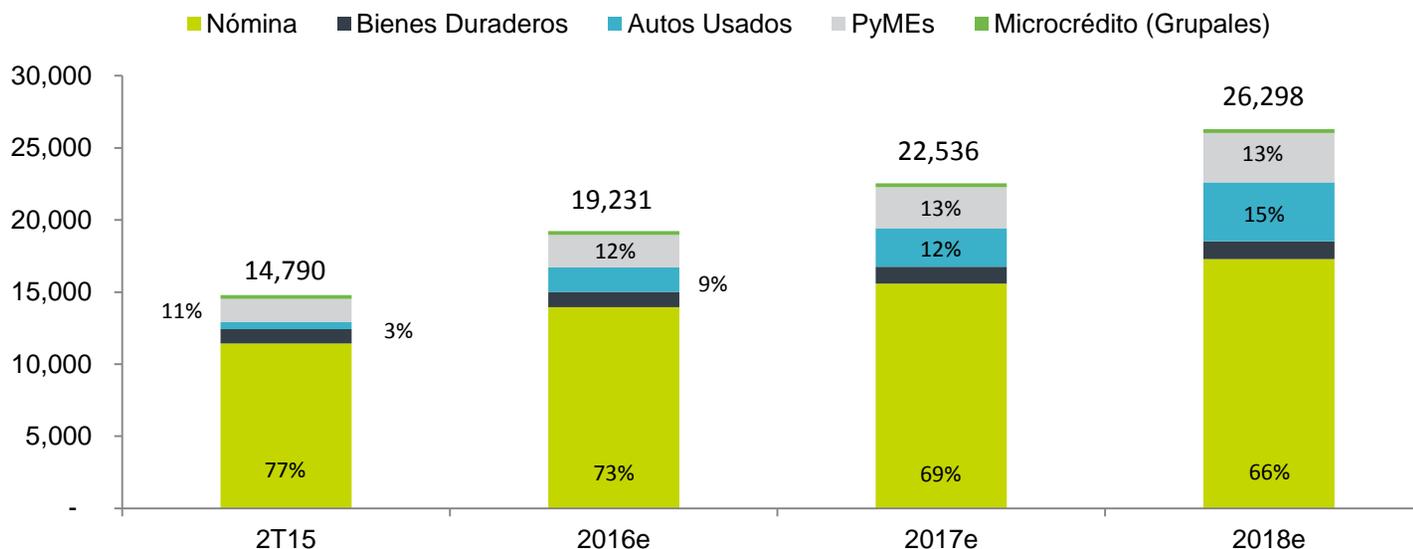


OBJETIVO DEL REPORTE
Identificar empresas atractivas para su inversión en Bolsa

PRINCIPALES CATALIZADORES DEL CRECIMIENTO; AUTOS Y PyMEs.

El crecimiento en su cartera de créditos de 19% para 2015 y un crecimiento de 17% para 2016 serán impulsados principalmente por los segmentos de autos y PyMEs. Nuevas aperturas de distribuidoras y nuevos convenios con terceros beneficiará a la cartera de créditos automotrices mientras que en el caso de PyMEs un mayor reconocimiento de marca, una tasa más competitiva y un mercado en crecimiento serán los determinantes de este incremento. De igual manera se espera que el portafolio de créditos a nómina presente crecimientos a un menor ritmo tras los buenos resultados obtenidos con la incorporación de pensionados.

Composición de Cartera



Fuente: Grupo Financiero BX+ / Bloomberg. Las cifras mostradas se encuentran en millones de pesos.

PRESIÓN MARGINAL EN DIFERENCIAL DE TASAS.

En el corto plazo, esperamos una disminución tanto en el ROE como en el Margen Neto que se explica por una disminución en el diferencial de tasas en los portafolios de nómina y PyMEs. En el caso del crédito a nómina será debido a una mayor participación de la cartera de pensionados la cual se ofrece a una tasa activa menor a la presentada históricamente, mientras que el portafolio de PyMEs se verá afectado por una mayor competencia en dicho segmento del mercado tanto por la participación bancaria como por parte de Sofomes. En el mediano plazo estimamos este efecto sea contrarrestado parcialmente gracias a una mayor participación de segmentos como el de Autos, el cual se otorga a tasas más altas que el caso de PyMEs y Bienes de Consumo. Consideramos que este es un efecto común conforme avanza el ciclo de vida de CREAL por lo que dicho impacto lo catalogamos como neutral y lo incorporamos a nuestras expectativas.

COSTO DE FONDEO; CORTO Y MEDIANO PLAZO.

En general esperamos que el costo de fondeo de Creal disminuya en el corto plazo ya que recientemente la compañía fijó alrededor del 50% de su deuda a una tasa de 7% (vs TIIEE+5.3%). En el mediano plazo creemos que su fondeo se verá afectado adversamente debido a un posible aumento en las tasas de interés por parte de Banxico, impactando directamente el costo de su deuda vinculada a la TIIE, teniendo repercusiones directas en su Margen Financiero y Margen Neto, el cual se verá parcialmente revertido por la combinación en su cartera. Este es un evento que será de carácter general impactando a tanto entidades financieras como a otras emisoras de diferentes industrias.

VALUACIÓN: PO 2016 de P\$43.95

Nuestro Precio Objetivo 2016 es el resultado de un ejercicio de valuación usando la metodología de flujos descontados (DCF) de Ingresos Residuales, así como la valuación por múltiplos. Como parte de nuestro ejercicio, se estima el crecimiento de cada producto, al igual que las tasas de interés que se traducen en ingresos de manera individual. Entre los riesgos que pudieran afectar nuestros estimados y valuación destacamos: Deterioro del entorno económico en México lo cual tendría un impacto directo en la originación de nuevos créditos y en un índice de morosidad superior al estimado.

VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS:

No estamos utilizando un comparativo sectorial debido a que existen pocas instituciones financieras públicas (sólo 2 representativas) que presentan características similares y se encuentran en una etapa de su ciclo de vida cercana a la de Creal.

Para 2016 asumimos múltiplos P/E y P/BV iguales al promedio de sus dos últimos años (U2A), asignándole un descuento de 5% a su múltiplo P/E debido a una desaceleración en su crecimiento de Cartera de Créditos e Ingresos por Intereses 17% y 15% vs 19% y 22% U12M. Así mismo se asigna un premio de 10% en su múltiplo P/BV debido a un menor apalancamiento esperado para 2016 y años posteriores. **El PO'16 por este método de valuación es de P\$ 42.94.**

CREAL – Valuación por Múltiplos 2016, Múltiplos en veces (x)								
Múltiplo	Actual	U6M	U12M	U2A	Asumido	Asumido vs Actual	Valor de Capital	PO' 16
P/E	9.9	11.0	12.1	10.4	9.9	-5.0%	15,787	40.3
P/BV	2.1	2.5	2.8	2.0	2.2	10.0%	17,882	45.6
Promedio								42.94

Fuente: Grupo Financiero BX+ / Bloomberg

VALUACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJO DE EFECTIVO

De acuerdo a la metodología requerida por el modelo de ingresos residuales, la tasa de retorno requerido por los inversionistas de 9.6% es determinado utilizando como tasa libre de riesgo la tasa de Estados Unidos a 30 años 2.94%, un riesgo país de 2.08, así como una prima por riesgo de mercado 5.5% y una Beta de 0.84. Se asume un múltiplo P/E de salida de 7.9x. **El PO'15 por este método de valuación es de P\$ 44.95.**

CREAL - Valuación por DCF (P\$mn) 2015					
Concepto	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Utilidad Neta	1,831	2,124	2,495	2,897	3,291
Costo de Capital	976	1,181	1,421	1,700	2,017
Flujos Libres de Efectivo	855	943	1,074	1,197	1,274
Valor Presente de Flujos	780	785	815	829	804
Flujos de Eftvo.	4,012			Costo de Capital (K)	9.64%
Perpetuidad	13,607			Acciones en circulación (mn)	392
Valor Justo Capital	17,620			Valor por Acción (P\$)	44.95

Fuente: Grupo Financiero BX+ / Bloomberg

¿POR QUÉ LABORATORIO?

Por qué nos percibimos y actuamos no únicamente como un área de análisis

El laboratorio es un lugar dotado de los medios necesarios para realizar **investigaciones, prácticas y trabajos** de carácter científico, tecnológico o técnico; está equipado de instrumentos de medida o equipos para dichos fines y prácticas diversas. Se realizan pruebas hasta obtener resultados satisfactorios para el usuario.

También puede ser un aula o dependencia de cualquier centro docente.

Su importancia en cualquier especialidad radica en el hecho de que las **condiciones ambientales están controladas y normalizadas** de modo que:

1. **Se puede asegurar que no se producen influencias extrañas (independencia) que alteren el resultado del experimento o medición: control.**
2. **Se garantiza que el experimento o medición es repetible, es decir, cualquier otro laboratorio podría repetir el proceso y obtener el mismo resultado: normalización (metodología y proceso).**

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, Gabriel Treviño Castillo Juan Eduardo Hernández S. Juan José Reséndiz Téllez, Juan Antonio Mendiola Carmona, José Isaac Velasco, Dolores María Ramón Correa, Mónica Pamela Díaz Loubet, Mariana Paola Ramírez Montes 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

GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS, S.A. de C.V.

DIRECCIÓN			
Tomas Christian Ehrenberg Aldford	Director General de Grupo Financiero	55 11021800 x 1807	tehrenberg@vepormas.com.mx
Maria del Carmen Bea Suarez Cue	Director General Banco	55 11021800 x 1950	msuarez@vepormas.com.mx
Alejandro Finkler Kudler	Director General Casa de Bolsa	55 56251500 x 1523	afinkler@vepormas.com.mx
Carlos Ponce Bustos	DGA Análisis y Estrategia	55 56251537 x 1537	cponce@vepormas.com.mx
Fernando Paulo Pérez Saldivar	DGA Tesorería y Mercados	55 56251517 x 1517	fperez@vepormas.com.mx
Alfredo Rabell Mañon	DGA Desarrollo Comercial	55 11021800 x 1876	arabell@vepormas.com.mx
Francisco Javier Gutiérrez Escoto	Director de Región	55 11021800 x 1910	fgutierrez@vepormas.com.mx
Enrique Fernando Espinosa Teja	Director de Banca Corporativa	55 11021800 x 1854	eespinosa@vepormas.com.mx
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director de Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	mardines@vepormas.com.mx
Lidia Gonzalez Leal	Director Patrimonial Monterrey	81 83180300 x 7314	ligonzalez@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 A. Bursátil / Metales – 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	Analista / Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com.mx
Jose Maria Flores Barrera	Analista / Consumo Discrecional / GAP / Gps. Inds.	55 56251500 x 1451	jfloresb@vepormas.com.mx
Gabriel Treviño Castillo	Analista / Alimentos / Bebidas	55 56251500 x 1709	gtrevino@vepormas.com.mx
Juan Eduardo Hernández S.	Analista / Financiero / Telecomunicaciones	55 56251500 x 1530	jehernandezs@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	Economista Senior	55 56251500 x 1682	ivelascoo@vepormas.com.mx
Dolores María Ramón Correa	Economista Jr.	55 56251500 x 1546	dramon@vepormas.com.mx
Mónica Pamela Díaz Loubet	Economista Jr.	55 56251500 x 1767	mpdiaz@vepormas.com.mx
Mariana Paola Ramírez Montes	Economista Jr.	55 56251500 x 1725	mpramirez@vepormas.com.mx
ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS			
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	glledesma@vepormas.com.mx
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251536 x 1536	rherandez@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