



Unifin

ZAPATERO EN ISLA DE DESCALZOS

BX+

COMPRA: CON PO 2016 DE \$46.00

Iniciamos cobertura de Unifin con una recomendación de FAVORITA y Precio Objetivo 2016 de P\$ 46.0 con un potencial de 30% vs. 17.1% esperado para el IPyC (50,900pts). Pese al buen desempeño que ha presentado el precio de la acción, aun percibimos que es un buen punto de entrada debido a los sólidos fundamentales con los que cuenta la emisora.

FUERTE CRECIMIENTO, CON CALIDAD DE CARTERA Y RENTABILIDAD

Unifin es el arrendador independiente líder en Latinoamérica. De 2002 al 2T15 incrementó cartera más de 100 veces, de P\$120mn a P\$14,778mn, la cual volverá a duplicar durante los próximos 2.5 años y crecerá en promedio 27% de 2016 a 2018. Además, dado su amplio proceso de selección de cartera y estricto seguimiento de cobranza (mantiene propiedad del bien y los dueños de las empresas clientes son responsables en caso de incumplimiento) mantendrá su morosidad menor a 1.0% (actual de 0.6%, vs. 3.8% del sector financiero en México). Asimismo, mantiene niveles de rentabilidad superiores (margen neto promedio de 43%, ROAE (Retorno sobre Capital Promedio) de 38% vs. 23% y 18% del sector financiero mexicano).

PYMES Y ARRENDAMIENTO, DESATENDIDO Y CON BAJA PENETRACIÓN

Se enfoca principalmente al sector de la mediana empresa (Pyme), que a pesar de representar el 99.8% del total de las empresas nacionales y 52% del PIB del país, se encuentra desatendido por el sector bancario tradicional en México (sólo 15% del financiamiento). En cuanto al arrendamiento, su penetración como porcentaje del PIB, es cercana al 0.8%, muy inferior a los niveles de 6.8% en Chile y 4.1% en Colombia debido al desconocimiento general sobre el producto y sus ventajas.

MERCADO DE GRAN POTENCIAL Y OPORTUNIDAD DE CRECIMIENTO

Había una vez un zapatero que llegó a una isla de gente descalza y vio la inmensa oportunidad de hacer una gran venta tras explicarles las ventajas de los zapatos (correr más rápido y más lejos). De esta misma manera, la baja penetración del arrendamiento y el poco atendido sector Pyme presenta para Unifin un mercado de gran potencial y oportunidad de crecimiento conforme las empresas conozcan más sobre los beneficios del arrendamiento (contable: no es pasivo; fiscal: 100% deducible; financiero: sin inversión inicial) siendo su mejor alternativa de crecimiento.

EL FONDEO MÁS EFECTIVO DE MARGEN ALTAMENTE ATRACTIVO

Unifin fondea los recursos para su operación principalmente a través de bonos internacionales, deuda bancaria y bursatilizaciones, siendo ésta última la manera más eficiente de crecer debido a su bajo costo TIIE +1.6%, además de no contar como pasivo (fideicomiso) y crea fondos para generación de nueva cartera (al término del plazo rotó 1.8x la cartera inicial). El costo de fondeo general es de 6.5% que se compara favorablemente tasa de interés promedio cobrada de 18%.

ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS; TIPO DE CAMBIO Y TASAS

En cuanto a los bonos internacionales la compañía cuenta con una cobertura de tipo de cambio a cinco años a un nivel de P\$12.96. Las bursatilizaciones se fondean a TIIE +1.6% (4.8%) con cobertura de tasas con un tope de 7.0% anticipando una eventual alza en tasas.

ATRATIVA VALUACIÓN POR FUTUROS GRANDES CRECIMIENTOS

Nuestro PO'16 es resultado de una valuación por descuento de ingresos residuales para incorporar los crecimientos futuros. Al ser una empresa en crecimiento, por ahora no reparte dividendos.

FAVORITA

Precio Objetivo '16 P\$ 46.0

RESUMEN

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

RENDIMIENTO ESPERADO

	Emisora	IPyC
Precio Actual	35.4	43,452
P. O. 2016	46.0	50,900
Var % (Nominal)	30.0%	17.1%
Diferencia	12.3%	

INDICADORES DE MERCADO

	Emisora
U12M: Min-Max	29.4 – 39.0
Market Cap (Ps\$ mn)	12,538
Free Float	36.5%

ESTIMADOS / VALUACIÓN / SOLIDEZ

	2014	2015e	2016e
Ing. Tot.	3,348	4,764	6,432
Var %	40%	42%	35%
Mgn. Fin.	1,089	1,489	1,735
Var %	32%	36%	17%
Ut. Neta	482	455**	592**
Var %	43%	NC	30%

** No incluye el efecto de coberturas de tipo de cambio en su estado de resultado. NC; NO COMPARABLE con 2014.

“Mira las oportunidades, en lugar de ver los problemas...”

Anónimo

José María Flores B.
jfloresb@vepormas.com.mx

Juan Eduardo Hernández S.
jehernandezs@vepormas.com.mx

Septiembre 02, 2015

ESTRATEGIA BX+

PABX+	En IPyC	Condición
6.3%	0.0%	FAVORITA

UNIFIN vs. IPyC (Desde IPO)



CATEGORÍA:
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	
Ventas Exportación / Total Ventas	
Alza de Precios	✓
Alza en Volumen de créditos	✓
Reducción de Costos	✓
Mayor Penetración de Mercado	✓
Entrada a Nuevos Mercados	✓
Cierre y/o revitalización de negocios c/Pérdida	
Fusión o Adquisición	

¿QUÉ ES UNA SOFOM?

Son entidades financieras que, a través de la obtención de recursos mediante el fondeo en instituciones financieras y/o emisiones públicas de deuda, otorgan crédito al público de diversos sectores y realizan operaciones de arrendamiento financiero y factoraje financiero. Una Sofom no puede captar recursos del público y no requiere de la autorización del gobierno para constituirse.

VENTAJAS DE UNA SOFOM:

Fiscales: La cartera crediticia no es incluida para el cómputo del impuesto al activo.

Procesales: Se puede dictar el embargo del colateral a favor de la entidad sin esperar sentencia en firme.

Civiles: Se pueden ceder los derechos de créditos con garantía. Facilitándose la venta de cartera y el proceso de bursatilización de las mismas por parte de las Sofomes a un costo no tan excesivo.

¿Cómo Gana Dinero y Crece?

Unifin Financiera (Unifin) es una sociedad financiera de objeto múltiple (SOFOM) que inició operaciones en 1993 bajo el nombre Arrendadora Axis. En 1996 cambió su denominación a Arrendadora Unifin incorporando la figura de SOFOM. Posteriormente, en 2009 nuevamente modificó su denominación a la de Unifin Financiera transformándose en una sociedad anónima promotora de inversión y finalmente en 2015 adoptó la modalidad de sociedad anónima bursátil.

Unifin opera en el sector de arrendamiento puro en México y se especializa en el sector de la mediana empresa que representa la mayor parte de la actividad económica mexicana.

Las principales líneas de negocio de la Compañía son:

1. **Arrendamiento Operativo:** Representa el 76% de la Cartera de Crédito Total y 91% de los ingresos por intereses (U12M y se espera se mantenga la proporción). A través de su principal línea de negocio, Unifin otorga arrendamientos para todo tipo de maquinaria y equipo, vehículos de transporte (incluyendo automóviles, camiones, helicópteros, aviones y embarcaciones) y otros activos de diversas industrias. El monto por operación de arrendamiento de la Compañía oscila entre \$100,000 y \$150 millones de pesos, con un promedio de \$5.6 millones, con vencimientos entre 12 y 48 meses y promedio de 36 meses. El rango de la tasa de interés fija para dichas operaciones es entre 16% y 23%.
2. **Factoraje:** Representa alrededor del 10% de la Cartera de Crédito Total y 4% de los ingresos por intereses. A través de este negocio, la Compañía proporciona a sus clientes soluciones financieras y de liquidez, adquiriendo o descontando cuentas por cobrar de sus clientes o, en su caso, de los proveedores de sus clientes. Las operaciones de factoraje son realizadas por montos entre \$500,000 y \$100 millones de pesos, con vencimientos entre 8 y 180 días (72 en promedio), y con tasas de interés entre TIIE +12.50 y TIIE +19.00%.
3. **Otros créditos:** Representa el 14% de la Cartera de Crédito Total y 5% de los ingresos se enfoca al financiamiento de capital de trabajo y adquisición de otros bienes de capital. La línea de crédito automotriz de la Compañía está dedicada principalmente al otorgamiento de créditos para la adquisición de vehículos nuevos o usados. Los créditos automotrices otorgados por la Compañía van de \$50,000 pesos hasta el 80% del valor del vehículo financiado, con vencimientos entre 12 y 60 meses, y una tasa de interés fija entre 12% y 18%.

De 2012 a 2014 el crecimiento promedio de la compañía en Cartera, Capital Contable y Utilidad Neta fue de 37%, 51% y 41% respectivamente mientras que mantuvo un margen neto promedio de 43%, ROE de 33%. Estos indicadores claramente contrastan con el del sector bancario en México que en el mismo periodo registró crecimientos de 10%, 9% y 3% en los mismos rubros al mismo tiempo que mantuvo un margen neto y ROE de 23% y 18% respectivamente.

SECTOR	2014	2015e
Crecimiento del PIB (México)	2.1%	2.2%
Sector de Moda		✓

¿QUÉ ES EL ARRENDAMIENTO?

El arrendamiento es una forma de financiamiento por medio del cual el arrendador otorga el uso y goce de un bien, inmueble o mueble a una arrendatario, durante un plazo determinado, obligándose este último a pagar parcialidades por concepto de renta.

ARRENDAMIENTO PURO

La estructura de financiamiento ideal para adquirir bienes de capital. Se renta un bien mueble o inmueble y el pago se hace mensual. Al término del contrato, se finaliza la obligación y el beneficio del bien, teniendo que devolver el mueble o inmueble.

Es importante destacar que en el caso de Unifin, al terminar el periodo, el activo se vende, a través de un tercero, en el 100% de los casos (90% a quien contrata el arrendamiento).

COMPETENCIA

La actual regulación en México no permite que este producto se ofrezca directamente a través de intermediarios financieros del sector bancario, sólo a través de una SOFOM. La industria del arrendamiento operativo en México se encuentra altamente fragmentada entre pocos actores con participación significativa. Unifin es líder en México y Latam.

VENTAJAS DEL ARRENDAMIENTO PURO

Fiscales.- Rentas 100% deducibles; deducibilidad inmediata; operación fuera de balance.

Financieras.- Se puede financiar 100% de la inversión; se puede contemplar dentro de ésta, accesorios del bien principal; flexibilidad en plazos acorde con la capacidad financiera del arrendatario, y un mejor nivel de apalancamiento.

Administrativas.- Registro contable simple; rentas van directo al rubro de gastos; renovación tecnológica cada tres o cuatro años, y en el caso del transporte, disminuye gastos de mantenimiento de vehículos.

SECTOR: SUB-ATENDIDO Y CON GRAN POTENCIAL

Industria Financiera en México.

La penetración por parte del crédito en México se encuentra por debajo de sus similares de la región. Al 31 de diciembre de 2013 el crédito otorgado al sector privado represento 30.6% del PIB, en comparación con 105.9% de Chile, 70.7% en Brasil y 50.3% en Colombia.

La acreditación financiera individual en México por bancos y no bancos se encuentra en niveles de 10.4% de la población (ajustada por PEA y mayoría de edad) sumando un aproximado de 3.8 millones de personas.

PyMEs

Las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) representan el principal mercado para Unifin desde el inicio de sus operaciones. Dicho segmento del mercado se encuentra sub-atendido por las instituciones bancarias que operan en México y cuenta con un atractivo potencial de crecimiento para los próximos años.

Actualmente, las PyMEs representan el 99.8% del total de las empresas nacionales y eran las encargadas de generar el 52% del PIB nacional. A pesar de que durante el mismo año las PyMEs eran la fuente de empleo para el 74% de la fuerza laboral en el país, obtuvieron únicamente 15% del crédito en el país.

Sub-sector de arrendamiento en México

La industria del arrendamiento operativo o comúnmente conocido como “puro” se encuentra altamente fragmentada en el país con pocos participantes con una participación significativa, donde los principales competidores son; empresas multinacionales y sus subsidiarias relacionadas con marcas de vehículos y equipos, integrantes de grupos financieros a través de subsidiarias comúnmente bajo la figura legal de SOFOM y otros participantes independientes. Su penetración como porcentaje del PIB a diciembre de 2013 se encontraba a niveles de 0.8%, muy por debajo de los niveles de 6.8% en Chile y 4.1% en Colombia.

Cabe mencionar que Unifin es la arrendadora independiente (no bancaria) líder en América Latina, conforme al último reporte Alta LAR 100, emitido por The Alta Group.

Principales Competidores

Local / Independiente: Abc Leasing, Arrendamovil de México, Docuformas, TIP, Financiera Atlas y Financiera Bepensa.

Relacionadas a Grupos Financieros: Banorte, Facileasing (BBVA), Actinver, Value, Banregio

Internacionales: CSI Leasing, CHG, GE Capital

Especializadas: Volkswagen Leasing, HP Financial Services, Paccar Financial, Daimler, Cat Financial, Navistar

Ventajas y diferenciadores de Unifin sobre la competencia

Unifin es la arrendadora independiente líder en México y América Latina y lo ha logrado gracias a:

- **Conocimiento específico del negocio:** Sistemas y tecnología hechos a la medida, Procesos de originación y cobranza robustos, Modelo de análisis de crédito hecho a la medida
- **Escala y presencia:** Alto volumen de compras permite negociar con proveedores y concesionarias, Oficinas en las principales zonas económicas del país
- **Fondeo:** Acceso a múltiples y competitivas fuentes de financiamiento
- **Renovaciones / Venta de activos:** 82% de los clientes renuevan sus contratos, 100% de los activos son vendidos al final del contrato.

Monitoreo continuo y eficiente proceso de cobranza: La cobranza se facilita ya que Unifin mantiene la propiedad del bien, Los accionistas o equipo directivo de las empresas arrendatarias (clientes) son personalmente responsables en caso de incumplimiento de contrato.

ESCUDOS

Reconocimiento de Marca	✓
Patente o Fórmula Secreta	
Liderazgo permite Control de Precio	✓
Leyes o Regulaciones	✓
Estructuras o Herramientas / Control Mercado	✓
Empatía	✓
Monto de Inversión	✓

¿QUÉ ES BURSATILIZAR?

Es un proceso en el cual, activos similares se agrupan en un fideicomiso emisor, quien a su vez, emite títulos de deuda entre el público inversionista, en el mercado de valores (BMV).

Los activos agrupados generan flujos de efectivo que se utilizan para pagar los costos relacionados al mantenimiento de la bursatilización y el pago de rendimiento a los inversionistas.

En el caso de Unifin, al ser el mismo el operador del fideicomiso encargado de recaudar y distribuir los pagos provenientes de la cartera (adicionalmente de brindarle un fondeo a bajo costo de TIIE +1.6%) le da la oportunidad de estar constantemente aportando más créditos otorgados debido principalmente a que los ingresos que recibe el fideicomiso son mayores a los que se pagan a los inversionistas y las comisiones generadas, por lo que existe una constante aportación de cuentas por cobrar que termina siendo 1.8 veces el valor original de la cartera.

VENTAJAS: Bajo costo, fondos para generación de nueva cartera, no cuenta como pasivo (fuera de balance por ser fideicomiso).

¿Por qué Seguirá Creciendo? FONDEO, CARTERA, MERCADO Y PENETRACIÓN, PROYECTOS

Consideramos que gracias a sus fortalezas (crecimiento siempre cuidando la calidad de activos y enfocados a la rentabilidad), Unifin podrá fácilmente aprovechar las oportunidades de crecimiento futuro resultado de la combinación de su estrategia de crecimiento actual sumada a la positiva perspectiva derivada del crecimiento económico y demográfico y por la creciente demanda de arrendamientos y productos financieros por parte de las pymes y la creciente penetración de estos productos en el las mismas.

FONDEO: Al ser una SOFOM, el crecimiento depende del volumen de arrendamientos otorgados (cartera) los cuales, a su vez están limitados por los recursos (a través del fondeo) con los que cuente la compañía para realizar sus operaciones. Estos provienen de diversas fuentes de financiamiento, en donde las principales son actualmente bonos internacionales deuda bancaria y **bursatilizaciones**. A nivel general, el costo de fondeo promedio es de 6.5% que se compara muy favorablemente con la tasa de interés promedio cobrada de 18%. Las bursatilizaciones son la manera más eficiente de crecer debido a su bajo costo TIIE +1.6%, además no genera fondos para creación de nueva cartera y no cuenta como pasivo (fuera de balance por ser fideicomiso).

CARTERA (SIEMPRE CUIDANDO CALIDAD DE ACTIVOS): Actualmente la compañía aprueba sólo el 40% de las solicitudes para arrendamiento, autorizando solo aquellos que cumplan con una serie de lineamientos que garanticen el cumplimiento. Esto gracias a la fuerte demanda de financiamiento por parte de las Pymes. Derivado de ello la compañía cuenta con uno de los niveles de cartera vencida más bajos del mercado (0.60x) permitiendo la sana continuidad del negocio. Además, ello le ha valido calificaciones positivas por parte de Standard & Poor's, Fitch Ratings y HR Ratings que en el futuro podrían traducirse en mejores condiciones de fondeo.

- Si por alguna situación externa a la compañía, (cambio en legislación o por mayor competencia) ésta decidiera aprobar un mayor porcentaje de créditos, podría hacerlo manteniendo niveles de morosidad aún muy por debajo del 3.8% promedio del sector.

MERCADO EN CRECIMIENTO Y CON POTENCIAL DE MAYOR PENETRACIÓN: En México, el arrendamiento tiene una penetración muy por debajo a la de países similares en la región. En este sentido, en México es cercana al 0.8% del PIB, contrastando con el 6.8% de Chile y 4.1% en Colombia. Consideramos que el mercado seguirá creciendo y aumentará la penetración debido a:

- **Comunicación y promoción:** Mayor entendimiento por parte de las empresas sobre los beneficios del arrendamiento puro (contable, fiscal y financiero). Además, de que es una alternativa de crecimiento muy favorable para las empresas al ser la estructura de financiamiento ideal para adquirir bienes de capital (equipo de transporte, camiones, tracto-camiones, aviones, equipo industrial, de construcción y muebles de oficina etc.) ya que no computa para apalancamiento, no se tiene que registrar en balance, y es deducible.
- **Competencia:** Los bancos no pueden competir directamente por regulación, y la industria está altamente fragmentada entre pocos actores con participación significativa. Unifin es el líder en su segmento.
- **Mayor presencia:** Actualmente tiene presencia en 9 ciudades en las principales zonas económicas del país y cuenta con planes para expandir su cobertura y ampliar personal de ventas.

PROYECTOS: Se espera un crecimiento significativo en el mercado de arrendamiento en México a través de contratistas y subcontratistas que participen en las concesiones de los proyectos para El Programa Nacional de Infraestructura 2014-2018 en donde se contemplan 743 proyectos, con una inversión total por US\$596bn. Unifin busca atender el 0.5% de la inversión planeada de los próximos 5 años.

ESTRUCTURA FINANCIERA	2013	2014	2015e
Activo total / Capital	11.1	9.5	6.0
Activo total / Pasivo total	1.1	1.1	1.2
Margen Fin. / Pasivos Circ.	0.3	0.4	0.4
Caja y Bancos / Pasiv. Circ.	0.2	0.4	0.5
Productos Derivados	✓		

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

Unifin es una compañía 100% operativa ya que todos sus ingresos provienen de las actividades relacionadas con la operación, lo que significa que se concentra en su negocio.

Por otra parte, Unifin tiene un nivel de apalancamiento pasivo sobre capital de 6.5x, nivel que se compara muy favorablemente con 10x de sus comparables sectoriales (Micro financieras México).

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.

DIVIDENDOS	Actual
Dividend Yield	NA
Cete 28d	3.04%
Fondo de Recompra de Acciones	✓

¿Reinvierte o Reparte Utilidades?

La exitosa historia de crecimiento de Unifin desde su inicio de operaciones en 1996 hasta su posición de liderazgo actual ha sido resultado de la reinversión en su negocio. Debido a que aún se encuentra en proceso de crecimiento teniendo que concentrar su flujo en ello, no cuenta con una política definitiva de dividendos.

ADMINISTRACIÓN	
Integridad y Transparencia	✓
Cumple Compromisos	✓
Utilidad con Principios (Social Responsable)	✓
En Índice de Sustentabilidad	✓
Capital Emocional (Ambiente Laboral)	✓
"Stock Options"	✓

La Dirección de la Empresa: Mucha experiencia y visión

Desde que inició sus operaciones en 1993, Unifin ha experimentado un crecimiento significativo y ha consolidado una posición de liderazgo en el mercado de arrendamiento y una participación activa en la industria financiera de México. Asimismo, ha superado constantemente el desempeño del sistema bancario mexicano en términos de crecimiento anual compuesto, cartera vencida, eficiencia y rentabilidad.

Este gran crecimiento se ha dado por la clara visión de su dirección la cual cuenta con una gran experiencia en la industria financiera y de arrendamiento en México y Latinoamérica, y buen gobierno de la empresa.

Equipo directivo:

- **Rodrigo Lebois Mateos:** Presidente de Fundación Unifin, A.C. y Presidente del Consejo de Administración de Unifin Credit, Unifin Autos y Unifin Agente de Seguros y Fianzas, S.A. de C.V.
- **Luis Gerardo Barroso González (CEO):** Director General de la Compañía y ha sido miembro del Consejo de Administración desde el 2001. En 1992, se incorporó a Multivalores Arrendadora, S.A. de C.V. como Director de Promoción hasta diciembre de 1995, fecha en la que ocupó el cargo de Director General y fue designado miembro de su Consejo hasta 2001.
- **Gerardo Mier y Terán Suárez (CFO):** Director General Adjunto de Administración y Finanzas desde 2011. Anteriormente ocupó distintos cargos destacando la dirección general adjunta de Grupo Mexicano de Desarrollo.
- **Juan José del Cueto Martínez:** Director General Adjunto de la Compañía. Fue el fundador y director de finanzas en Grupo Barca participando en desarrollo de diversos proyectos inmobiliarios.
- **Rodrigo Balli Thiele (COO):** Director General Adjunto de Operaciones desde el 2005.
- **José María Muñiz (CIRO):** Director General Adjunto de Relaciones Financieras Institucionales y ha sido miembro del Consejo de Administración desde 2001. Antes de formar parte de Unifin, ocupó diversos cargos en Banco Nacional de México, desde 1979, incluyendo la Dirección de Banca Corporativa de 1986 a 1989.

VALUACION: PO 2016 P\$46.0

Nuestro P.O 2016 de P\$46.0, es resultado de una valuación a través de ingresos residuales con la finalidad de incorporar las estimaciones de los próximos años

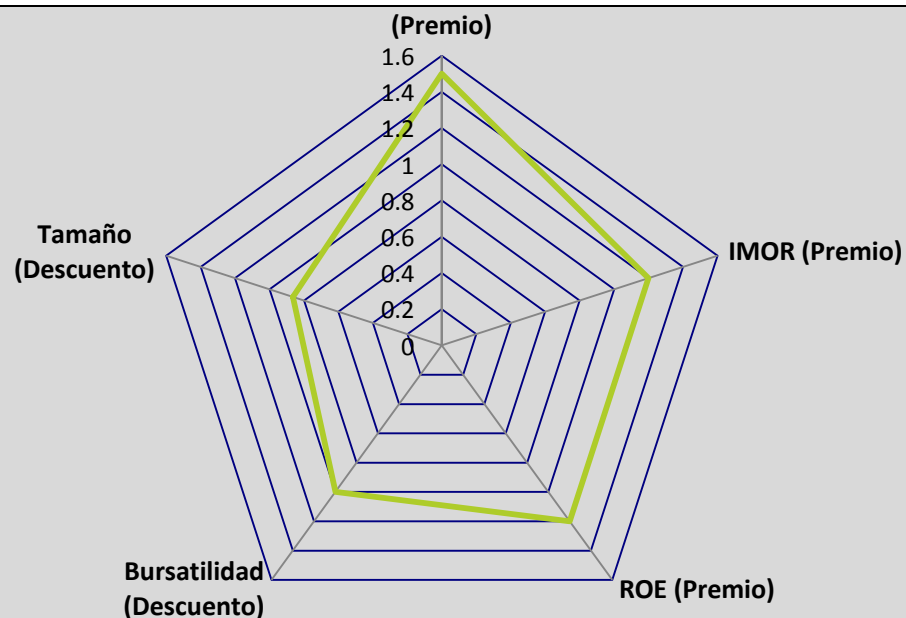
UNIFIN - Valuación por Descuento Ingresos Residuales (P\$ mn)

Concepto	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingreso Residual	369,776	543,080	629,380	637,484	675,071
DCF	341,405	462,942	495,344	463,228	452,904
Flujos Eftvo.	2,215,824				
Perpetuidad	14,000,739	Acciones (CPO) en circulación (mn)			352,800
Valor Justo Capital	16,216,563	Valor por Acción (P\$)			46.0
Market Cap. Actual	12,538,512	Rendimiento Potencial			30%

Descuento de Ingresos Residuales

Por Flujos Descontados a valor presente del Ingreso Residual (Diferencia entre la Utilidad Neta y el cargo de capital contable) el PO'16e determinado es de P\$46.0. Para determinar el Costo de Capital utilizamos el bono de 10 años de México (6.0%), un premio por riesgo mercado de 5.0% y una Beta de 0.46.

Asumimos un múltiplo P/U para la perpetuidad de 15.4x. Bajo este método de valuación, el PO'14e es de **P\$ 46.0**



Múltiplo P/U para perpetuidad: El nivel de 15.4x es resultado de un premio por crecimiento, morosidad y ROE sobre el sector. A ello se suma un descuento por bursatilidad y tamaño de la emisora.

UNIFIN- comparativo sectorial internacional (USD\$ Millones, U12M)

Empresa	País	Ingresos	Ut. Neta	Mgn Neto	P/U	P/VL	Var. UT. NETA 2016E	ROE	Índice de Morosidad
AIR LEASE	EUA	1,131	275	24.3%	12.0	1.2	19.0%	9.9%	NA
TAL INTERNATIONAL	EUA	663	118	17.8%	15.2	0.8	-7.2%	17.4%	NA
FLY LEASING	IRLANDA	447	36	8.1%	4.7	0.8	13.7%	5.2%	NA
CHAILEASE*	TAIWÁN	1,146	228	19.9%	7.6	1.5	12.7%	19.5%	NA
CENTURY TOKIO*	JAPON	1,106	311	28.1%	10.9	1.4	7.3%	12.7%	NA
RICOH LEASING*	JAPON	263	91	34.5%	10.0	0.8	8.9%	8.1%	NA
BOHAI LEASING*	CHINA	1,189	143	12.0%	33.4	2.3	33.5%	6.8%	NA
Mediana / Promedio				22.1%	13.4	1.1	12.5%	12.1%	NA
Unifin*	México	267	55	20.7%	15.3	1.1	30.0%	37.9%	0.6
Unifin vs. Prom				-1.4%	14.2%	0%	17.5%	35.8%	NA

Fuente: Grupo Financiero BX+ / Bloomberg

*: Las cifras se encuentran en USD al tipo de cambio del periodo.

ESTIMADOS FINANCIEROS

Edo de Resultados (P\$mn)	2014		2015e		2016e		2017e		2018e		2019e	
Ingreso Total	5,287,353	100%	6,687,356	100%	9,403,639	100%	11,947,758	100%	14,738,853	100%	17,507,178	100%
Ingreso por intereses	1,146,923	22%	642,391	10%	905,787	10%	1,174,676	10%	1,464,103	10%	1,760,695	10%
Ingreso por Arrendamiento Operativo	3,648,586	69%	5,503,685	82%	7,747,201	82%	9,821,734	82%	12,102,602	82%	14,355,838	82%
Otros Beneficios por Arrendamiento	383,189	7%	460,857	7%	602,453	6%	757,587	6%	933,327	6%	1,107,275	6%
Gasto por intereses	1,938,668	37%	1,922,399	29%	2,971,400	32%	3,783,013	32%	4,661,167	32%	5,528,833	32%
Depreciación de Bienes Arrendados	2,150,092	41%	3,194,978	48%	4,548,161	48%	5,761,881	48%	7,099,396	48%	8,421,114	48%
Margen Financiero	1,089,938	21%	1,489,556	22%	1,735,880	18%	2,209,103	18%	2,739,468	19%	3,273,862	19%
Estimación Preventiva para Riesgos.	30,000	-1%	8,420	0%	15,180	0%	20,584	0%	25,874	0%	31,156	0%
Mgn. Fin. Ajustado por Riesgos	1,119,938	21%	1,481,136	22%	1,720,699	18%	2,188,519	18%	2,713,595	18%	3,242,705	19%
Resultado por Intermediación	11,274	0%	568,230	9%	73,320	1%	194,298	-2%	-337,272	-2%	-245,622	-1%
Gastos de Administración y Prom.	535,095	10%	692,593	10%	998,088	11%	1,266,894	11%	1,563,716	11%	1,858,634	11%
Resultado antes de Impuestos	704,772	13%	1,437,196	22%	944,130	10%	921,088	8%	1,051,429	7%	1,421,820	8%
Impuestos a la Utilidad	222,364	4%	413,270	6%	277,996	3%	271,278	2%	309,647	2%	418,732	2%
Utilidad Neta Mayoritaria	482,408	9%	1,023,926	15%	666,134	7%	649,810	5%	741,782	5%	1,003,088	6%
Utilidad Neta Mayoritaria Ajustada	***		455,696	7%	592,814	6%	844,108	7%	1,079,054	7%	1,248,710	7%

Fuente: Grupo Financiero BX+ / Bloomberg

***; Durante el 2014 el efecto de tipo de cambio se registró en los rubros de Ingresos por intereses y Gastos por intereses bajo otra metodología contable, posterior al 1T2015 se registrará en Resultado por Intermediación. Debido a esta discrepancia contable se considera NO COMPARABLE con el resto de los periodos. Recordamos que esta partida no representa un flujo de efectivo real.

¿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
María 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 Mañón	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	lgonzalez@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 María Flores Barrera	Analista / Consumo Discrecional / GAP / Gps. Inds.	55 56251500 x 1451	jlfloresb@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	jvelasco@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	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