

FIHO

Nota de Empresa

02 de diciembre 2014

Perspectiva interesante de crecimiento

- **FIHO tiene una perspectiva positiva con un crecimiento orgánico palpable, así como una estrategia clara y definida para la expansión de su portafolio vía adquisiciones y desarrollos**
- **La FIBRA continúa fortaleciendo su portafolio a través de la búsqueda e integración de nuevos operadores, marcas, en nuevas ciudades y en diversos segmentos**
- **Introducimos nuestro PO 2015E de P\$27.0 por CBFI con una recomendación de Compra. Señalamos como riesgo principal (inherente para las FIBRAS) un alza en las tasas de interés**

Introducimos nuestro PO 2015E de P\$27.0 por CBFI con una recomendación de Compra. Después de haber revisado nuestras estimaciones e integrado los nuevos activos adquiridos y por desarrollar en nuestro modelo, establecemos nuestro PO 2015E de P\$27.0 obtenido a través del método DCF. Dicho PO 2015E representa un rendimiento de 23.7% en base al nivel actual de precio del CBFI, al cual estamos añadiendo un 4.3% estimado del rendimiento de la distribución de efectivo, sumando así un rendimiento potencial total de 28.0%, y por lo tanto, nuestra recomendación es de Compra para FIHO. Consideramos que el panorama para la FIBRA sigue siendo positivo. FIHO llevó a cabo un encuentro con analistas e inversionistas el pasado 20 de noviembre en el cual habló sobre su evolución desde su entrada en operación; su estrategia –incluyendo su disciplina en adquisiciones y desarrollos; su portafolio actual y la diversificación con la que cuenta en cuanto a operadores, marcas, segmentos y ciudades presentes; y un portafolio potencial de propiedades para adquirir, principalmente desarrollar, con el objeto de llegar a su objetivo de 100 hoteles.

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

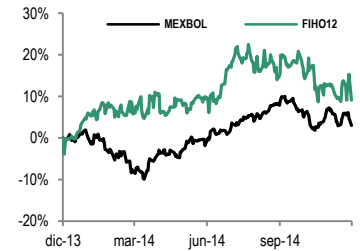
José Espitia

Aeropuertos/Cemento/ Fibras/Infraestructura
jose.espitia@banorte.com

COMPRA

Precio Actual	\$21.83
PO 2015	\$27.00
Distribución de efectivo	\$0.85
Distribución de efectivo (%)	3.8%
Rendimiento Potencial	28.0%
Precio ADR	-
PO2015 ADR	-
Acciones por ADR	-
Máx – Mín 12m (P\$)	24.4 – 18.5
Valor de Mercado (US\$m)	792
Acciones circulación (m)	499
Flotante	84%
Operatividad Diaria (P\$ m)	12.5

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

	2013	2014E	2015E	2016E
Ingresos	1,032	1,661	2,138	2,815
Utilidad Operativa	140	243	314	448
EBITDA	260	403	513	693
Margen EBITDA	25.2%	24.2%	24.0%	24.6%
Utilidad Neta	163	254	209	183
Margen Neto	15.8%	15.3%	9.8%	6.5%
Activo Total	10,092	9,959	12,009	11,932
Disponible	4,747	1,130	1,982	875
Pasivo Total	161	261	2,314	2,443
Deuda	0	0	2,000	2,000
Capital	9,931	9,697	9,695	9,489

Múltiplos y razones financieras

	2013	2014E	2015E	2016E
FV/EBITDA	23.7x	24.3x	17.4x	14.5x
P/U	67.0x	42.9x	52.2x	59.7x
P/VL	1.1x	1.1x	1.1x	1.1x
P/FFO	38.6x	26.3x	26.7x	25.4x
P/AFFO	32.3x	23.8x	24.1x	22.3x
Cap Rate (NOI/FV)	6.5%	5.6%	7.5%	9.2%

Fuente: Banorte-ixe

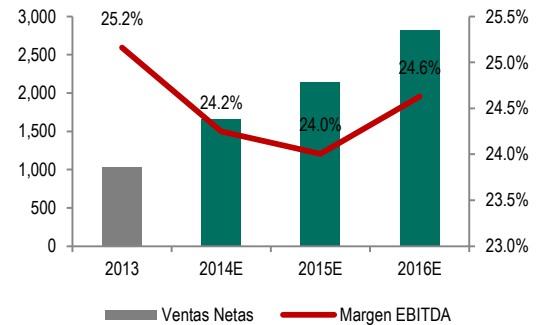
FIHO – Estados Financieros

(cifras nominales en millones de pesos)

Año	2013	2014E	2015E	2016E	TACC
Ventas Netas	1,032	1,661	2,138	2,815	39.7%
Costo de Ventas	655	975	1,255	1,538	32.9%
Utilidad Bruta	377	686	882	1,277	50.1%
Gastos Generales	238	443	569	830	51.7%
NOI	361	544	666	922	36.7%
Margen NOI	34.9%	32.7%	31.2%	32.7%	-2.1%
Utilidad de Operación	140	243	314	448	47.4%
Margen Operativo	13.5%	14.6%	14.7%	15.9%	5.5%
Depreciación Operativa	120	160	199	246	27.0%
EBITDA	260	403	513	693	38.7%
Margen EBITDA	25.2%	24.2%	24.0%	24.6%	-0.7%
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	118	121	26	(78)	
Intereses Pagados			(52)	(104)	
Intereses Ganados	118	121	78	26	-39.9%
Utilidad antes de Impuestos	165	256	209	195	5.7%
Provisión para Impuestos	2	2	1	12	79.7%
Utilidad Neta Consolidada	163	254	209	183	3.9%
Participación Minoritaria					
Utilidad Neta Mayoritaria	163	254	209	183	3.9%
Margen Neto	15.8%	15.3%	9.8%	6.5%	-25.6%
FFO	283	414	408	428	14.9%
AFFO	337	459	453	489	13.2%
Distribución de efectivo por CBFI	0.767	0.852	0.977	1.216	16.6%
Estado de Posición Financiera					
Activo Circulante	5,103	1,467	2,537	1,446	-34.3%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	4,747	1,130	1,982	875	-43.1%
Activos No Circulantes	4,989	8,492	9,472	10,486	28.1%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	4,735	7,143	8,875	10,225	29.3%
Activo Total	10,092	9,959	12,009	11,932	5.7%
Pasivo Circulante	161	261	314	443	40.2%
Deuda de Corto Plazo					
Proveedores	157	257	309	435	40.4%
Pasivo a Largo Plazo			2,000	2,000	
Deuda de Largo Plazo			2,000	2,000	
Pasivo Total	161	261	2,314	2,443	147.8%
Capital Contable	9,931	9,697	9,695	9,489	-1.5%
Participación Minoritaria					
Capital Contable Mayoritario	9,931	9,697	9,695	9,489	-1.5%
Pasivo y Capital	10,092	9,959	12,009	11,932	5.7%
Deuda Neta	(4,747)	(1,130)	18	1,125	

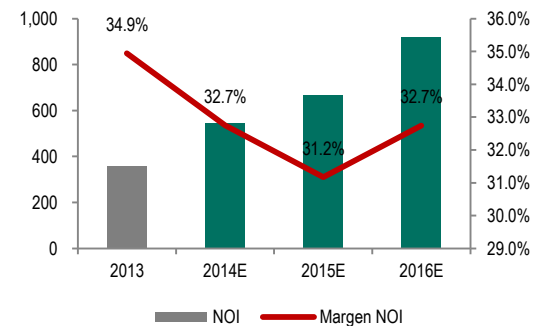
Ventas y Margen EBITDA

(cifras en millones)



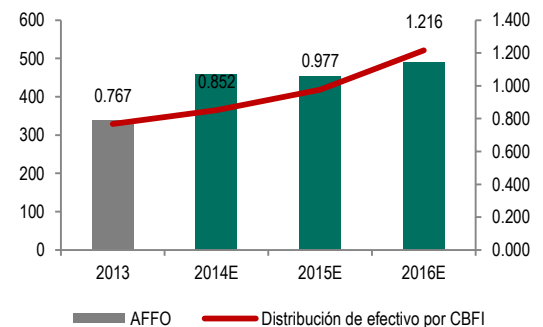
NOI y Margen NOI

(cifras en millones)



AFFO / Distribución de efectivo por CBFI

(cifras en millones)



Gran crecimiento en el tamaño del portafolio de hoteles. Cuando FIHO empezó a operar en noviembre de 2012, su portafolio de activos estaba integrado por 17 hoteles con 2,321 cuartos en 12 estados del país, además contaba con 2 operadores y 3 marcas en sus hoteles. Actualmente, el portafolio de la FIBRA se compone de 73 hoteles con 10,063 cuartos en 26 estados y cuenta con 4 operadores y 14 marcas en sus hoteles. Lo anterior, no sólo refleja el gran crecimiento que ha tenido FIHO, sino también la atención que ha puesto la FIBRA en su estrategia de arquitectura abierta, diversificando su portafolio con nuevos operadores y marcas. Hay que mencionar que el potencial de seguir incrementado su portafolio hacia delante es interesante.

Aspectos relevantes en 2014. Dentro de los principales puntos que la FIBRA realizó en 2014 se encuentra el despliegue del efectivo en adquisiciones y desarrollos de alrededor de P\$2,500m y la integración de un nuevo socio operador (Sheraton). Adicionalmente, se efectuó un acuerdo con Grupo Favier y Grupo Plan para el desarrollo de 5 hoteles (inversión aproximada de P\$900m), y se añadió la marca internacional de Starwood. En cuanto al crecimiento orgánico del portafolio de hoteles, si bien la ocupación ha presentado ciertas disminuciones, los incrementos en tarifas promedio han llevado a un aumento en la tarifa efectiva (+2.5% en los primeros 9 meses de 2014). Por otro lado, FIHO sigue con la meta de llegar a 100 hoteles y continúan con el enfoque de incrementar los márgenes operativos de sus hoteles de manera que dicha mejora lleve a una mayor distribución de efectivo a los tenedores de sus CBFIs.

Clara y definida estrategia de crecimiento con propiedades identificadas a adquirir y/o desarrollar. FIHO tiene contemplado que para antes de que termine el año se anuncien adquisiciones y desarrollos con compromisos de inversión de alrededor de P\$2,000m: adquisición de 2 hoteles en Cuernavaca y el desarrollo de 11 hoteles (1 en Querétaro, 1 en Durango, 1 en San Miguel de Allende y 8 en centros comerciales que resultarán de una sociedad). Creemos que lo anterior lo financiará la FIBRA con las 2 líneas de crédito disponibles que suman P\$2,000m (TIIE más un *spread* de menos de 200pb). Sumando estas propiedades, el portafolio de FIHO será de 86 hoteles (11,933 cuartos). Es importante señalar que los desarrollos de hoteles (principal enfoque y con una experiencia de más de 20 años desarrollando), serán un importante catalizador para el crecimiento de la FIBRA en 2015 y 2016 una vez que entren en operación. Hay que recordar que el Cap Rate que busca FIHO para adquisiciones es de 10% o mayores y para desarrollos de 11-12%. Por otro lado, los hoteles de servicios selectos siguen siendo el principal segmento de interés de la FIBRA; sin embargo, de manera selectiva continuará añadiendo hoteles que generen valor a los segmentos de servicios completos, boutique y de estancia prolongada.

Expectativa de mejor desempeño en datos operativos. Dado que para el 2015 se prevé que habrá un mejor crecimiento económico en el país (4.3%e por nuestra área de análisis económico), lo anterior pudiera apoyar a la ocupación hotelera y dar un impulso al crecimiento de tarifas efectivas, tomando en cuenta que las tarifas promedio han mostrado aumentos por arriba

de la inflación. Aunado a lo anterior, hay que mencionar las eficiencias en costos por la atractiva estructura de comisiones operativas (predominantemente variables) y a la disciplinada administración de activos que resultarán en un control de gastos operativos, permitiendo así la generación de economías de escala. Otro punto que resaltó FIHO es que el decremento del margen NOI en trimestres anteriores se debe al cambio en la mezcla de los ingresos y no a la operación.

Oportunidades interesantes de inversión en el país. Una vez más, FIHO hizo hincapié a que la entrada de nuevas inversiones al país, podría llevar a un crecimiento urbano muy importante y fomentar el aumento de los viajeros de negocio. Creemos que la FIBRA tiene identificadas ciertas inversiones a realizar en varios sectores que representan oportunidades para participar, y así captar la nueva demanda hotelera que se pueda originar.

Estimados 2015

Estimamos crecimientos en 2014E y 2015E de 60.9% y 28.7% en Ingresos, de 57.4% y 22.5% en NOI y de 55.0% y 27.4% en Ebitda, respectivamente. Lo anterior será resultado principalmente de aumentos en los ingresos por habitaciones de 62.6% y 31.9%; así como en alimentos y bebidas de 87.0% y 34.7%, respectivamente. El incremento en Ingresos y Ebitda se basará principalmente en la adición de 10 nuevos hoteles en 2015. Respecto a la ocupación hotelera, estimamos que para 2015 varíe -0.2% (entrada en operación de hoteles en desarrollo), para ubicarse en 63.0%. Asimismo, esperamos un aumento en la tarifa promedio de alrededor de 3.0% y por lo tanto, que nuestro ingreso por habitación disponible tenga un aumento de 2.7%, respectivamente.

Preveamos que FIHO presente en 2014 un margen NOI de 32.7% y Ebitda de 24.2%, así como en 2015 una disminución en el margen NOI a 31.2% y en el de Ebitda a 24.0%, respectivamente. El rendimiento estimado de la distribución de efectivo de FIHO podría alcanzar 3.8% y 4.3% en 2014 y 2015.

Valuación y PO 2015E de P\$27.0

A través del método de DCF, nuestro precio objetivo obtenido para 2015E es de P\$27.0. En nuestros supuestos consideramos un Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 9.1%; Beta de 0.7; Bono de largo plazo (10a.) nacional (6.0%); un premio por riesgo mercado de 5.5% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 3.5% nominal. El rendimiento potencial de nuestro PO 2015E es de 23.7% respecto a su precio actual (pesos), al cual estamos añadiendo un 4.3% estimado del rendimiento de la distribución de efectivo, sumando así un rendimiento potencial total de 28.0%.

FIHO-DCF

(Millones de pesos)

Concepto	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Perpetuidad (2021e)
Flujo Libre de Efectivo	607	882	970	977	966	17,632
				CBFIs (millones)		499
						P\$
				PO DCF		27.0
Valor DCF	13,486			Precio Actual		21.8
Market Cap. Actual	10,902			Rendimiento Potencial		23.7%

Fuente: Banorte-Ixe

Cap Rate

El Cap Rate actual implícito (NOI/Valor Empresa) de FIHO es de 6.1%. Es importante tomar en cuenta que en este cálculo hay recursos que no están siendo productivos —11 hoteles en desarrollo— que entrarán en operación, uno en 2014 y 10 en 2015. El Cap Rate estimado 2014 es de 5.6% y el 2015 de 7.5%, señalando que todavía no se tendría la operación 100% estabilizada de los hoteles.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Santiago Leal Singer, Rey Saúl Torres Olivares; Manuel Jiménez Zaldívar, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, Valentín III Mendoza Balderas, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
FIHO12	01/12/2014	Compra	P\$27.0
FIHO12	23/07/2014	Compra	P\$26.0
FIHO12	24/10/2013	Compra	P\$25.0
FIHO12	19/07/2013	Compra	P\$29.5

Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Análisis Económico	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Análisis Económico	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Julieta Álvarez Espinosa	Asistente Dir. Ejecutiva Análisis y Estrategia	julieta.alvarez@banorte.com	(55) 5268 - 1613
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Julia Elena Baca Negrete	Gerente Economía Internacional	julia.baca.negrete@banorte.com	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Rey Saúl Torres Olivares	Analista	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1103 - 2368

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5004 - 1275
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5004 - 1227
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 5004 - 1266
Valentín III Mendoza Balderas	Gerente de Análisis	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 5268 - 9000 x 1267
Victor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 5004 - 1231
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.rozco@banorte.com	(55) 5004 - 5262

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 5004 - 1437

Banca Mayorista

Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
Armando Rodal Espinosa	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	vrolan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004