

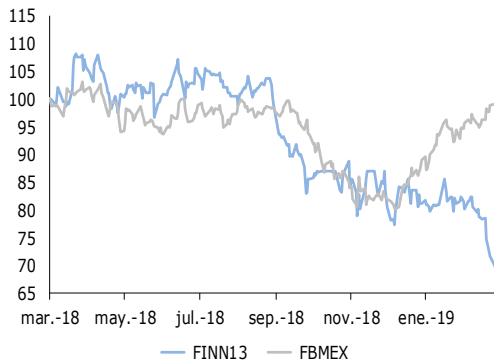
# FIBRA INN: Inicio de Cobertura

## Una de las Fibras Hoteleras Más Rentables de México Operando a Descuento

COMPRA	
Precio Objetivo 2019E (P\$)	\$ 9.50
Precio Actual (P\$)	\$ 7.98
Máx / Min (12 M)	7.87 - 13.07
Dividendo Esperado (P\$)	\$ 0.81
Rend. Esperado	29.2%
Valor de Mercado (Mill. de P\$)	4,145
Valor de la Empresa (Mill. de P\$)	6,528
Acciones en Circulación	519.4
Acciones Flotantes	85.4%
Importe Prom. Diario (Mill de P\$)	\$ 0.97

- Estamos iniciando cobertura en los Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios ("CBFI's" o "Certificados") de Fibra Inn ("FINN13") con una recomendación de COMPRA y un precio objetivo para finales del año actual de P\$9.50, con un rendimiento potencial del 29.2%, lo cual incluye un dividendo del 10.2%.
- Nuestra recomendación de COMPRA se basa en el portafolio diversificado de hoteles de FINN13 con renombradas marcas nacionales e internacionales, el atractivo potencial de crecimiento de la Fibra, su estrategia de adquisiciones bajo el esquema de "Fábrica de Hoteles", el proceso de internalización de su administración, las saludables prácticas de gobierno corporativo, el hecho de que el equipo administrativo cuenta con una sólida trayectoria de creación de valor, el bajo desempeño de los certificados de FINN13 comparado con el índice FBMEEX y su baja valuación con un cap rate implícito de 10.1%, un rendimiento por dividendos del 9.0% y un descuento del 47% sobre el valor neto de los activos (NAV).

### FINN13 vs. FBMEEX



### Tesis de Inversión

**Cartera de hoteles bien diversificada con importantes marcas mundiales y nacionales.** FINN13 es dueña de 42 hoteles ubicados estratégicamente en áreas urbanas grandes y medianas. El fideicomiso tiene acuerdos de franquicia de largo plazo con Hilton Worldwide, IHG Intercontinental Hotel Group, Marriott International, Wyndham Hotels and Resorts, Hoteles Camino Real, Hoteles Casa Grande y City Express.

**Atractivo potencial de crecimiento.** Esperamos que los ingresos, el NOI hotelero, el EBITDA ajustado y el AFFO crezcan a una tasa anual promedio del 10.0%, 12.0%, 12.9% y 15.6%, respectivamente, durante el período 2019-2024. Creemos que nuestras proyecciones son conservadoras, ya que solamente incluyen la incorporación de dos nuevos hoteles: el Westin Monterrey Valle y el JW Marriott Monterrey Valle.

**Potencial adquisitivo.** FINN13 se ha expandido históricamente por medio de la compra de propiedades hoteleras. La compañía logró aumentar su portafolio de un nivel original de 14 propiedades cuando llevó a cabo su oferta pública inicial en 2013, a las 42 actuales. Creemos que la Fibra seguirá adquiriendo más propiedades que se construyan bajo el esquema de desarrollo exteno "Fábrica de Hoteles".

**Proceso de internalización y sólidas prácticas de gobierno corporativo.** FINN13 fue la primera Fibra mexicana en migrar hacia una administración interna en 2016, lo que le ayudó a reducir costos y gastos. Consideramos que las prácticas de gobierno corporativo de FINN13 se encuentran dentro de las mejores del sector.

Marzo 22, 2019

Martin Lara  
@MIRANDAGR

(+52) 556413-8563  
martin.lara@miranda-gr.com

**Equipo directivo con un sólido historial de creación de valor** que incluye un crecimiento anual promedio en el portafolio de hoteles, ingresos totales, NOI total, EBITDA ajustado, FFO y AFFO del 25%, 59%, 32%, 32%, 16% y 16%, respectivamente, durante el período 2013-2018. Todas estas cifras han superado el incremento del 15% anual promedio en el número de CBFIs.

**Bajo desempeño comparado con el índice FBMEEX aunado a una menor presión de la tasa libre de riesgo.** Durante los últimos doce meses, los certificados de FINN13 han registrado un desempeño inferior al del Índice de Fibras (FBMEEX) en 32 puntos porcentuales. Esto, aunado a la expectativa de una menor presión proveniente de la tasa libre de riesgo, crea una interesante oportunidad de inversión de largo plazo.

**Lento desempeño operativo y menores distribuciones durante primera mitad de 2019, una clara oportunidad.** Esperamos que FINN13 presente un lento desempeño operativo durante la primera mitad del 2019 como resultado del entorno macroeconómico. Las distribuciones también serán menores debido al aumento de capital del año pasado. Sin embargo, esto representará una clara oportunidad de largo plazo ya que la Fibra presentará un importante crecimiento en ingresos por el cobro de comisiones de la "Fábrica de Hoteles" y las distribuciones serán mayores durante los próximos años por la incorporación del Westin Monterrey Valle y del JW Marriott Monterrey Valle, una vez que sean adquiridos al 100% cuando su operación se estabilice.

**Baja valuación,** con un cap rate implícito del 10.1%, un rendimiento de dividendos del 9.0% y un descuento del 47% contra la suma de los activos netos (NAV).

**Precio objetivo.** Estamos estableciendo un precio objetivo de fin de año de P\$9.50 para los certificados de FINN13, utilizando un modelo de flujos descontados (DCF) con las siguientes variables: i) una tasa de crecimiento a perpetuidad del 1.6% en términos nominales; y; ii) una WACC del 8.8%.

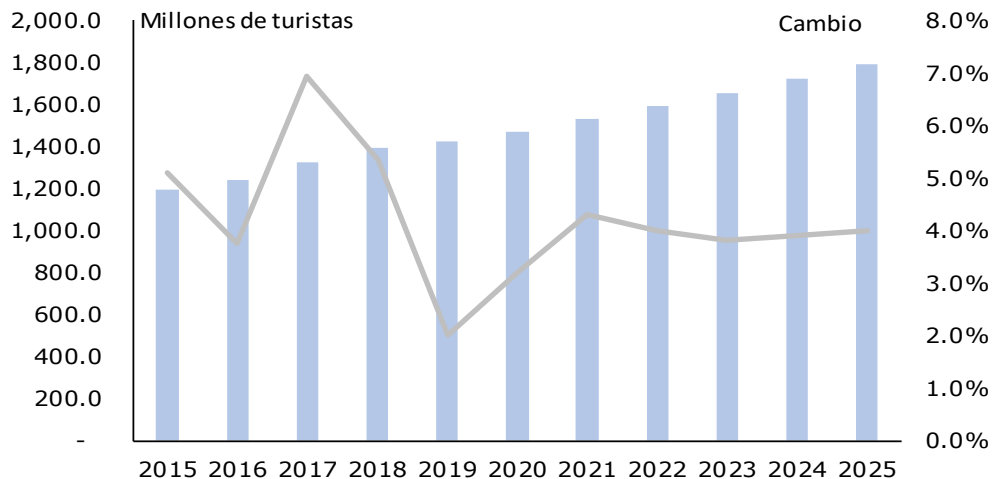
En nuestra opinión, los principales riesgos de FINN13 incluyen: i) una desaceleración macroeconómica o la no aprobación del T-MEC; ii) una mayor competencia por parte de cadenas hoteleras más grandes o de otras fibras; iii) menores márgenes durante los últimos trimestres; iv) cambios regulatorios o fiscales adversos; v) una mayor tasa libre de riesgo en México; vi) retrasos de construcción en la "Fábrica de Hoteles" que a su vez puedan generar retrasos en los pagos de dividendos; vii) cambios en el equipo administrativo, y/o, viii) problemas de inseguridad en algunas regiones de México.

## FIBRA INN: Inicio de Cobertura

### LA INDUSTRIA HOTELERA MUNDIAL Y MEXICANA

El número total de turistas internacionales que visitaron todos los países creció de 903 millones en 2007 a 1.3 mil millones en 2017 (la cifra más reciente), según la OMT, lo cual representa una tasa anual promedio del 3.9%. Esperamos que esta tasa se desacelere levemente a 3.6% durante el período 2018-2025 como resultado de la desaceleración macroeconómica que anticipamos en 2019 en los Estados Unidos, Europa, China y Japón debido a las diferencias comerciales existentes entre los Estados Unidos y China y los Estados Unidos y algunos de sus socios europeos.

**Gráfica 1.- Turistas Globales**

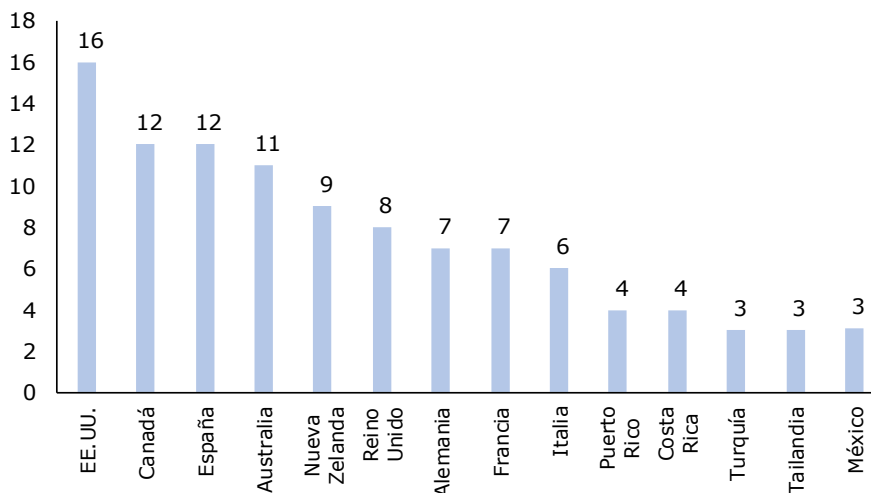


Fuente: Datatur, UNWTO

Desde nuestro punto de vista, México está bien posicionado para beneficiarse del futuro crecimiento del turismo mundial, ya que es el sexto país más visitado del mundo (recibió 41.4 millones de visitantes internacionales en 2018) y cuenta con una red de hoteles bien establecida en todas las categorías (casi 800 mil habitaciones a finales de 2017), lugares hermosos tanto costeros como urbanos, gente amable y algunos de los mejores alimentos y bebidas del mundo. Es por esta razón que FINN13 quiere diversificar sus operaciones y adquirir hoteles en el segmento de lujo y de playa.

Otro aspecto importante es que la penetración de la industria hotelera todavía es baja en México, ya que el número de hoteles por cada 10,000 habitantes alcanzó solamente 3 en 2017, muy por debajo comparado con los países desarrollados, en particular los E.E.U.U. con 16, Canadá con 12 y España con 12. Esto significa que el crecimiento a largo plazo de la industria hotelera mexicana está asegurado.

**Gráfica 2.- Número de hoteles por 10,000 habitantes (2017)**

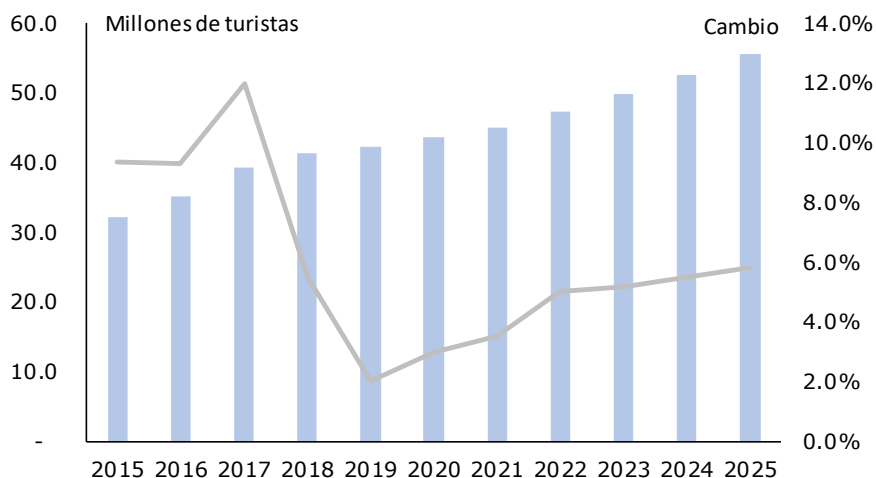


Fuente: Sector, SCT, Euromonitor

## FIBRA INN: Inicio de Cobertura

El número de turistas internacionales que ingresaron a México aumentó a una tasa anual de 6.1% durante el período 2009-2018 a 41.4 millones, según el INEGI. El único año en que este indicador cayó fue en 2009 como resultado de la crisis inmobiliaria y bancaria de los Estados Unidos, así como de la influenza en México, lo que es comprensible, ya que la mayoría de los turistas extranjeros eran de los Estados Unidos (10.7 millones en 2018) y el resto de Canadá y Canadá (2.2 millones), Europa y Sudamérica. En el futuro, esperamos que los turistas internacionales que visitan México aumenten a una tasa anual promedio del 4.3% durante el período 2019-2025 alcanzando así 55.6 millones.

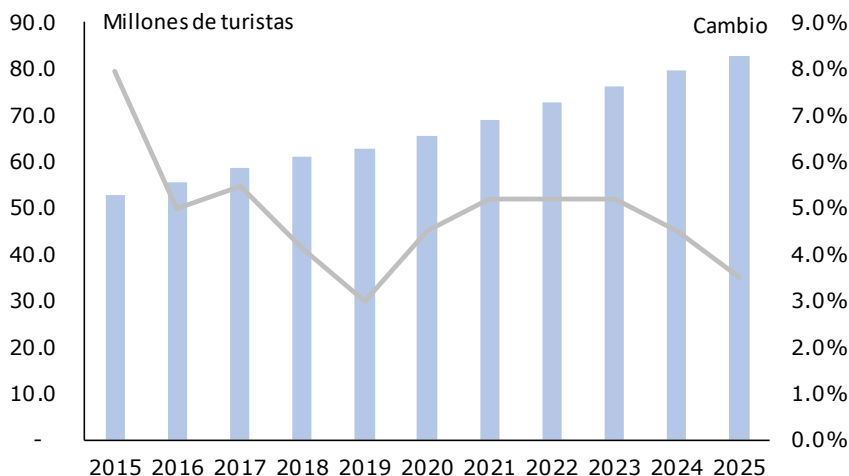
**Gráfica 3.- Turistas internacionales en México (2008 -2025E)**



Fuente: INEGI, Sector Informe de Labores 2018

Los turistas nacionales de México aumentaron a una tasa promedio anual de 4.6% durante el período 2012-2018 a 60.9 millones, de acuerdo con Sector. En el futuro, anticipamos que este indicador se incrementará a una tasa anual compuesta del 4.3% apoyada en un crecimiento poblacional del 1.5% por año, un mayor ingreso disponible de la clase media y un crecimiento del PIB de alrededor de 1.0-1.5% en 2019 y 2.0 -2.5% a partir de entonces.

**Gráfica 4.- Turistas domésticos (2012 -2025E)**



Fuente: Sector, Resultados de la Actividad Turística 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018

Creemos que la firma del tratado comercial T-MEC entre México, Estados Unidos y Canadá, incrementará en número de huéspedes de negocios y de alto nivel, lo cual seguramente beneficiará a todo el sector, incluyendo a FINN13.

## FIBRA INN: Inicio de Cobertura

### PORTAFOLIO BIEN DIVERSIFICADO CON MARCAS DE RENOMBRE

FINN13 está bien posicionada para beneficiarse del crecimiento esperado de la industria hotelera mexicana. A finales del 4T18, FINN13 contaba con una cartera de 42 hoteles propios, de los cuales 10 son de servicio limitado, 19 de servicio selecto, 12 de servicio completo y 1 de estadía prolongada. Estas propiedades tenían en total 6,785 habitaciones.

La compañía tiene acuerdos de franquicia de largo plazo con las siguientes cadenas hoteleras nacionales e internacionales: Hilton Worldwide, IHG Intercontinental Hotel Group, Marriott International, Wyndham Hotels and Resorts, Hoteles Camino Real, Hoteles Casa Grande y City Express. Todos los hoteles de FINN13 están ubicados dentro de las principales áreas urbanas de México.

**Tabla 1.- Hoteles de FINN13 (4T18)**

Marca	Ciudad	Estado	Cuartos
<b>Hoteles de Servicio Limitado</b>			
1 Wyndhan Garden	Irapuato	Guanajuato	102
2 Wyndhan Garden	Celaya	Guanajuato	150
3 Wyndhan Garden	León	Guanajuato	126
4 Wyndhan Garden	Silao	Guanajuato	143
5 Microtel Inn & Suites by Wyndham	Chihuahua	Chihuahua	108
6 Microtel Inn & Suites by Wyndham	Toluca	México	129
7 Microhotel Inn & Suites by Wyndham	Cd. Juárez	Chihuahua	113
8 Wyndham Garden	Guadalajara Andares	Jalisco	186
9 City Express Junior	Chihuahua	Chihuahua	105
10 City Express	Chihuahua	Chihuahua	104
			<b>1,266</b>
Marca	Ciudad	Estado	Cuartos
<b>Hoteles de Servicio Selecto</b>			
1 Hampton Inn by Hilton	Monterrey	Nuevo León	223
2 Hampton Inn by Hilton	Saltillo	Coahuila	227
3 Hampton Inn by Hilton	Reynosa	Tamaulipas	145
4 Hampton Inn by Hilton	Querétaro	Querétaro	178
5 Hampton Inn by Hilton	Hermosillo	Sonora	151
6 Hampton Inn by Hilton	Chihuahua	Chihuahua	190
7 Holiday Inn Express	Saltillo	Coahuila	180
8 Holiday Inn Express	Toluca	México	268
9 Holiday Inn Express	Monterrey	Nuevo León	198
10 Holiday Inn Express	Guadalajara	Jalisco	199
11 Holiday Inn Express	Toluca	México	127
12 Holiday Inn Express & Suites	Cd. Juárez	Chihuahua	182
13 Aloft	Guadalajara	Jalisco	142
14 Courtyard by Marriott	Saltillo	Coahuila	180
15 Courtyard by Marriott	Chihuahua	Chihuahua	152
16 Fairfield Inn & Suites by Marriott	Coatzacoalcos	Veracruz	180
17 Wyndham Garden	Playa del Carmen	Quintana Roo	196
18 Wyndham Garden	Monterrey	Nuevo León	85
19 AC Hotels by Marriott	Guadalajara	Jalisco	180
			<b>3,383</b>
Marca	Ciudad	Estado	Cuartos
<b>Hoteles de Servicio Completo</b>			
1 Holiday Inn & Suites	Guadalajara	Jalisco	90
2 Holiday Inn	Monterrey	Nuevo León	198
3 Holiday Inn	Puebla	Puebla	150
4 Camino Real	Guanajuato	Guanajuato	155
5 Marriott	Puebla	Puebla	296
6 Holiday Inn	México	D.F.	214
7 Holiday Inn	Altamira	Tamaulipas	203
8 Casa Grande	Chihuahua	Chihuahua	115
9 Casa Grande	Delicias	Chihuahua	88
10 Cowne Plaza	Monterrey	Nuevo León	219
11 Holiday Inn	Reynosa	Tamaulipas	95
12 Holiday Inn	Ciudad Juárez	Chihuahua	196
			<b>2,019</b>
Marca	Ciudad	Estado	Cuartos
<b>Hoteles de Servicio Extendido</b>			
1 Staybridge Suites	Guadalajara	Jalisco	117
<b>Terrno</b>			
1 Fairfield Inn & Suites by Marriott	Cd del Camen	Campeche	0
<b>Portafolio Total</b>			<b>6,785</b>

Fuente: FINN13

## **FIBRA INN: Inicio de Cobertura**

Por región, el 22% de las habitaciones de FINN13 están ubicadas en el norte, el 29% en el noreste, el 36% en el centro de México y el resto el 13% en el oeste. Sin embargo, la contribución de NOI varía según la región ya que el norte que representa el 17%, el noreste un 39%, el sur y el centro el 28% y el oeste el 16%. Los hoteles de servicio selecto contribuyeron con 51% de los ingresos totales, mientras que los de servicio completo generan el 35%, los de servicio limitado el 12% y los de estancia prolongada el 3%.

Todos los hoteles de FINN13, con excepción del Camino Real Guanajuato y del Holiday Inn Puebla La Noria, son operados por Gestor de Activos Prisma, una compañía relacionada propiedad de Víctor Zorrilla, Joel Zorrilla y Oscar Calvillo. Gestor de Activos Prima cobra el 2.0% de los ingresos y el 10% de la ganancia bruta de cada hotel. Dichos contratos tienen una duración de 10 años que pueden extenderse por otros 10 años.

El hotel Camino Real Guanajuato es operado por Hoteles Camino Real, la cual cobra hasta el 6.0% de los ingresos brutos, el 12.0% de las ganancias brutas, el 5.0% de los ingresos del hotel como parte del programa comercial y el 5.0% de los ingresos del grupo. Este contrato expira en agosto de 2019.

El Holiday Inn Puebla La Noria es operado por Hoteles y Centros Especializados, S.A. de C.V., la cual cobra el 1.5% de las habitaciones de hotel y una tarifa de incentivo calculada como un porcentaje de la ganancia bruta. Dicho contrato tiene una duración de 10 años que puede renovarse por otros 10 años.

## **Estrategia de Reciclaje de Capital**

En el 4T18, FINN13 concluyó la venta del Microtel Inn and Suites by Wyndham en Culiacán por P\$85 millones. El hotel fue parte de un portafolio que registró un cap rate del 9.5% durante los últimos doce meses anteriores a la adquisición. La venta es parte del programa de reciclaje de capital de propiedades no estratégicas.

## **Fábrica de hoteles**

FINN13 invierte como accionista minoritario en proyectos dedicados a la construcción (externa a la Fibra) de hoteles "de lujo" y de alto nivel ("Upper Scale") ubicados en playas o áreas urbanas. La Fibra tendrá la opción de adquirir el 100% de dichas propiedades, una vez que se estabilicen. Mientras tanto cobra varias comisiones, que incluyen: i) una tarifa de estructuración de 1.0-1.5% de la inversión total; ii) una comisión de desarrollo del 2.5-3.5% de la inversión total; iii) una cuota de supervisión mensual de P\$50,000; y, iv) una tarifa de administración de 2.0-2.5% de los ingresos del hotel. Los cap rates de tales desarrollos generalmente alcanzan 13-14%, incluyendo las cuotas que FINN13 cobra, que son ligeramente más altas que los cap rates del 12% como máximo que genera un desarrollo hotelero típico.

La "Fábrica de Hoteles" actualmente tiene las siguientes propiedades en desarrollo:

- FINN13 ha comenzado la construcción del JW Marriott Monterrey Valle sobre 4 niveles de estacionamiento y 2 niveles de tiendas comerciales. El hotel tendrá 250 habitaciones y se espera que comience operaciones en 2020. La inversión total será de alrededor de P\$1,360 millones, de los cuales FINN13 aportará P\$408 millones, el socio (uno de los CKD más grandes de México) otros P\$408 millones mientras que los restantes P\$544 millones serán financiados a través de un préstamo bancario a nivel proyecto. FINN13 tendrá el 50% de esta propiedad.
- El 10 de enero de 2019, FINN13 formalizó la adquisición del Westin Monterrey Valle de 174 habitaciones, el cual será entregado llave en mano a finales del 2T19. La inversión total será de P\$757 millones, de los cuales FINN13 aportará P\$305 millones, el socio (que aparentemente será uno de los CKD's más grandes de México) otros P\$305 millones y el resto se financiará por medio de un préstamo bancario a nivel proyecto. FINN13 será propietaria un 50% y el socio del otro 50%.
- FINN13 está trabajando actualmente en el proyecto de construcción del hotel Marriott Monterrey Aeropuerto para obtener la autorización final de la cadena hotelera. Esta propiedad tendrá 208 habitaciones y se espera que opere a mediados de 2020. FINN13 será dueña hasta de un 50% de este hotel y el socio de un 50%.
- El 11 de octubre de 2018, FINN13 anunció la adquisición de una participación del 29.4% en un terreno en Playa del Carmen, Estado de Quintana Roo, en asociación con un fondo neoyorquino, por un monto total de US\$17 millones. Es terreno cuenta con permisos municipales y licencias de construcción. FINN13 planea construir un hotel "Lifestyle" de marca reconocida internacionalmente, que estará enfrente de la playa.

## FIBRA INN: Inicio de Cobertura

### FINN13 ES PROPIETARIA DE INMUEBLES HOTELEROS CON LA MAYOR RENTABILIDAD EN MÉXICO

FINN13 registró una tarifa diaria promedio de P\$1,280 en el 4T18 con una ocupación del 61%, lo cual se tradujo en un RevPar de P\$784, básicamente en línea con el promedio de las cinco cadenas hoteleras y fibras hoteleras que cotizan en bolsa, como se puede ver en la siguiente tabla. Además, FINN13 reportó un margen de NOI hotelero del 32.4%, el segundo mayor en México, después del de City Express con un 34.8%.

**Tabla 2.- Indicadores operativos de las principales cadenas de México (4T18)**

<b>ADR (P\$)</b>	<b>1T17</b>	<b>2T17</b>	<b>3T17</b>	<b>4T17</b>	<b>1T18</b>	<b>2T18</b>	<b>3T18</b>	<b>4T18</b>
FINN	1,254.7	1,206.0	1,188.1	1,222.8	1,247.1	1,231.3	1,244.4	1,280.3
Hotel	1,493.0	1,336.0	1,339.0	1,437.0	1,493.0	1,393.0	1,391.0	1,402.0
Fibra Hotel	1,128.0	1,114.0	1,060.0	1,122.0	1,161.0	1,186.0	1,129.0	1,189.0
City Express	957.0	940.0	915.0	927.0	977.0	969.0	963.0	1,000.0
Posadas	1,472.3	1,344.1	1,249.3	1,358.8	1,480.6	1,365.2	1,289.6	1,369.0
Promedio	1,261.0	1,188.0	1,150.3	1,213.5	1,271.7	1,228.9	1,203.4	1,248.1
<b>Ocupación</b>	<b>1T17</b>	<b>2T17</b>	<b>3T17</b>	<b>4T17</b>	<b>1T18</b>	<b>2T18</b>	<b>3T18</b>	<b>4T18</b>
FINN	59.9%	64.1%	61.9%	62.1%	63.2%	65.5%	63.0%	61.3%
Hotel	70.3%	62.9%	61.9%	62.9%	68.7%	61.0%	56.0%	57.5%
Fibra Hotel	60.5%	67.0%	67.8%	67.0%	64.4%	66.3%	66.3%	66.4%
City Express	55.6%	60.3%	62.1%	62.6%	58.3%	59.5%	62.2%	59.6%
Posadas	65.0%	68.0%	69.0%	68.0%	67.0%	66.0%	67.0%	65.0%
Promedio	62.3%	64.5%	64.5%	64.5%	64.3%	63.7%	62.9%	62.0%
<b>RevPar (P\$)</b>	<b>1T17</b>	<b>2T17</b>	<b>3T17</b>	<b>4T17</b>	<b>1T18</b>	<b>2T18</b>	<b>3T18</b>	<b>4T18</b>
FINN	752.0	773.0	735.4	758.9	788.7	806.1	784.0	784.4
Hotel	1,049.0	840.0	829.0	904.0	1,026.0	849.0	779.0	806.0
Fibra Hotel	682.0	746.0	719.0	752.0	747.0	787.0	748.0	789.0
City Express	532.0	567.0	568.0	580.0	569.0	576.0	599.0	595.0
Posadas	957.0	914.0	862.0	924.0	992.0	901.0	864.0	895.0
Promedio	794.4	768.0	742.7	783.8	824.5	783.8	754.8	773.9
<b>Margen EBITDA</b>	<b>1T17</b>	<b>2T17</b>	<b>3T17</b>	<b>4T17</b>	<b>1T18</b>	<b>2T18</b>	<b>3T18</b>	<b>4T18</b>
FINN	36.3%	36.3%	34.4%	35.1%	36.0%	35.6%	34.7%	32.4%
Hotel	38.9%	29.8%	31.5%	33.2%	39.2%	28.2%	30.3%	31.9%
Fibra Hotel	24.6%	29.0%	24.8%	26.4%	31.1%	29.8%	25.6%	26.0%
City Express	33.9%	32.4%	34.8%	36.4%	34.5%	33.3%	35.1%	34.8%
Posadas	22.0%	18.8%	12.8%	21.4%	18.1%	13.9%	13.2%	23.3%
Promedio	31.1%	29.3%	27.7%	30.5%	31.8%	28.2%	27.8%	29.7%

Fuente: Empresas

### FINN13 OFRECE UN ATRACTIVO POTENCIAL DE CRECIMIENTO A LARGO PLAZO

Esperamos que los ingresos de FINN13, el NOI hotelero, el EBITDA ajustado y el AFFO crezcan a una tasa anual promedio del 10.0%, 12.0%, 12.9% y 15.6%, respectivamente, durante el período 2019-2024. Por lo tanto, esperamos distribuciones de P\$0.799 por CBFi en 2019 (vs. P\$0.821 en 2018), las cuales deberían alcanzar P\$1.451 por CBFi en 2024. Creemos que nuestras proyecciones son conservadoras dado que solamente incluyen la incorporación de los hoteles Westin Monterrey Valle y JW Marriott Monterrey Valle y la expectativa de que FINN13 siga siendo propietaria del 50% de estas propiedades.

Creemos que FINN13 aumentará la tarifa diaria promedio (ADR) de sus 42 hoteles existentes ligeramente por encima de la inflación durante los próximos años. Sin embargo, es probable que la ocupación disminuya ligeramente a 61.8% en 2019 (de 63.3% en 2018) como resultado de la baja en la economía derivada del cambio de gobierno y la incertidumbre relacionada con la firma del T-MEC. Esperamos que la ocupación mejore gradualmente a 65.2% en 2024 debido a una actividad macroeconómica más fuerte y más promociones de internet. El margen NOI hotelero se contraerá marginalmente a 33.9% en 2019 (a partir de 34.7% en 2018) también debido a una menor tasa de ocupación. Sin embargo, este margen debería expandirse gradualmente a un 36.6% en 2024 como resultado de las economías de escala, lo cual creemos que será fácil de lograr debido al mencionado aumento en el ADR por encima de la tasa de inflación.

## FIBRA INN: Inicio de Cobertura

Con respecto al Westin Monterrey Valle, estamos asumiendo que este hotel comienza a operar en el 3T19. El ADR será de P\$3,600 y mejorará gradualmente a P\$4,300 en 2024 una vez que la propiedad esté completamente estabilizada. La tasa de ocupación comenzará en un 50% y alcanzará el 65% para 2024. Los ingresos de alimentos y bebidas representarán el 40% de los ingresos de hospedaje. También prevemos que el margen NOI hotelero aumentará de un nivel inicial de 35% a 39% en 2024.

El JW Marriott Monterrey Valle comenzará a operar en el 3T20 con un ADR de P\$4,750, una tasa de ocupación del 47% y un margen NOI hotelero de 43%. Sin embargo, estas cifras mejorarán a alrededor de P\$6,000, 65% y 48%, respectivamente, en 2024. Los ingresos de alimentos y bebidas representarán el 28% de los ingresos de hospedaje durante el primer año de operaciones y alcanzarán gradualmente el 30%.

### Estructura financiera / Uso potencial de reservas de efectivo

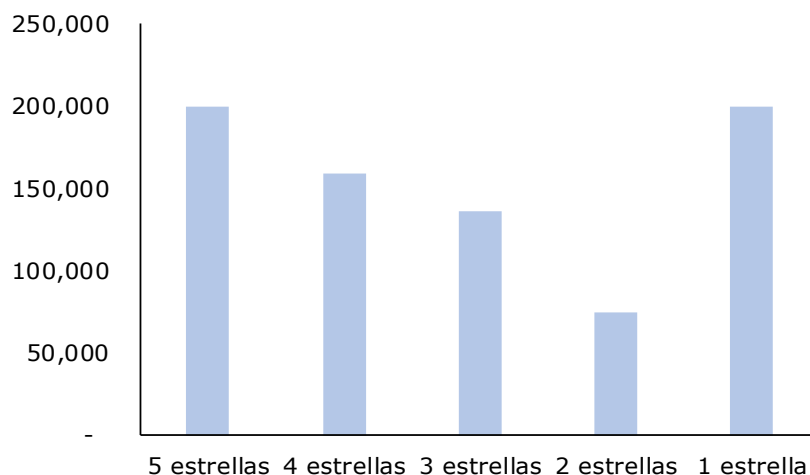
FINN13 cuenta con una saludable estructura financiera al cierre del 4T18 con una deuda total de P\$3.0 mil millones, que representa un "loan to value" de solamente un 25.2%, sustancialmente por debajo del límite del 33% establecido por el Comité Técnico, del "covenant" financiero del 50% de las emisiones de deuda FINN15 y FINN18 y del límite regulatorio del 50% establecido por la Comisión Mexicana de Valores y Banca ("CNBV"). El costo promedio ponderado de deuda fue del 8.49%.

El perfil de deuda está bien estructurado ya que la empresa no tiene vencimientos a corto plazo. En caso de que surja cualquier oportunidad de adquisición, FINN13 cuenta con una capacidad de endeudamiento adicional de P\$1,450 millones dentro del límite de apalancamiento establecido por el comité técnico.

FINN13 recaudó P\$1,050 millones con la suscripción de capital que se llevó a cabo en julio del año pasado. Como resultado, la caja e inversiones temporales fueron de casi P\$658 millones a finales del 4T18. Creemos que FINN13 utilizará parte de dichos recursos para invertir en la construcción de los hoteles JW Marriott Monterrey Valle y Westin Monterrey Valle, bajo el esquema de "Fábrica de Hoteles", así como en la compra del terreno en Playa del Carmen.

En nuestra opinión, hay espacio suficiente para que FINN13 crezca a través de desarrollos externos o adquisiciones en el futuro. A finales de 2017, habían alrededor de 770,000 habitaciones de hotel en México, de acuerdo con la Sectur. La mayoría de los hoteles de cinco estrellas operan bajo una marca nacional o internacional reconocida. Además, alrededor del 50% de los hoteles de 4 y 3 estrellas y 2 estrellas tienen marca. Creemos que las futuras adquisiciones de FINN13 se concentrarán en el segmento de marca de 5 y 4 estrellas en las regiones urbanas y costeras.

**Tabla 3.- Desglose de cuartos hoteleros en México por tipo**



Fuente: Sectur

## FIBRA INN: Inicio de Cobertura

### DESCRIPCIÓN DEL FIDEICOMISO

FINN13 es el fideicomiso F/1616 de Deutsche Bank que se creó el 23 de octubre de 2012 para poseer, adquirir, desarrollar y generar ingresos a partir del arrendamiento de propiedades hoteleras. Los CBFIs de FINN13 comenzaron a cotizar en la Bolsa Mexicana de Valores en marzo de 2013, mientras que su ADR Nivel I cotiza en el mercado OTC bajo el símbolo "DFBRY".

### Internalización / Gobierno Corporativo

Desde su oferta pública inicial en 2013, FINN13 ha llevado a cabo ciertos cambios con la finalidad de mejorar su gobierno corporativo, que incluyeron las siguientes medidas:

- A finales de 2014, las funciones de Presidente del Comité Técnico y del Director General de la Fibra se dividieron, la compañía contrató a un Director de Administración y Finanzas y a un Director de Adquisiciones y Desarrollo, y eliminó el honorario por adquisición de propiedades;
- El proceso de internalización se llevó a cabo a fines de 2016 cuando FINN13 eliminó la figura del asesor externo desempeñada por "Asesor de Activos Prisma, S.A.P.I. de C.V.", una compañía relacionada que cobraba un honorario de asesoría del 0.75% de los activos fijos ajustados por inflación. Desde entonces, esas funciones la lleva la subsidiaria de FINN13 "Administradora de Activos Fibra Inn", la cual no cobra ninguna cuota de administración. Como resultado de la terminación anticipada de ese contrato, "Asesor de Activos Prisma, S.A.P.I de C.V." recibirá: i) un monto por terminación anticipada de P\$143.0 millones más IVA el cual dependerá del EBITDA acumulado que los hoteles de FINN13 generen durante el periodo comprendido entre el 1° de enero de 2017 al 31 de diciembre de 2019 con un nivel mínimo de P\$66.9 millones. Estos fondos se pagarán durante los primeros 120 días de 2020, de los cuales el 30% será en efectivo y el resto el 70% en nuevos CBFIs a un precio de P\$11.52574713;
- A principios de 2018, los tenedores de certificados aprobaron una reducción del porcentaje mínimo requerido para aprobar ciertas propuestas en la junta de accionistas de 89% a 75%;
- El 14 de junio de 2018, los tenedores de CBFIs de FINN13 modificaron la Estructura del Comité Técnico para tener una mayoría de miembros independientes. El Fideicomiso de Fundadores, compuesto principalmente por Victor Zorrilla Vargas, Joel Zorrilla Vargas y Oscar Calvillo Amaya, dejó de controlar el Comité Técnico, ya que a partir de esa fecha solamente podrá nombrar a dos miembros. El Director General en funciones del Administrador pasó a formar parte del comité técnico, mientras que el Director de Administración y Finanzas del Administrador en funciones se convirtió en su suplente.

Como resultado de estos cambios, creemos que las prácticas de gobierno corporativo de FINN13 se encuentran dentro de las mejores del sector, como se puede apreciar en la siguiente tabla.

**Tabla 4.- Gobierno corporativo de FINN13 vs. otras fibras**

	Fibra INN	Terrafina	Fibra Prologis	Fibra Hotel	Fibra UNO
Administración / Asesoría	Interna	Interna	Externa	Externa	Externa
Miembros del Comité Técnico	8	8	8	11	12
Miembros Independientes	62%	75%	63%	36%	33%
Comisión de Administración	NO	0.5% costos brutos de la propiedad + IVA	0.75% del valor de avalúo 3% de ingresos	1.0% del valor en libros neto de deuda 1.05 * gastos de personal + impuestos	0.5% del valor en libros no depreciados de los activos menos deuda + IVA
Comisión de Adquisición	NO	NO	NO	NO	3.0% del valor de avalúo excepto de partes relacionadas
Comisión de Arrendamiento	NO	NO	5% del valor de arrendamiento	NO	1% de ingresos cobrados + IVA
Comisión de Construcción / Desarrollo	NO	NO	4% del costo de construcción	NO	NO
Comisión de Desempeño / Incentivos	NO	NO	10% con retomo superior al 9.0%	NO	Basado en desempeño de CBFIs

	Fibra Danhos	Fibra Macquarie	Fibra MTY	Fibra HD	Fibra Shop
Administración / Asesoría	Externa	Externa	Interna	Interna	Externa
Miembros del Comité Técnico	12	5	8	12	7
Miembros Independientes	25%	80%	25%	42%	43%
Comisión de Administración	1.0625% del portafolio inicial + 1.0% de otros activos	1% de capitalización de mercado	Gastos administrativos del fideicomiso	3.0-3.8% de NOI	
Comisión de Adquisición	NO	NO	NO	NO	
Comisión de Arrendamiento	NO	NO	NO	NO	
Comisión de Construcción / Desarrollo	NO	NO	NO	Costos de construcción	
Comisión de Desempeño / Incentivos	NO	Basado en rendimiento	NO	NO	

Fuente: Fibras

## FIBRA INN: Inicio de Cobertura

El Comité Técnico de FINN13 está formado por 8 miembros (puede tener hasta 21) de los cuales 2 son patrimoniales, uno es ejecutivo y los 5 restantes son independientes. Por lo tanto, creemos que el gobierno corporativo del Fideicomiso es sólido, ya que excede el requisito mínimo del 25% de miembros independientes. Vale la pena mencionar que cualquier individuo o grupo que sea dueño de al menos el 10% de los certificados puede designar a un miembro del Comité Técnico.

**Tabla 5.- Comité Técnico de FINN13**

Miembros Patrimoniales	Ejecutivo	Miembros Independientes
Victor Zorrilla Vargas	Óscar Eduardo Calvillo Amaya	Marcelo Zambrano Lozano
Joel Zorrilla Vargas		Héctor Medina Aguiar
		Adrián Garza de la Garza
		Alberto Rafael Gómez Eng
		Everardo Elizondo Almaguer

Fuente: FINN13

Además del Comité Técnico, FINN13 tiene los siguientes comités: Auditoría, Prácticas, Nominaciones y Compensaciones, Financiero e Inversiones. En nuestra opinión, esto asegura una supervisión correcta de todas las operaciones de la fibra.

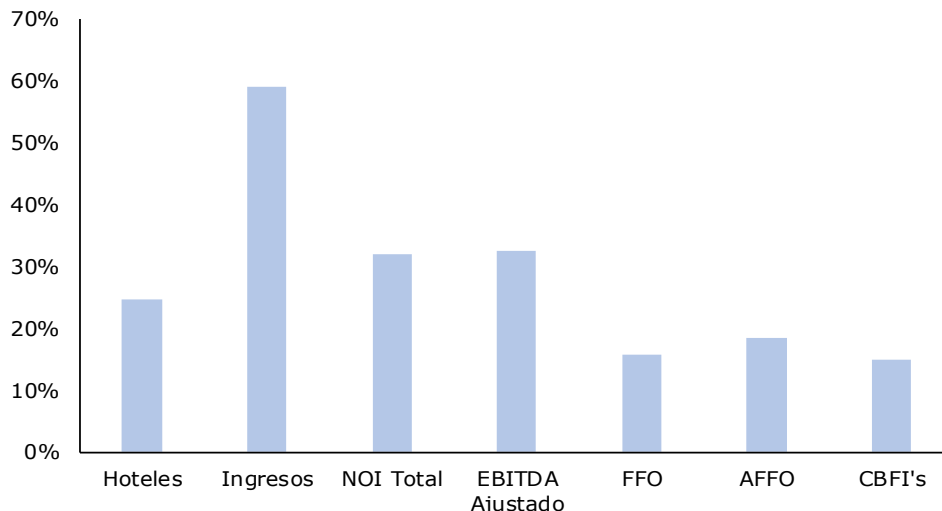
### Equipo directivo con una sólida trayectoria de creación de valor

El Comité Técnico de FINN13 está a cargo de la planificación estratégica, mientras que el administrador del fideicomiso está a cargo de ejecutar los objetivos estratégicos. Victor Zorrilla, Joel Zorrilla y Oscar Calvillo, quienes forman parte del Comité Técnico, cuentan con una experiencia de alrededor de 30 años cada uno en la industria hotelera. Miguel Aliaga, tiene más de 20 años de experiencia en el área de finanzas de varias empresas que cotizan en bolsa, como Bursamex, Bachoco, GAP y Fibra Inn. Fernando Rocha, el Director de Adquisiciones y Desarrollo, tiene 29 años de experiencia. Lizette Chang, la actual Directora de Relaciones con Inversionistas, ha estado trabajando durante más de 20 años en esa área en varias empresas que cotizan en bolsa, como Grupo Casa Autrey, Grupo Gigante, Alsea y Elementia.

Como la mayoría de las otras Fibras, FINN13 es una empresa muy adquisitiva, ya que inició operaciones con solo 8 hoteles que fueron aportados por Hoteles Prisma y CVCI, y adquirió otras 6 propiedades inmediatamente después de la OPI en 2013. FINN13 también ha convertido algunos hoteles con una marca nacional a una marca internacional, ha renovado algunas propiedades y tiene la estrategia de vender algunos hoteles no estratégicos (como el Microtel Inn and Suites by Wyndham en Culiacán).

El equipo de administración ha incrementado el portafolio de hoteles, los ingresos totales, el NOI total, el EBITDA ajustado y el AFFO a una tasa anual promedio del 25%, 59%, 32%, 33% y 16%, respectivamente, durante el período 2013-2018. Todas estas cifras han superado el aumento en el número de CBFI's a una tasa anual promedio del 15%, lo cual es una muestra clara que la administración ha creado valor para los accionistas de manera constante durante esos años.

**Gráfica 5.- Crecimiento de los principales iniciadores de FINN13 (2013-2018)**



Fuente: FINN13

## FIBRA INN: Inicio de Cobertura

### Estructura accionaria / Rendimiento de dividendos

El Fideicomiso de Fundadores es dueño del 11.4% de los CBFI's y a la fecha no hay tenedores con una participación del 10% o más con representación en el Comité Técnico. Los CBFI's flotantes representan el 85.4% del total en circulación.

**Tabla 6.- Estructura Accionaria de FINN13**

CBFI's en Tesorería	64,000,000	10.8%
Reserva de Recompra	9,390,033	1.6%
Fideicomiso de Fundadores	67,694,155	11.4%
Flotante	451,727,270	85.4%
CBFI's en Circulación	528,811,458	100.0%
Total c/ Derechos	519,421,425	87.6%
CBFI's Emitidos	592,811,458	

Fuente: FINN13

### Información de CBFI's / Pagos de Dividendos / Distribuciones

Los CBFI's de FINN13 tienen una liquidez media con un importe promedio diario de P\$0.97 millones durante los últimos 6 meses. Sin embargo, creemos que esta situación tenderá a mejorar en el futuro debido a las perspectivas favorables de la compañía y la baja valoración de sus CBFI's.

Debido a su estatus legal como Fibra mexicana, FINN13 ha pagado dividendos desde su OPI en 2013. El fideicomiso distribuyó P\$0.80 en 2014 (con un rendimiento de dividendos de 4.8% durante los últimos doce meses), P\$0.77 en 2015 (rendimiento del 5.2%), P\$0.9502 en 2016 (rendimiento del 8.3%), P\$1.0022 en 2017 (rendimiento del 8.9%) y P\$0.821 en 2018 (rendimiento del 7.3%). En el futuro, esperamos que la Fibra siga pagando dividendos con un rendimiento por lo menos similar al actual.

### Resultados del 4T18

FINN13 reportó ingresos totales de P\$513.0 millones en el 4T18, con un incremento de 4.4% AaA. El principal motor de este crecimiento fueron los ingresos hoteleros de P\$485.8 millones, los cuales avanzaron 3.6% AaA. Esto incluyó un aumento anual del 3.8% en los ingresos mismas tiendas lo cual se debió principalmente a una mejoría del 3.7% en la tarifa diaria promedio, ya que la tasa de ocupación se mantuvo básicamente sin cambios en 62.3%. Por segmento, las ventas de hoteles de servicio selecto (50.7% de las ventas totales) avanzaron + 10.3% a / a, las de servicio completo (35.3% de contribución) crecieron 4.6% AsA, las de servicios limitados (11.8% de contribución) disminuyeron 12.3% AsA y las de estadía extendida bajaron 15.0% AsA. Mientras tanto, los ingresos por renta aumentaron 22.1% anual a P\$27.9 millones.

Los gastos operativos fueron de P\$347.4 millones en el 4T18, representando el 67.6% de los ingresos totales en el 4T18, lo cual se compara con un 64.9% en el 4T17. Este desempeño se debió principalmente a un mayor precio de la electricidad, a los mayores costos asociados a la campaña digital en línea, a las mayores comisiones pagadas a las agencias de viajes, a la implementación del sistema SAP, a una mayor reserva para cuentas de cobro dudoso, a los mayores costos de mantenimiento y al aumento de las regalías. El NOI hotelero se redujo 3.6% anual a P\$166.4 millones. El margen NOI hotelero se contrajo 270 pb a 32.4%. La Fibra también registró una pérdida neta de P\$1.6 millones en el rubro de "NOI de Otras Empresas", debido a los costos de estructuración del JW Marriott Monterrey Valle y a los de los gastos de personal de la "Fábrica de Hoteles", lo cual fue mitigado parcialmente por una provisión de ingresos relacionada con el acuerdo vinculante con el socio estratégico del JW Marriott Monterrey Valle. Como resultado, el NOI total fue de P\$164.8 millones en el 4T18, una disminución del 4.5% AaA.

Los gastos relacionados con el manejo de Fibra fueron de P\$43.2 millones, alcanzando el 8.4% de las ventas en el 4T18, sustancialmente por encima del 5.9% del 4T17. Esto se debió principalmente a mayores gastos corporativos. El EBITDA disminuyó 15.3% AaA a P\$121.6 millones. El margen de EBITDA fue de 23.7% en el 4T18, comparado con el 29.2% en el 4T17. Sin embargo, el EBITDA ajustado, excluyendo las adquisiciones y los gastos corporativos, cayó 13.4% AsA a P\$141.4 millones. El FFO reportado fue de P\$109.1 millones en el 4T18, con una disminución anual del 10.7%. El margen de FFO fue de 21.2% durante el trimestre actual, comparado con 24.8% en el 4T17. El FFO ajustado fue de P\$93.7 millones en el 4T18, un descenso de 17.7% AaA.

FINN13 mantuvo una sólida estructura financiera con un "Loan to Value" del 25.2% a finales del 4T18, por debajo del nivel máximo del 50% establecido por la CNBV.

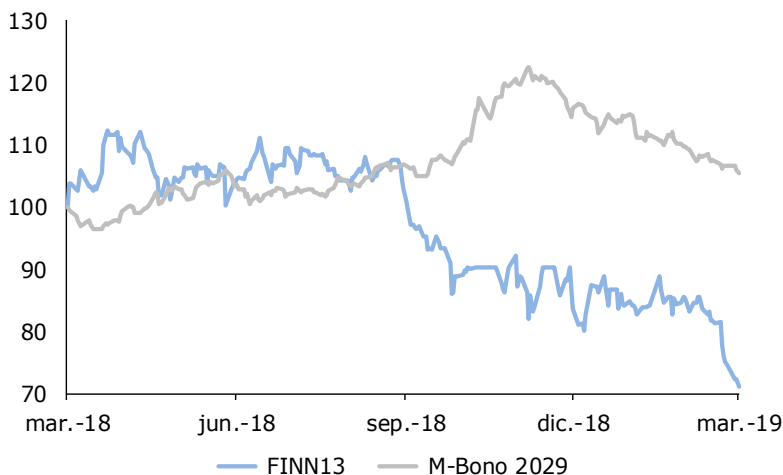
## FIBRA INN: Inicio de Cobertura

### VALUACIÓN

#### Desempeño de FINN13 contra la tasa de interés libre de riesgo de México

Los inversionistas nacionales e internacionales utilizan la tasa de interés libre de riesgo del país como el principal punto de referencia para valuar a las Fibras mexicanas. En este sentido, destacamos que la Reserva Federal de los EE.U.U. parece haber tomado una pausa con respecto a los aumentos adicionales de las tasas de interés, lo que a nuestro juicio ha aliviado la presión sobre los activos financieros de los mercados emergentes, como el peso y la tasa libre de riesgo de México. Además, esperamos que el Banco de México adopte una postura monetaria menos restrictiva, lo que también podría tener un impacto positivo en las tasas de interés internas a largo plazo.

**Gráfica 6.- FINN 13 vs. Tasa libre de riesgo de México**

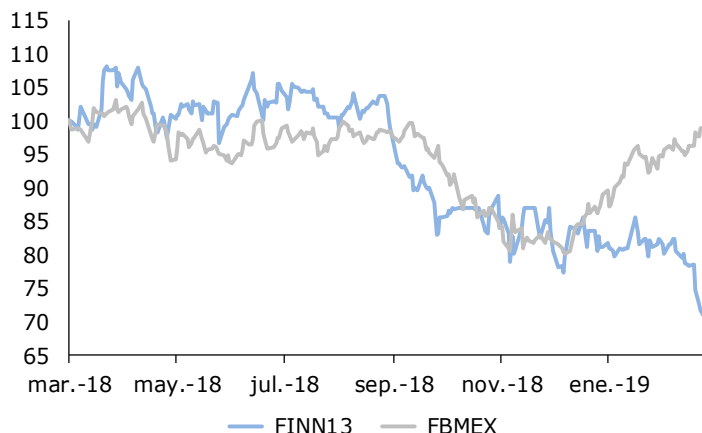


Fuente: Bloomberg

#### Rendimiento del precio vs. Índice de Fibras

Los certificados de FINN13 han registrado un desempeño inferior al del Índice de Fibras (FBMEX) durante los últimos doce meses. En nuestra opinión, esto ocurrió debido al aumento en la tasa de interés libre de riesgo al final del año pasado, que afectó a la mayoría de las Fibras mexicanas, en particular a las de capitalización media, como FINN13. Consideramos que esta situación representa una clara oportunidad de inversión de largo plazo tomando en cuenta las favorables perspectivas y los sólidos fundamentos de la empresa, y la probabilidad de una tasa libre de riesgo estable o menor en México. De hecho, esta situación ya ha tenido un impacto positivo en las Fibras más grandes como Funo, Fibra McQuarie, Terrafina, Fibra Danhos y Prologis, que se encuentran entre los instrumentos de mejor desempeño del mercado accionario mexicano durante el año actual. Creemos que dicho proceso de inversión alcanzará las Fibras de baja capitalización como FINN13.

**Gráfica 7.- FINN13 vs. FBMEX**



Fuente: Bloomberg

## FIBRA INN: Inicio de Cobertura

### Comparación contra las fibras mexicanas

Los certificados de FINN13 actualmente se negocian a un cap rate implícito 10.1% (calculado como el NOI total anualizado del 4T18 dividido por el valor de la empresa), que es mayor que el promedio del 8.7% del sector mexicano de Fibra. FINN13 también ofrece un rendimiento por dividendos de 9.0% (calculado como dividendo anualizado del 4T18 / precio actual del CBFI), y cotiza a un fuerte descuento del 47% contra el valor neto de los activos (NAV), el cual se compara con los promedios de 9.2% y 25%, respectivamente, de las Fibras mexicanas. Creemos que dichos descuentos son muy altos teniendo en cuenta las propiedades hoteleras de FIN13, su atractivo potencial de crecimiento, su saludable estructura financiera, el proceso de internalización, las sólidas prácticas de gobierno corporativo y la trayectoria del equipo administrativo.

**Tabla 7.- Valuación de las Fibras mexicanas**

	Precio 21/03/2019	Cambio (P\$)		Valor Mdo. (Millones)	VE (Millones)	Cap Rate		Precio / NAV	Precio / AFFO**	Precio / VL	Margen	
		5D	YTD			Implícita (NOI/ EV)*	Dividend Yield**				NOI 4T18	LTV
Fibra Inn	\$ 7.98	-5.6%	-18.7%	4,145	6,530	10.1%	9.0%	0.53x	11.1x	0.5x	32.4%	25.6%
Funo11	\$ 27.60	0.5%	28.1%	107,367	182,524	7.8%	8.9%	0.75x	11.2x	0.7x	79.2%	32.8%
FibraMQ	\$ 22.95	6.9%	32.3%	17,672	32,653	10.1%	10.4%	0.72x	9.6x	0.6x	86.5%	35.5%
Terrafina	\$ 29.69	3.8%	31.6%	23,485	41,472	9.2%	8.9%	0.89x	11.2x	0.8x	93.3%	40.1%
Fibra Prologis	\$ 37.93	4.1%	27.2%	24,452	40,602	7.8%	6.2%	0.84x	16.2x	0.8x	81.7%	34.6%
Fibra Danhos	\$ 27.85	0.6%	3.8%	40,036	44,728	10.3%	10.5%	0.71x	9.6x	0.7x	72.5%	10.0%
Fibra Shop	\$ 7.73	-1.5%	-5.2%	3,886	11,508	9.7%	11.9%	0.44x	8.4x	0.4x	74.8%	40.8%
Fibra Hotel	\$ 9.79	0.2%	-1.8%	7,692	10,727	12.9%	10.7%	0.93x	9.3x	0.6x	32.2%	20.6%
Fibra HD	\$ 7.60	-1.9%	-6.7%	3,209	4,854	8.4%	10.4%	0.94x	9.6x	0.8x	72.0%	32.9%
<b>Total / Promedio</b>				<b>231,945</b>	<b>375,597</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.2%</b>	<b>0.75x</b>	<b>10.9x</b>	<b>0.7x</b>	<b>69.4%</b>	<b>30.7%</b>

Fuente: Empresas; n.d.= no disponible

\* NOI 4T18 Anualizado / VE; \*\* Dividendo 4T18 anualizado vs. precio actual; \*\*\* Precio / AFFO 4T18 anualizado

## FIBRA INN: Inicio de Cobertura

### Modelo de flujo de efectivo descontado y precio objetivo

Estamos estableciendo un precio objetivo para finales del año actual de P\$9.50/CBFI, utilizando un modelo de flujos de efectivo descontados con las siguientes variables: i) una tasa de crecimiento a perpetuidad del 1.6% en términos nominales; y; ii) una WACC del 8.8%. El retorno potencial contra el precio de mercado actual es de 29.6%, que incluye un rendimiento por dividendos de 10.2%. Creemos que nuestro precio objetivo es conservador, ya que implica que los certificados cotizarán a un cap rate implícito del 10.1% y a un rendimiento por dividendo del 8.4% a finales del año en curso.

**Tabla 8.- Modelo de Flujos Descontados**

Millones de Pesos	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Perp.
NOI Total	1,017	1,146	1,242	1,352	1,418	1,395
Gastos Indirectos Totales	(217)	(230)	(240)	(255)	(269)	(265)
Gastos de Adquisición y Organización	93	97	101	105	109	107
EBITDA Ajustado	893	1,013	1,103	1,202	1,258	1,238
Ingresos por Intereses	44	44	44	44	44	43
Gastos Por Intereses	(316)	(347)	(349)	(350)	(351)	(345)
Gananc. (Pérd.) por Fluctuación Cambiaria	4	4	4	4	4	4
FFO	625	714	802	900	955	940
Capex de Mantenimiento	(64)	(66)	(67)	(69)	(71)	(69)
AFFO	561	648	735	831	884	870
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad						1.6%
VP del Periodo Explícito (2019 - 2024E)						2,804
Valor de la Perpetuidad						8,338
VP de la Perpetuidad						5,019
Valor de la Empresa						7,823
Deuda Neta						2,869
Valor de Mercado						4,954
<i>Acciones en Circ.</i>						519
Precio Objetivo						P\$ 9.54
Precio de Mercado Actual						P\$ 7.98
Rendimiento Potencial c/ Dividendos						29.6%
<b>Múltiplos c/ Precio Objetivo</b>						
Cap Rate Implícita						10.1%
Dividend Yield						8.4%
P/AFFO						11.8x
Costo Promedio de la Deuda						9.0%
Costo de Capital						8.8%
Premio por Riesgo de Mdo.						6.0%
Tasa Libre de Riesgo						8.1%
Beta						0.11
% Deuda Total						30%
% Capital						70%
<b>WACC</b>						<b>8.8%</b>

Fuente: Miranda Global Research

## FIBRA INN: Inicio de Cobertura

### Análisis de sensibilidad

Hemos desarrollado dos tablas de análisis de sensibilidad basadas en diferentes niveles de cap rates y de NOI y en diferentes niveles de rendimientos por dividendos y de AFFO. Nuestra conclusión es que nuestro precio objetivo es conservador, ya que el cap rate implícito y el rendimiento del dividendo serán 10.1% y 8.4%, respectivamente, a finales del año en curso.

**Tabla 9.- Análisis de sensibilidad (NOI Total vs. Cap Rate)**

	-10%	-5%	Original	+5%	+10%
<b>NOI Total</b>	<b>715</b>	<b>752</b>	<b>792</b>	<b>832</b>	<b>873</b>
<b>Cap Rate</b>					
8.6%	10.43	11.27	12.16	13.04	13.97
9.1%	9.56	10.35	11.19	12.02	12.90
9.6%	8.78	9.53	10.32	11.11	11.94
<b>10.1%</b>	<b>8.07</b>	<b>8.78</b>	<b>9.54</b>	<b>10.29</b>	<b>11.08</b>
10.6%	7.43	8.11	8.83	9.55	10.30
11.1%	6.85	7.50	8.18	8.87	9.59

Fuente: Miranda Global Research

**Tabla 10.- Análisis de sensibilidad (Dividend vs. AFFO)**

	-10%	-5%	Original	+5%	+10%
<b>AFFO</b>	<b>377</b>	<b>397</b>	<b>418</b>	<b>439</b>	<b>461</b>
<b>Div. Yield</b>					
6.9%	10.47	11.02	11.60	12.18	12.79
7.4%	9.76	10.28	10.82	11.36	11.93
7.9%	9.15	9.63	10.14	10.65	11.18
<b>8.4%</b>	<b>8.61</b>	<b>9.06</b>	<b>9.54</b>	<b>10.01</b>	<b>10.52</b>
8.9%	8.13	8.55	9.00	9.45	9.93
9.4%	7.70	8.10	8.53	8.95	9.40

Fuente: Miranda Global Research

### Principales Riesgos

**Desaceleración macroeconómica o la no aprobación del T-MEC.** Creemos que los niveles de ocupación de las propiedades hoteleras de FINN13 podrían verse afectados con una desaceleración macroeconómica o si el T-MEC no fuera ratificado por los Congresos de los tres países.

**Una mayor competencia por parte de cadenas hoteleras más grandes o de otras Fibras.** Una mayor competencia de las cadenas hoteleras globales o de otras Fibras más grandes que ingresen al negocio hotelero local podría ser perjudicial para las operaciones de FINN13. La competencia por parte de Airbnb y Homeaway es limitada debido a que estas aplicaciones no están enfocadas en el segmento de viajeros de negocios.

**Menores márgenes durante los últimos trimestres.** La rentabilidad de FINN13 se ha reducido durante los últimos trimestres debido a una serie de factores, lo cual representa el principal riesgo para nuestras proyecciones. Sin embargo, esperamos que la rentabilidad de FINN13 mejore gradualmente como resultado de las comisiones que recibirá del Westin Monterrey Valle y del JW Marriott Monterrey Valle.

**Cambios regulatorios o fiscales adversos.** Creemos que cualquier cambio regulatorio adverso, en particular los relacionados con los requisitos de construcción, el marco ambiental y las métricas financieras como el apalancamiento y la cobertura, podría ser negativo para las operaciones de FINN13. Cualquier cambio fiscal, como la modificación de la legislación de Fibra o un aumento en el impuesto a la propiedad o en el impuesto a la renta también podría afectar las finanzas de FINN13.

## **FIBRA INN: Inicio de Cobertura**

**Una mayor tasa de interés libre de riesgo en México.** Los inversionistas utilizan la tasa de interés libre de riesgo del país como el principal punto de referencia para valuar a las Fibras mexicanas. Como resultado, cualquier aumento en dicha tasa de interés podría afectar los precios de los CBFIs del sector mexicano de Fibras.

**Retrasos en la construcción de proyectos de la "Fábrica de Hoteles"** que a su vez puedan generar retrasos en los pagos de dividendos.

**Cambios en el equipo directivo de FINN13.** Consideramos que cualquier cambio en el equipo de administración de FINN13, en particular el Director General de la Fibra, Oscar Calvillo Anaya, el Director de Administración y Finanzas, Miguel Aliaga, o el Director de Adquisiciones y Desarrollo, Fernando Rocha, podrían afectar el desempeño del precio de los CBFIs.

**Problemas de inseguridad en ciertas regiones de México.**

# Disclaimer

El reporte actual ha sido elaborado por "Miranda Global Research" ("Miranda GR"). La información se presenta en forma resumida y no pretende ser completa. No existe declaración o garantía alguna, expresa o implícita, respecto de la exactitud, imparcialidad, o integridad de esta información.

Miranda GR, de conformidad con la legislación aplicable, se ha asegurado que el presente reporte personalizada es razonable para el cliente, pues ha verificado la congruencia entre el perfil del cliente y el perfil del producto financiero. En ningún caso deberá entenderse que la realización de lo anterior, garantiza el resultado, el éxito de las estrategias propuestas en el presente documento.

La información contenida en esta presentación fue obtenida por fuentes públicas y/o privadas. Las proyecciones o previsiones contenidas en este reporte, son una recomendación generalizada y están basadas en suposiciones y estimaciones subjetivas sobre eventos y circunstancias que todavía no ocurren y están sujetas a variaciones significativas. De esta manera, no es posible garantizar que cualquier resultado proveniente de este reporte ocurra en el futuro, es decir, no garantiza el resultado, el éxito de las estrategias planteadas.

Este reporte ha sido preparado solamente con fines informativos. No se hace declaración alguna respecto a la precisión, suficiencia, veracidad o exactitud de la información y opiniones aquí contenidas. Miranda GR no responderá (ni por negligencia ni por cualquier otro motivo) por ningún daño o perjuicio alguno derivado de o relacionado con el uso de este reporte o su contenido, o que de manera alguna se relacione con este reporte. Miranda GR no asume responsabilidad alguna relacionada con esta información, incluyendo, sin limitación cualquier declaración, expresa o implícita o garantía u omisiones contenidas en esta información.

Este reporte se basa en hechos y/o eventos que han ocurrido hasta esta fecha, por lo que hechos y/o eventos futuros pueden perjudicar las conclusiones aquí expresadas. Miranda GR no asume ninguna responsabilidad de actualizar, revisar, rectificar o anular este reporte en función de cualquier acontecimiento futuro.

Las opiniones relacionadas con este reporte eventualmente expresadas por Miranda GR, deben considerarse únicamente como una sugerencia/recomendación para conducir de una mejor manera diversos temas relacionados con el mismo.

Este reporte y su contenido son propiedad de Miranda GR y no pueden ser reproducidos o difundidos en su totalidad o en partes sin el consentimiento previo por escrito de Miranda GR.

Miranda Global Research percibe honorarios por parte de Fibra Inn por servicios de analista independiente.

**Este reporte ha sido preparado por Miranda Global Research para Vector Casa de Bolsa, S.A. de C.V.**