



# ¡BursaTris!

# BX+

## UNIFIN: NUEVO PO'17 CON GRAN POTENCIAL

### REVISAMOS EL PO'17 A LA BAJA DADO NUEVO CONTEXTO EN MÉXICO

Revisamos nuestros estimados y actualizamos variables en nuestra valuación de Unifin (*ver detalles en p. 2 y 3*) con el fin de incorporar el nuevo contexto económico en México que nos ha llevado a adoptar posturas más conservadoras. Como consecuencia ajustamos nuestro **PO'17 a P\$61.0 (de P\$73.0)** pero reiteramos la compañía como una emisora favorita dentro del sector. **Nuestro nuevo PO'17 implica un potencial del 23.1% vs. el 5.9% del IPyC para el mismo periodo.** Dada la caída que ha presentado el precio de la acción, percibimos un buen punto de entrada justificado por los fundamentales de la empresa. Lo último para perfiles de largo plazo ya que dado el contexto actual, la emisora podría verse afectada al corto plazo.

### CRECIMIENTOS, RENTABILIDAD Y BAJA MOROSIDAD

Unifin continuará mostrando indicadores por encima del sector tanto en crecimiento, rentabilidad y calidad de cartera (índice de morosidad, IMOR), tal como se puede ver en la tabla a continuación. El incremento en la cartera de crédito se explica por la baja penetración (con creciente demanda) del arrendamiento en México. Si bien esperamos una leve contracción en los márgenes debido al contexto actual de alzas en tasas por parte de Banxico, su ROE es mucho mayor al promedio del sector en México. La excelente calidad de la cartera se debe al estricto proceso de aprobación de crédito (~63% de las aplicaciones son rechazadas) y procesos muy eficientes de seguimiento de cobranza. En el mismo sentido, también es importante mencionar las excelentes estrategias de prevención ante cambios económicos por parte de Unifin, destacando su cobertura de dólares y de tasas con tope de 7.5% para las bursatilizaciones.

Estimados Var. 2017 (BX+)	Unifin	Sector	Diferencia
Variación en Cartera	35.3%	12.0%	23.3 ppt
IMOR	0.6%	3.0%	-2.4 ppt
Margen Neto	13.4%	14.0%	-0.6 ppt
ROA	3.3%	1.3%	2.0 ppt
ROE	24.6%	18.8%	5.8 ppt

### GRAN POTENCIAL EN EL MERCADO DADA LA DESATENCIÓN DE OTRAS COMPAÑÍAS

El enfoque en las PyMEs (más del 50% del PIB de México) por parte de Unifin es de las principales oportunidades de crecimiento para la compañía ya que estas empresas únicamente representan ~15% del financiamiento en México. Además la penetración del crédito y el arrendamiento (90%+ de los ingresos de Unifin) como porcentaje del PIB se han mantenido menores al 30% y 1% respectivamente en los últimos años (lejos de países como Chile y Colombia). Todo lo anterior confirma el gran potencial del público objetivo para la compañía añadiendo la alta fragmentación en la prestación de estos servicios.

### ESTIMADOS FINANCIEROS 2017-2020

Estado de Resultados (P\$ '000)	2016e	Variación	2017e	Variación	2018e	Variación	2019e	Variación	2020e	Variación
Ingresos	9,132,956	39.5%	11,235,978	23.0%	12,655,262	12.6%	13,720,479	8.4%	15,367,849	12.0%
Utilidad Neta	1,238,972	5.8%	1,509,877	21.9%	1,683,773	11.5%	1,801,641	7.0%	1,998,996	11.0%
Margen Neto	13.6%	-4.3 ppt	13.4%	-0.1 ppt	13.3%	-0.1 ppt	13.1%	-0.2 ppt	13.0%	-0.1 ppt
Índice de Morosidad	0.6%	0.1 ppt	0.6%	0.0 ppt						

Fuente: Reportes de la compañía, Ve por Más

IMPACTO DE LA NOTA	Positivo
RECOMENDACIÓN	Favorita
PRECIO OBJETIVO 2017 (\$PO)	61.0
POTENCIAL \$PO	23.1%
POTENCIAL IPyC	5.9%
PESO EN IPyC	0.0%
VAR PRECIO EN EL AÑO	-3.6%
VAR IPyC EN EL AÑO	3.1%

**José Eduardo Coello K.**  
*jcoello@vepormas.com*  
 5625 1500 ext. 1709

Febrero 03, 2017

 @AyEveporMas

 CATEGORÍA  
EMPRESAS Y SECTORES

 TIEMPO ESTIMADO  
DE LECTURA: ¡Un TRIS!

 OBJETIVO DEL REPORTE  
Comentario breve y oportuno de un evento sucedido en los últimos minutos.

## VALUACIÓN: NUEVO PO'17 – P\$ 61.0

La valuación es el resultado del promedio entre una valuación por múltiplos y una por ingreso residual (ver p. 2 y 3). En ambas asumimos múltiplos y ajustamos variables para incorporar el nuevo contexto económico en México. **El resultado fue: P\$61.0.**

## VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS

En este caso decidimos valorar Unifin utilizando los múltiplos P/E y P/BV. Asumimos, un múltiplo P/E de 14.2x y P/BV de 3.2x que son superiores al de sus comparables en 15% y 70% respectivamente. Sin embargo es importante destacar que históricamente esta diferencia entre Unifin y el sector ha sido de 16% y 120% correspondientemente. Además, todo lo anterior está sustentado por el crecimiento neto superior y una morosidad muy inferior al de la muestra a continuación. Esto refleja una postura más conservadora de nuestra parte tomando en cuenta el contexto retador actual. **Con este ejercicio nuestro PO'17 es: P\$61.1**

## COMPARATIVO SECTORIAL NACIONAL E INTERNACIONAL

Emisora	Mgn Neto	ROE	P/E	P/BV	Var. Ingresos 2017	Var. Ut. Neta 2017	Morosidad	NIM	Eficiencia
<b>Microfinancieras/SOFOMes</b>									
Genera	18.2%	24.4%	13.1	3.2	7.3%	9.2%	3.3%	62.7%	55.5%
CREAL	30.8%	23.7%	6.3	1.3	56.2%	17.5%	2.5%	20.8%	43.3%
<b>Mediana Microfinancieras</b>	<b>24.5%</b>	<b>24.1%</b>	<b>9.7</b>	<b>2.2</b>	<b>31.7%</b>	<b>13.4%</b>	<b>2.9%</b>	<b>41.8%</b>	<b>49.4%</b>
<b>Grupos Financieros</b>									
GFNORTE	19.9%	13.2%	15.0	2.0	12.9%	17.2%	2.2%	4.9%	59.5%
GFREGIO	33.6%	20.0%	15.2	2.8	15.0%	16.4%	1.6%	5.7%	44.8%
GFINBUR	21.2%	11.6%	22.0	1.9	20.4%	23.2%	2.6%	4.6%	56.3%
SANMEX	22.0%	13.2%	13.3	1.7	11.7%	10.9%	2.7%	4.8%	42.9%
GFINTER	25.5%	17.3%	10.2	1.4	8.5%	7.9%	0.9%	2.0%	60.5%
<b>Mediana Grupos Financieros</b>	<b>22.0%</b>	<b>13.2%</b>	<b>15.0</b>	<b>1.9</b>	<b>12.9%</b>	<b>16.4%</b>	<b>2.2%</b>	<b>4.8%</b>	<b>56.3%</b>
<b>Arrendamiento Internacional (P\$)</b>									
Aircastle	18.8%	6.1%	12.3	1.0	8.7%	28.7%	na	na	na
FLY Leasing	19.1%	3.1%	7.5	0.7	8.2%	-10.5%	na	na	na
Itau Unibanco	19.3%	19.2%	11.1	2.0	5.1%	6.6%	na	6.2%	55.3%
Banco Pine	15.0%	3.3%	85.3	0.4	16.9%	181.7%	na	5.3%	93.9%

Ryder System	4.1%	16.0%	14.8	2.0	4.0%	3.7%	na	na	na
<b>Mediana Internacional</b>	<b>18.8%</b>	<b>6.1%</b>	<b>12.3</b>	<b>1.0</b>	<b>8.2%</b>	<b>6.6%</b>	<b>na</b>	<b>5.8%</b>	<b>74.6%</b>
<b>Mediana del Sector</b>	<b>22.0%</b>	<b>13.2%</b>	<b>12.3</b>	<b>1.9</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>5.8%</b>	<b>56.3%</b>
Unifin	14.9%	42.7%	13.3	2.5	23.0%	22.6%	0.6%	9.8%	9.5%
<b>Unifin vs Comparables</b>	<b>-7.1%</b>	<b>29.5%</b>	<b>7.7%</b>	<b>33.8%</b>	<b>10.1%</b>	<b>9.2%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>4.1%</b>	<b>-46.9%</b>

Fuente: Bloomberg, Reportes de la compañía, Ve por Más

### VALUACIÓN POR INGRESO RESIDUAL (RI)

Respecto la valuación por RI, el ejercicio está basado en un horizonte de cinco años. Asumimos un Costo de Capital de 8.3%, que es producto de una beta ajustada de 0.61x, un CDS (Credit Default Swap) a 10 años en México de 2.7%, el bono a 10 años en EUA de 2.2% y una prima por riesgo de mercado de 5.5%. **Con este ejercicio nuestro PO'17 es: P\$61.0.**

PO	2018	2019	2020	2021	2022	V.R.
2017	4Q18	4Q19	4Q20	4Q21	4Q22	4Q22
Ut Neta ajustada	1,683,773	1,801,641	1,998,996	2,210,775	2,320,030	25,771,404
	1	2	3	4	5	5
	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2022e
<b>Costo de Capital</b>	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
<b>Capital Contable</b>	7,632,956	8,270,841	9,263,187	10,335,192	10,989,055	10,989,055
<i>Equity Charge</i>	632,390	685,239	767,455	856,271	910,443	910,443
<b>Ingreso Residual 2017</b>	1,051,382	1,116,402	1,231,541	1,354,504	1,409,587	24,860,961
<b>Ingreso Residual Descontado</b>	970,940	952,103	969,938	985,161	946,783	16,698,459
<b>Residual con Múltiplo</b>						
<b>VPN de Ingreso Residual</b>	4,824,925					
<b>VPN de Perpetuidad</b>	16,698,459					
Valor Justo	21,523,384					
Número de Accs. ('000)	352,800					
Precio Actual	48.5					
Market Cap Actual	17,114,328					
<b>Precio Objetivo (P\$)</b>	<b>61.0</b>					

## ¿POR QUÉ LABORATORIO?

Porque 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, José Eduardo Coello Kunz, Rafael Antonio Camacho Peláez, Verónica Uribe Boyzo, Juan Antonio Mendiola Carmona, Mariana Paola Ramírez Montes, Alejandro Javier Saldaña Brito y Maricela Martínez Álvarez, analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, [www.vepormas.com](http://www.vepormas.com), 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

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

Alejandro Finkler Kudler	Director General Casa de Bolsa	55 56251500	
Carlos Ponce Bustos	DGA Análisis y Estrategia	55 56251500 x 1537	<a href="mailto:cponce@vepomas.com">cponce@vepomas.com</a>
Javier Domenech Macias	Director de Tesorería y Mercados	55 56251500	
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director de Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	<a href="mailto:mardines@vepomas.com">mardines@vepomas.com</a>
Lidia Gonzalez Leal	Director Patrimonial Monterrey	81 83180300 x 7314	<a href="mailto:ligonzalez@vepomas.com">ligonzalez@vepomas.com</a>
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251500 x 1541	<a href="mailto:icalderon@vepomas.com">icalderon@vepomas.com</a>

**ANÁLISIS BURSÁTIL**

Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector A. Bursátil / Metales – Minería	55 56251500 x 1515	<a href="mailto:rheredia@vepomas.com">rheredia@vepomas.com</a>
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251500 x 1514	<a href="mailto:lrivas@vepomas.com">lrivas@vepomas.com</a>
Marco Medina Zaragoza	Analista / Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	<a href="mailto:mmedinaz@vepomas.com">mmedinaz@vepomas.com</a>
José María Flores Barrera	Analista / Grupos Industriales / Aeropuertos	55 56251500 x 1451	<a href="mailto:jfloresb@vepomas.com">jfloresb@vepomas.com</a>
José Eduardo Coello Kunz	Analista / Financieras / Telecomunicaciones	55 56251700 x 1709	<a href="mailto:jcoello@vepomas.com">jcoello@vepomas.com</a>
Rafael Antonio Camacho Peláez	Analista / Alimentos y Bebidas / Internacional	55 56251500 x 1530	<a href="mailto:racamacho@vepomas.com">racamacho@vepomas.com</a>
Verónica Uribe Boyzo	Analista / Consumo Discrecional / Minoristas	55 56251500 x 1465	<a href="mailto:vuribeb@vepomas.com">vuribeb@vepomas.com</a>
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251500 x 1508	<a href="mailto:jmendiola@vepomas.com">jmendiola@vepomas.com</a>
Maricela Martínez Álvarez	Editor	55 56251500 x 1529	<a href="mailto:mmartineza@vepomas.com">mmartineza@vepomas.com</a>

**ESTRATEGIA ECONÓMICA**

Mariana Paola Ramírez Montes	Analista Económico	55 56251500 x 1725	<a href="mailto:mpramirez@vepomas.com">mpramirez@vepomas.com</a>
Alejandro J. Saldaña Brito	Analista Económico	55 56251500 x 1767	<a href="mailto:asaldana@vepomas.com">asaldana@vepomas.com</a>

**ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS**

Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251500 x 1513	<a href="mailto:masanchez@vepomas.com">masanchez@vepomas.com</a>
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251500 x 1526	<a href="mailto:gledesma@vepomas.com">gledesma@vepomas.com</a>
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251500 x 1536	<a href="mailto:rhernandez@vepomas.com">rhernandez@vepomas.com</a>
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251500 x 1545	<a href="mailto:jfernandez@vepomas.com">jfernandez@vepomas.com</a>
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251500 x 1534	<a href="mailto:hreyes@vepomas.com">hreyes@vepomas.com</a>

**COMUNICACIÓN Y RELACIONES PÚBLICAS**

Adolfo Ruiz Guzmán	Comunicación y Relaciones Públicas / DGA Desarrollo Comercial	55 11021800 x 32056	<a href="mailto:aruiz@vepomas.com">aruiz@vepomas.com</a>
--------------------	---	---------------------	--