

EMISORA FAVORITA, PO 2015 DE \$108

Estamos revisando nuestro **Precio Objetivo 2015 a P\$108** de P\$128 (potencial de 28.7% vs. 13.9% del IPyC) lo anterior se debe a una tendencia de desaceleración en el sector bancario mexicano (ver párrafo Sig.) A pesar de lo anterior, seguimos considerando a Gfnorte una excelente opción de inversión por lo que **continúa como una emisora FAVORITA y forma parte del Portafolio BX+ CAP.**

DESTACA POSITIVAMENTE EN SECTOR QUE SE DESACELERA

Durante el 1S14 la Cartera de Crédito sector bancario en México se incrementó de 2.4%, respecto de 2013, desacelerando su ritmo de crecimiento debido al entorno económico de menor consumo que contrajo la demanda de crédito. En este contexto, Gfnorte, destaca positivamente ya que en el mismo período, aumentó 6.6%. Luego de nuestra revisión anticipamos crecimientos en 2014 de 9.3% y 18.3% en Cartera y Ut. Netas vs 15% y 23% anteriores, respectivamente.

CONTROL DE GASTOS = MEJORA EN MÁRGENES

Es muy destacable, que en un entorno como el mencionado, la compañía ha llevado a cabo constantemente un importante control de gastos, que se ha traducido en mejoras en márgenes debido a la reducción de la proporción entre los Gastos y los Ingresos (*Índice de Eficiencia*). Estimamos que esto continúe en 2015 y 2016 traduciéndose en incrementos del Margen Neto de 2.4 y 2.6 ppt respectivamente.

EL MEJOR DIVIDEND YIELD DEL SECTOR (1.0%)

En los últimos tres años, el Dividend Yield promedio del sector ha sido de 0.7% mientras que Gfnorte ha pagado uno de 1.0%, como consecuencia de su política de dividendos que está ligada al desempeño de las Utilidades Netas, imponiendo como mínimo un pago del 15% de la utilidad neta recurrente del grupo.

DE LOS PRIMEROS EN SECTOR ENERGÉTICO

Adicional a lo anterior, Gfnorte ha creado dos fondos de inversión especializados para participar en el sector energético y de infraestructura, dos de los sectores con mejores perspectivas y con mayor atención en México para los próximos años. Es muy importante destacar que actualmente **no estamos incorporando esto en nuestro PO15, lo cual implica beneficios adicionales.**

NUEVO P.O. 2015 NO INCORPORA ADQUISICIONES

Nuestra valuación **no incorpora adquisiciones** que incrementarían el potencial del Precio Objetivo. Esto es importante ya que el crecimiento de **la compañía ha sido, principalmente vía fusiones y adquisiciones**, pasando del lugar 14 a ser el 3^{er} grupo financiero del país en los últimos 18 años.

ATRATIVA VALUACIÓN; LA MEJOR DEL SECTOR

Nuestro PO'15 de P\$ 108 es el resultado del promedio de una valuación a través de los múltiplos P/U y P/VL así como del descuento de flujos provenientes del Resultado Neto de Operación. En el primer caso, asumimos un múltiplo P/U de 15.3x que implica un premio de 10% respecto del promedio del sector, el cual está justificado por mayores crecimientos en la UN para 2015 (21.3% vs. 12.5%). El descuento de flujos arrojó un resultado similar a la valuación vía múltiplos.

FAVORITA Precio Objetivo '15 P\$ 108.0

RESUMEN

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

Rendimiento esperado

	Emisora	IPyC
Precio Actual	83.92	44,082
P. O. 2015	108.00	50,200
Var % (Nominal)	28.7%	13.9%
Diferencia	14.8 ppt	

Indicadores de mercado

	Emisora
U12M: Min-Max	79.3 – 96.2
Market Cap (US\$ mn)	17,402
Free Float	80.0%

Estimados / Valuación / Solidez

	U12M	2014e	2015e
Ingresos	9.3%	10.7%	11.1%
Ut. Neta	19.4%	18.3%	21.3%
P/U	16.0	15.2	12.5
Mg Neto	26.3%	26.2%	28.7%
Índice de Morosidad	3.1%	3.1%	2.8%

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

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

Octubre 10, 2014

ESTRATEGIA BX+

PTBBX+	En IPyC	Condición
10.2%	7.7%	FAVORITA

GFNORTE vs. IPyC (Últimos 12 Meses)



Fuente: Grupo Financiero BX / Bloomberg



CATEGORÍA:
NOTA DE EMPRESA



5 TIEMPO ESTIMADO
DE LECTURA (min)



OBJETIVO DEL REPORTE
Identificar empresas atractivas
para su inversión en Bolsa

VALUACIÓN y PO'15 P\$ 108

Nuestro PO'15 de P\$108.00, implica un potencial de 28.7% del precio actual y hacia finales de 2015, y es el resultado del promedio de una valuación con los múltiplos P/U y P/VL y del descuento de flujos provenientes del *Resultado de Operación Neto* y un ejercicio. Cabe recordar que nuestro modelo de descuento de flujos no incorpora posibles adquisiciones en el futuro, algo que incrementaría su potencial.

Respecto de la valuación por múltiplos, asumimos un P/U de 15.3x que implica un premio de 10.0% respecto del promedio del sector (Ver tabla siguiente), y que se encuentra totalmente justificado debido a que el **crecimiento estimado para la Utilidad Neta en 2015 (+21.3%)** es sustancialmente superior al promedio del resto de los grupos financieros que cotizan en Bolsa (+12.5%). Por otra parte, a través del P/VL estamos asumiendo un múltiplo objetivo de 2.7x, igual al del promedio del sector. **El promedio de los PO'15 a través de esta metodología es de P\$ 106.30** que implica un potencial de 26.7%. Es muy importante destacar que la perspectiva positiva para Gfnorte no se limita a 2015, como se observa en el siguiente cuadro, la compañía también presenta mayores crecimientos estimados para 2016 respecto del resto de las compañías de sector.

	Datos Históricos			Rentabilidad		Múltiplos Conocidos		Estimaciones		Calidad de Activos
	Market Cap.	Ingresos Totales U12M	Utilidad Neta U12M	Mgn Neto	ROE	P/U	P/VL	Var. Ut. Neta 2015e	Var. Ut. Neta 2016e	Índice de Morosidad
Sanmex	237,320	66,091	18,962	28.7%	18.6%	12.5	2.3	15.7%	16.8%	3.3%
Gfinbur	250,880	44,809	18,248	40.7%	21.1%	13.7	2.9	10.1%	9.1%	3.6%
Gfregio	24,493	4,715	1,575	33.4%	18.0%	15.6	2.8	11.6%	15.0%	1.7%
Promedio		38,538	12,928	34.3%	19.2%	13.9	2.7	12.5%	13.6%	2.9%
Gfnorte	233,271	55,172	14,508	26.3%	12.8%	16.0	2.1	21.3%	21.4%	3.1%
Gfnorte vs. Promedio				-8.0 ppt	-6.4 ppt	15.0%	-23.1%	8.8 ppt	7.8 ppt	0.2 ppt

Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de Bloomberg

Por otra parte, el descuento de flujos se realiza sobre el *Resultado Neto de Operación* del grupo financiero, el cual toma en cuenta los Ingresos Totales, Provisiones y Gasto No Financiero de la compañía y permite conocer los flujos provenientes del negocio principal de la empresa. Para determinar el Costo de Capital de 10.3%, usamos la Tasa del Bono a 30 años de EUA, más el Riesgo País de México representado por el CDS de 10 años, la Beta de la compañía de 1.08 y un premio de mercado de 5.5%. Asumimos un múltiplo P/U para el cálculo de la perpetuidad de 14.6x que implica un premio de 5% respecto del nivel promedio del sector derivado de la mejor perspectiva que mantiene la compañía. **Bajo este método de valuación, el PO'15 es de P\$ 110.3** e implica un potencial de 31.4%.

Gfnorte - Valuación por Descuento de Flujos (P\$ mn)					
Concepto	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Flujo	20,181	22,755	25,436	28,543	32,172
Valor Presente del Flujo	18,292	18,696	18,943	19,268	19,685
VPN de Flujos	94,885				
Deuda Neta	77,101	Tasa de Costo de Capital		10.3%	
Perpetuidad	288,167	Acciones en circulación (mn)		2,774	
Valor Justo Capital	305,951	Valor por Acción (P\$)		110.3	

Fuente: Grupo Financiero BX+



REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DE REPORTES DE ANÁLISIS DE **CASA DE BOLSA VE POR MÁS, S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS**, destinado a los clientes de CONFORME AL ARTÍCULO 50 DE LAS Disposiciones de carácter general aplicables a las casas de bolsa e instituciones de crédito en materia de servicios de inversión (las “Disposiciones”).

Carlos Ponce Bustos, Rodrigo Heredia Matarazzo, Laura Alejandra Rivas Sánchez, Marco Medina Zaragoza, José Maria Flores Barrera, Andrés Audiffred Alvarado, Juan Elizalde Moreras, Juan José Reséndiz Téllez, Juan Antonio Mendiola Carmona, José Isaac Velasco, Edmond Kuri Sierra, Dolores Maria Ramón Correa y Daniel Sánchez Uranga, Analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, www.vepormas.com.mx, el cual refleja exclusivamente el punto de vista de los Analistas quienes únicamente han recibido remuneraciones por parte de BX+ por los servicios prestados en beneficio de la clientela de BX+. La remuneración variable o extraordinaria que han percibido está determinada en función de la rentabilidad de Grupo Financiero BX+ y el desempeño individual de cada Analista.

El presente documento fue preparado para (uso interno/uso personalizado) como parte de los servicios asesorados y de Análisis con los que se da seguimiento a esta Emisora, bajo ningún motivo podrá considerarse como una opinión objetiva sobre la Emisora ni tampoco como una recomendación generalizada, por lo que su reproducción o reenvío a un tercero que no pueda acreditar su recepción directamente por parte de Casa de Bolsa Ve Por Más, S.A. de C.V. libera a ésta de cualquier responsabilidad derivada de su utilización para toma de decisiones de inversión.

Las Empresas de Grupo Financiero Ve por Más no mantienen inversiones arriba del 1% del valor de su portafolio de inversión al cierre de los últimos tres meses, en instrumentos objeto de las recomendaciones. Los analistas que cubren las emisoras recomendadas es posible que mantengan en su portafolio de inversión, la emisora recomendada. Conservando la posición un plazo de por lo menos 3 meses. Ningún Consejero, Director General o Directivo de las Empresas de Grupo Financiero, fungen con algún cargo en las emisoras que son objeto de las recomendaciones.

Casa de Bolsa Ve por Más, S.A. de C.V. y Banco ve por Más, S.A., Institución de Banca Múltiple, brindan servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativos en México y en el extranjero. Es posible que a través de su área de Finanzas Corporativas, Cuentas Especiales, Administración de Portafolios u otras le preste o en el futuro le llegue a prestar algún servicio a las sociedades Emisoras que sean objeto de nuestros reportes. En estos supuestos las entidades que conforman Grupo Financiero Ve Por Más reciben contraprestaciones por parte de dichas sociedades por sus servicios antes referidos. La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos fidedignas, aún en el caso de estimaciones, pero no es posible realizar manifestación alguna sobre su precisión o integridad. La información y en su caso las estimaciones formuladas, son vigentes a la fecha de su emisión, están sujetas a modificaciones que en su caso y en cumplimiento a la normatividad vigente señalarán su antecedente inmediato que implique un cambio. Las entidades que conforman Grupo Financiero Ve por Más, no se comprometen, salvo lo dispuesto en las “Disposiciones” en términos de serializar los reportes, a realizar compulsas o versiones actualizadas respecto del contenido de este documento.

Toda vez que este documento se formula como una recomendación generalizada o personalizada para los destinatarios específicamente señalados en el documento, no podrá ser reproducido, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido parcial o totalmente aún con fines académicos o de medios de comunicación, sin previa autorización escrita por parte de alguna entidad de las que conforman Grupo Financiero Ve por Más.

Categorías y Criterios de Opinión

CATEGORÍA CRITERIO	CARACTERÍSTICAS	CONDICION EN ESTRATEGIA	DIFERENCIA VS. RENDIMIENTO IPyC
FAVORITA	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Mayor a 5.00 pp
¡ATENCIÓN!	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Puede o no formar parte de nuestro portafolio de estrategia	En un rango igual o menor a 5.00 pp
NO POR AHORA	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	No forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Menor a 5.00 pp





Directorio

DIRECCIÓN			
Alejandro Finkler Kudler	Director General / Casa de Bolsa	55 56251500 x 1523	afinkler@vepormas.com.mx
Carlos Ponce Bustos	Director Ejecutivo de Análisis y Estrategia	55 56251537 x 1537	cponce@vepormas.com.mx
Fernando Paulo Pérez Saldivar	Director Ejecutivo de Mercados	55 56251517 x 1517	fperez@vepormas.com.mx
Juan Mariano Cerezo Ruiz	Director de Mercados	55 56251609 x 1609	icerezo@vepormas.com.mx
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director De Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	mardines@vepormas.com.mx
Jaime Portilla Escalante	Director De Promoción Bursátil Monterrey	81 83180300 x 7329	jportilla@vepormas.com.mx
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251541 x 1541	icalderon@vepormas.com.mx
ANÁLISIS BURSÁTIL			
Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector - Sector Minería	55 56251515 x 1515	rheredia@vepormas.com.mx
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251514 x 1514	lrivas@vepormas.com.mx
Marco Medina Zaragoza	Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com.mx
Jose Maria Flores Barrera	Alimentos / Bebidas / Consumo Discrecional	55 56251500 x 1451	jfloresb@vepormas.com.mx
Andrés Audiffred Alvarado	Telecomunicaciones / Financiero	55 56251530 x 1530	aaudiffred@vepormas.com.mx
Juan Elizalde Moreras	Comerciales / Aeropuertos / Industriales	55 56251709 x 1709	jelizalde@vepormas.com.mx
Juan Jose Reséndiz Téllez	Análisis Técnico	55 56251511 x 1511	jresendiz@vepormas.com.mx
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251508 x 1508	jmendiola@vepormas.com.mx
Daniel Sánchez Uranga	Editor Bursátil	55 56251529 x 1529	dsanchez@vepormas.com.mx
ESTRATEGIA ECONOMICA			
José Isaac Velasco Orozco	Analista Económico	55 56251500 x 1454	jvelasco@vepormas.com.mx
Edmond Kuri Sierra	Analista Económico	55 56251500 x 1725	ekuri@vepormas.com.mx
Dolores Maria Ramón Correa	Analista Económico	55 56251500 x 1546	dramon@vepormas.com.mx
ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS			
Mónica Mercedes Suarez	Director de Gestión Patrimonial	55 11021800 x 1964	mmsuarez@vepormas.com.mx
Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251513 x 1513	masanchez@vepormas.com.mx
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251526 x 1526	gledesma@vepormas.com.mx
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251536 x 1536	rhernandez@vepormas.com.mx
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251545 x 1545	jfernandez@vepormas.com.mx
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251534 x 1534	hreyes@vepormas.com.mx

