

# FHipo: Inicio de Cobertura

## El Primer y Único Fideicomiso Hipotecario Público en México

FHIPO 14	MANTENER
Valor Intrínseco (P\$)	\$ 24.00
Precio Actual (P\$)	\$ 19.66
Min / Máx (12 M)	\$ 17.88 - 21.85
Dividendo Esperado (P\$)	\$ 1.68
Rend. Esperado	22.1%
Valor de Mercado (Mill. de P\$)	7,577
CBFI's en Circulación	385.4
CBFI's Flotantes	100.0%
Imp. Prom. Diario (Mill de P\$)	\$ 1.8

### TESIS DE INVERSIÓN

Estamos iniciando cobertura en FHipo (BIVA: FHIPO14), el primer y único fideicomiso hipotecario público en México, con una recomendación de MANTENER y con un valor intrínseco estimado de P\$24.00/CBFI.

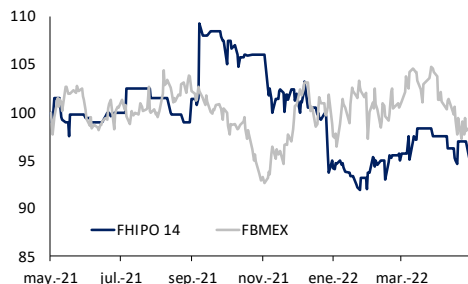
**Atractivo modelo de negocios de FHipo.** Dentro de sus fines se encuentra la adquisición de portafolios hipotecarios y la co-origenación de créditos hipotecarios. Esperamos que se beneficie de la mayor penetración del financiamiento hipotecario en el futuro.

**Originadores.** Históricamente, FHipo ha originado créditos hipotecarios a través del INFONAVIT y FOVISSSTE, que son los principales generadores de créditos hipotecarios en el país. Además, FHipo cuenta con una alianza estratégica con YAVE, una empresa hipotecaria privada.

**Enfoque en rentabilidad y dividendos.** FHipo realiza distribuciones en efectivo por un monto de hasta un 95% de la utilidad neta del periodo correspondiente. Estimamos que las distribuciones de este 2022 muestren un atractivo rendimiento alrededor del 8.6% contra el precio de mercado actual.

**Fuentes de fondeo diversificadas.** FHipo tiene acceso a varios tipos de financiamiento incluyendo líneas de almacenamiento bancarias, bonos de corto plazo y bursatilizaciones. Puede llevar a cabo adquisiciones de portafolios hipotecarios en cualquier momento, aprovechando este amplio acceso a los mercados de deuda, siempre y cuando las tasas de interés de fondeo sean atractivas.

**Recompras de CBFIs.** Desde 2017, FHipo comenzó a hacer uso de un fondo de recompra, mediante el cual puede destinar anualmente un monto para recompras de CBFIs de tiempo en tiempo, siempre y cuando las condiciones de mercado y el precio por CBFI del momento, sean adecuados y contribuyan a continuar creando valor a los inversionistas.



**Regina González**

+5255-1391-3180

regina.gonzalez@miranda-gr.com

**Martin Lara**

+5255-6413-8563

martin.lara@miranda-gr.com

Mayo 26, 2022

**Sólido gobierno corporativo.** Desde principios de 2020, FHipo es administrado internamente por parte de CH Asset Management, S.A.P.I de C.V. (“CH Asset Management” y/o “CH”) misma que es subsidiaria de FHipo. Además cuenta con un Comité Técnico conformado por 5 miembros independientes (de un total de 8) nombrados por la Asamblea de Tenedores, y Comités de Auditoría, Prácticas, y Nominaciones, los cuales están conformados por tres de los miembros independientes del Comité Técnico.

**Reconocida administración.** CH Asset Management, Asesor y Administrador de FHipo, cuenta con funcionarios de primer nivel con una amplia experiencia en el sector hipotecario mexicano.

**Valuación.** Los CBFIs de FHipo están operando a un P/U estimado de 11.2 veces y a un P/VL de 0.8 veces. Estos múltiplos se comparan con los promedios de 7.1 veces y 0.9 veces, respectivamente, de las comparables internacionales. Aunque el rendimiento por dividendos de FHipo es prácticamente similar (U12M de 9.9% vs. 10.5%) que el promedio de sus comparables, el ROE es menor (8.1% vs. 10.1%). Esto significa que los CBFIs de FHipo se encuentran bien valuados a los niveles actuales, de ahí nuestro punto de vista neutral.

**Valor Intrínseco estimado.** Establecimos un valor intrínseco estimado de P\$24.00 por CBFi por medio de un modelo Gordon Shapiro que incluye un costo de capital de 10.5% (con una Beta de 0.326) y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 0.5% en términos nominales. Los múltiplos objetivo son: P/U estimado de 13.8 veces y P/VL de 0.9 veces, los cuales nos parecen razonables.

**Principales Riesgos.** Son los siguientes: i) volatilidad macroeconómica; ii) cambio en las condiciones de los créditos existentes de FHipo; iii) falta de crecimiento por medio de adquisiciones de portafolios nuevos; iv) cambios en el equipo administrativo de FHipo; y/o, v) mediana liquidez de los certificados.

## **PRINCIPALES VENTAJAS DE FHIPO**

### **Atractivo modelo de negocios**

Dentro de los fines de FHipo, se encuentra la adquisición y originación de créditos hipotecarios en co-participación con el INFONAVIT y FOVISSSTE. Además, cuenta con una alianza con YAVE por medio de las cuales participa como co-originador de los créditos otorgados por estas instituciones. Se financia por medio de líneas de almacenamiento bancarias, bonos de corto y largo plazo y/o bursatilizaciones para llevar a cabo estas adquisiciones de cartera. Es el primer y único fideicomiso hipotecario público en México.

### **Originación histórica**

FHipo ha originado históricamente a través del INFONAVIT, el FOVISSSTE y YAVE, lo cual le ha permitido adquirir cartera hipotecaria en condiciones similares a las de instituciones bancarias de mayor tamaño. FHipo ha podido mantener relaciones con el INFONAVIT y el FOVISSSTE durante varias administraciones diferentes.

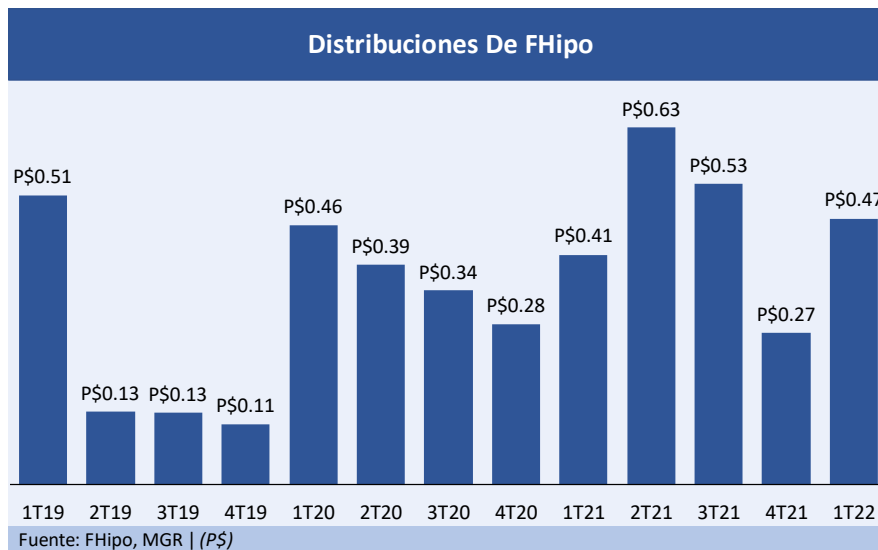
FHipo ha participado en varias subastas de hipotecas del INFONAVIT por medio de las cuales se convirtió en co-originador de los créditos otorgados por esta institución bajo los programas: Infonavit Más Crédito e Infonavit Total. Como parte de esta alianza, INFONAVIT actúa como agente de cobranza de los créditos co-participados con FHipo y cobra una cuota de administración del 0.7512% más el IVA correspondiente, sobre el saldo insoluto del portafolio.

En septiembre de 2016, FHipo adquirió derechos fideicomisarios sobre 7,144 créditos otorgados por el FOVISSSTE, para los cuales, pagó una contraprestación de P\$2,999.6 millones, equivalente al saldo cedido de los derechos fideicomisarios sobre dichos créditos.

FHipo tiene un contrato con YAVE, por medio del cual tiene el derecho irrevocable de adquirir todas las cantidades correspondientes a los derechos de cobro de los créditos hipotecarios originados por YAVE y cedidos a FHipo, siempre que éstos cumplan con los Lineamientos de Inversión de FHipo.

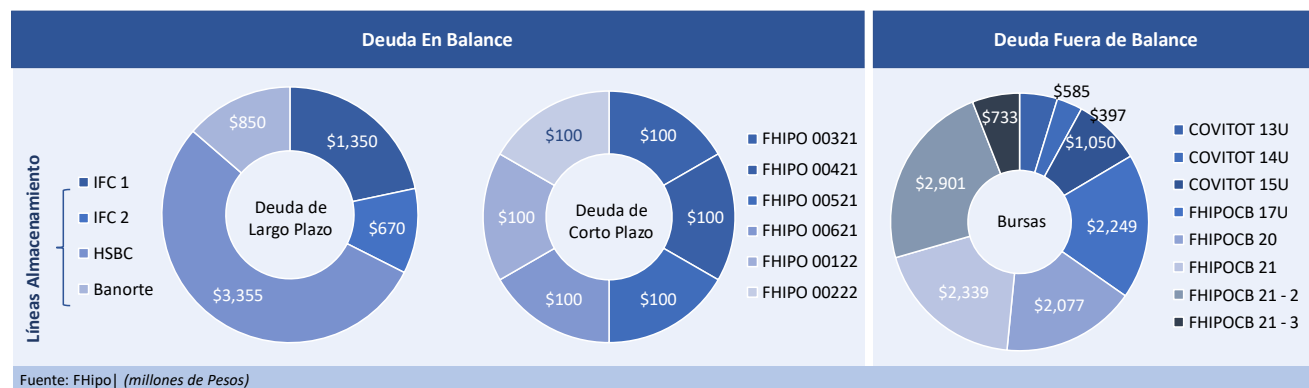
### **Enfoque en rentabilidad y dividendos**

FHipo realiza distribuciones en efectivo de manera trimestral hasta por el 95% de la utilidad neta del periodo correspondiente, menos, en su caso, el monto utilizado para recompras impactado contra la utilidad. Cualquier distribución tiene que ser mayor al 30% de las utilidades del periodo trimestral a distribuir. El rendimiento promedio de las distribuciones ha sido del 7.6% desde el 1T18. Estimamos que el rendimiento de las distribuciones será del 8.6% para el 2022, comparado con el precio de mercado actual de los CBFIs.



### Fuentes de fondeo diversificadas

FHipo tiene acceso a varios tipos de financiamiento, incluyendo líneas de almacenamiento bancarias, bonos de corto plazo, y bursatilizaciones. Puede llevar a cabo adquisiciones de portafolios hipotecarios en cualquier momento, aprovechando este amplio acceso a los mercados de deuda, siempre que las condiciones permitan seguir creando valor para los tenedores de CBFÍ's.



### Recompras

Desde 2017, FHipo ha recomprado y cancelado 134,134,741 CBFIs. Considerando lo anterior, el número de CBFIs en circulación es de 385,380,259 a la fecha del presente reporte.

### Administración interna / Sólido gobierno corporativo

El 23 de marzo de 2020, FHipo completó la internalización de su administración. Como resultado, CH Asset Management, S.A.P.I. de C.V., subsidiaria de FHipo, se convirtió en el Asesor y Administrador interno único para FHipo. El presupuesto de costos y gastos de CH Asset Management tiene que ser aprobado de forma anual por el Comité Técnico de FHipo.

El Comité Técnico de FHipo está integrado por 8 miembros, de los cuales 5 (62.5%) son miembros independientes nombrados por la Asamblea de Tenedores y 3 son miembros internos, por lo cual cumple con el mínimo requerido de mantener al menos 25% de miembros independientes, de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores. Además, el Fideicomiso cuenta con Comités de Auditoría, Prácticas y Nominaciones, los cuales están integrados por los miembros independientes del Comité Técnico y, por estatutos, siempre deben estar controlados por una mayoría de miembros independientes.

Integrantes del Comité Técnico		
Nombre	Cargo	Suplentes
José de Jesús Gómez Dorantes	Miembros Internos	Rene Pineda Roa
Daniel Michael Braatz Zamudio		Ignacio Gutiérrez Sainz
Alfredo Vara Alonso		José de Jesús Gómez Dorantes
Sebastián Fernández Cortina	Miembros Independientes	Tulio Vázquez López
Daniel Reséndiz Carrillo		Julio César Méndez Rubio
José Vicente Corta Fernández		José Ignacio Segura Alonso
Ana Cecilia González Hernández		Sin suplente
Daniel Ribenboim Simon		Jonathan Myles Rosenthal

Fuente: FHipo

### Experimentada administración

CH Asset Management, el Asesor y Administrador de FHipo, cuenta con ejecutivos de primer nivel, con una amplia experiencia en el sector hipotecario mexicano. Los principales funcionarios son:

- Daniel Michael Braatz Zamudio, Director General.** Daniel Braatz trabajó en la División Banca de Inversión de Citigroup. Es miembro fundador de una firma boutique de banca de inversión en México llamada Vace Partners. Fungió previamente como Director Financiero de CH y actualmente es el Director General de CH. Se graduó del Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM) como ingeniero industrial. Es miembro de la Asociación de Financieros del ITAM, miembro del Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas (IMEF) y fue miembro del H. Comité de Auditoría del INFONAVIT.
- Ignacio Gutiérrez Sainz, Director de Finanzas.** Trabajó como banquero de inversión en un banco de inversión boutique con un equipo de más de 20 años de experiencia y con un impresionante registro de realización de fusiones y adquisiciones, estructuraciones de deuda y transacciones de recaudación de capital llevadas a cabo por compañías en los Estados Unidos, México y Latinoamérica, en una gran variedad de sectores. Fue el Director de Desarrollo Negocios en CH Asset Management hasta el 2017, y actualmente es el Director de Finanzas de CH Asset Management. Es ingeniero industrial por la Universidad Iberoamericana.
- José de Jesús Gómez Dorantes, Director de Operaciones de CH.** Ocupó varios puestos directivos en Grupo Financiero BBVA Bancomer (GFBB) incluyendo Director de Relación con Inversionistas, Subdirector de Proyectos Financieros, y Subdirector de Planeación Estratégica de Banca Hipotecaria. A partir del 2002 en el INFONAVIT, fue Subdirector General de Administración de Cartera, Subdirector

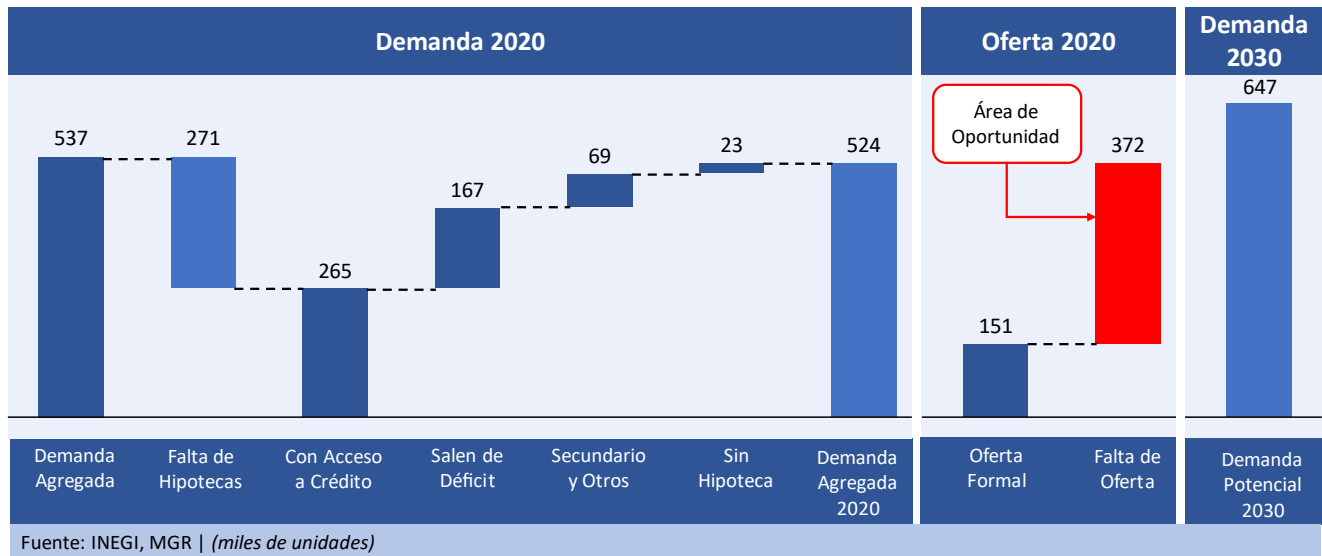
General de Planeación y Finanzas, Coordinador del Programa Cedevis y Coordinador de Planeación. También participó en el desarrollo del programa Infonavit Total. Estudió la carrera de Ingeniería Industrial y de Sistemas en el Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM). Posteriormente se graduó de una Maestría en Administración por A.B. Freeman School of Business, Tulane University, Nueva Orleans, Luisiana, EE.UU.

- **Patricia Montiel, Directora Jurídica.** Fue Coordinadora de Asesores del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos S.N.C., a partir de marzo de 2017 hasta finales de 2018. Asimismo, se desempeñó como Directora Jurídica de CH Asset Management desde su inicio de operaciones y hasta marzo de 2017. Previamente, Patricia Montiel fue socia de Montiel Font y Asociados, S.C., así como de un despacho de abogados especializado en derecho corporativo y financiero llamado Casares, Castelazo, Frías y Zárate, S.C. (Casares Castelazo) y trabajó en el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), en el área denominada Secretaría Adjunta de Protección al Ahorro Bancario, a partir de 1999 y hasta el 2006. Tiene experiencia significativa en administración y enajenación de carteras de crédito de diversas instituciones financieras. Patricia Montiel obtuvo el título de licenciado en derecho de la Universidad Iberoamericana y cursó la maestría en Humanidades en la Universidad Anáhuac México Norte.

## EL MERCADO MEXICANO DE LA VIVIENDA

El mercado mexicano de la vivienda ofrece un importante potencial de crecimiento de largo plazo ya que en la actualidad existe un déficit estimado de más de 9.4 millones de viviendas, de acuerdo con las cifras de la SEDATU al cierre del 2020. Se estima que durante ese año se crearon alrededor de 537 mil familias nuevas. Sin embargo, solamente 265 mil de éstas tuvieron acceso a una hipoteca. Por otro lado, solamente se ofertaron 151 mil viviendas en el país, incrementando el déficit en 372 mil casas.

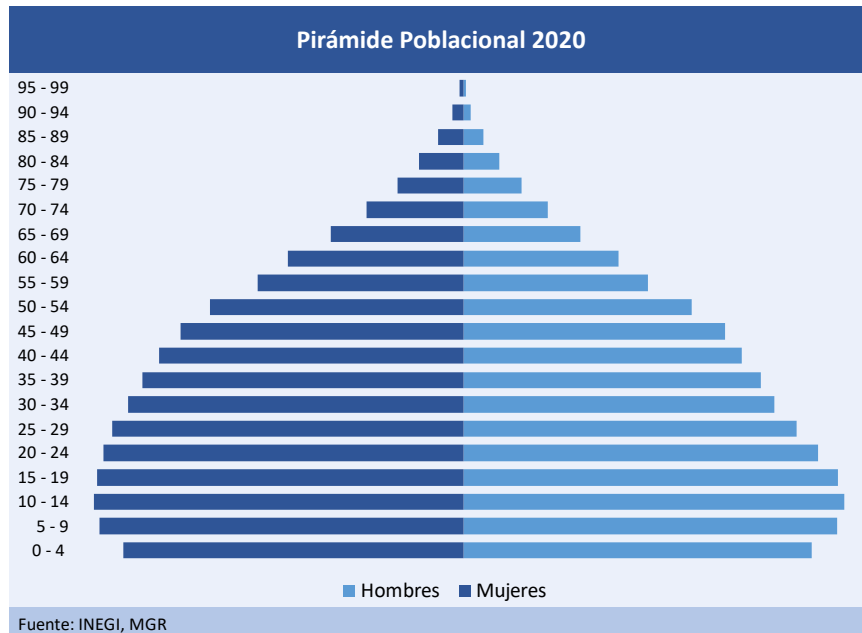
Estimamos que se necesitará alrededor de 647 mil viviendas anuales hasta el año 2030 debido principalmente a la creación de nuevas familias dado el crecimiento poblacional de aproximadamente 1 millón de habitantes por año. Sin embargo, se estima que solamente un 56% de los nuevos hogares, equivalente a 325 mil por año, tendrá acceso al crédito hipotecario y que el restante 44% no lo tendrá, lo cual incrementará el déficit de vivienda. En otras palabras, es poco probable que el déficit de vivienda se reduzca en el futuro previsible, si no hay mayor oferta de crédito para la vivienda.



### Alto crecimiento poblacional

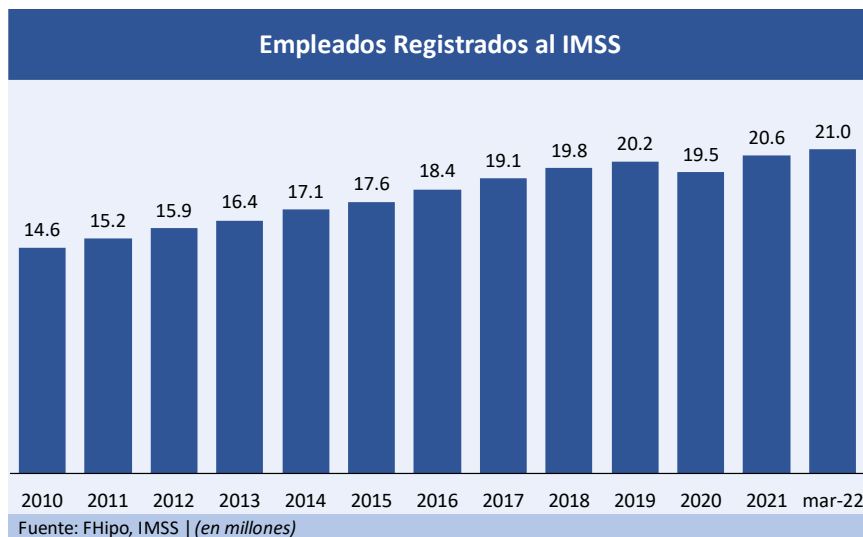
El crecimiento esperado de la población y la estructura de la pirámide poblacional apoya la formación de hogares y, por lo tanto, la demanda de vivienda, en el mediano y largo plazo. El país cuenta con una oportunidad demográfica inigualable, debido a la juventud de su población.





### Mercado laboral al alza después de la pandemia

Los asegurados en el IMSS se incrementaron de 13.9 millones en 2009 a 20.2 millones en 2019, lo cual significó una tasa anual promedio del 3.8%, superior al crecimiento poblacional. En 2020, el número de asegurados disminuyó a 19.5 millones por la pandemia por COVID-19. Sin embargo, en 2021 subió en más de un millón de personas por la mejora en las condiciones macroeconómicas y por un menor impacto de dicha pandemia, hasta alcanzar 21.0 millones en marzo de 2022, que es la cifra más reciente. Creemos que el crecimiento en el número de asegurados del IMSS impulsará la demanda de vivienda de interés social en el futuro.



**Baja producción de vivienda en México**

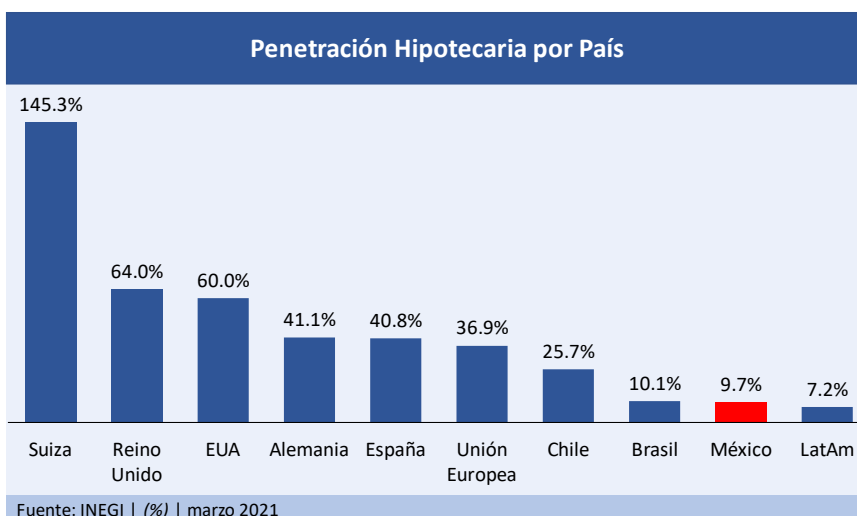
La oferta de vivienda ha disminuido de forma significativa desde el 2008. El número de viviendas nuevas en el Registro Único de Vivienda pasó de 617 mil ese año, a tan sólo 151 mil durante el 2020. Esto se debió a la restricción de financiamiento para la construcción, la cual inició principalmente en 2008 a partir de la crisis financiera global de *subprime* y, a los problemas financieros de tres desarrolladoras de vivienda públicas en el 2013. Sin embargo, en 2021 la oferta presentó cierta recuperación ya que alcanzó 164 mil viviendas.



## FINANCIAMIENTO HIPOTECARIO EN MÉXICO

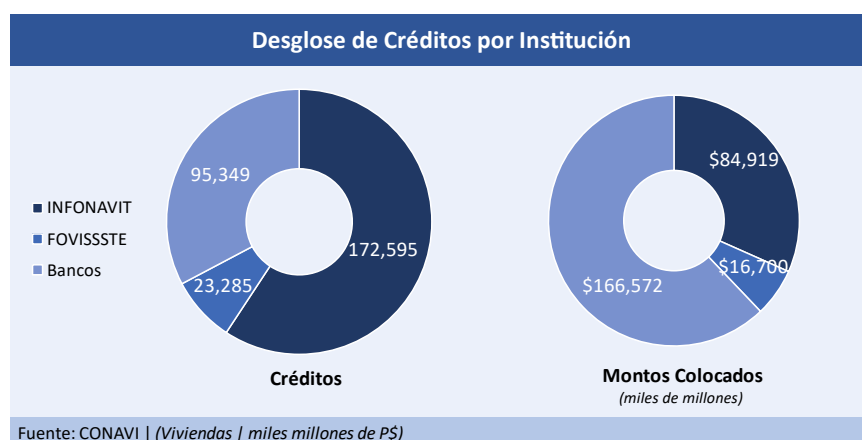
### Baja penetración de crédito hipotecario en México

La penetración de financiamiento hipotecario en México se ubicó por debajo de países similares como Chile, Panamá y Costa Rica. Esto significa que existe un potencial de crecimiento importante, el cual se verá impulsado por la meta del INFONAVIT para otorgar mayores créditos en los siguientes 5 años.



### Financiamiento de viviendas

El INFONAVIT es la principal entidad de financiamiento de vivienda de interés social en México ya que colocó 172,595 mil hipotecas para viviendas nuevas durante el 2021, seguido de la banca comercial con 95,349 créditos y el FOVISSSTE con 23,285.



Esperamos que la demanda de vivienda se vea apoyada por un mayor financiamiento de INFONAVIT, FOVISSSTE y de la banca comercial en el futuro. Estimamos que otorgarán un monto de financiamiento total de P\$607 mil millones en el 2027, con un crecimiento anual promedio del 14.6% contra el 2021.



### Cambios en el INFONAVIT / Reforma de outsourcing

El pasado 14 de junio de 2021, el INFONAVIT anunció una reducción en las tasas de interés de sus créditos hipotecarios a un rango entre 1.91% y 10.45%, según el nivel de salarios de los trabajadores.

En 2021, el INFONAVIT además implementó un nuevo sistema de puntaje “T1000”, que incluye variables adicionales que no dependen de los derechohabientes, como la estabilidad en el trabajo. Este cambio, aunado a la eliminación de la práctica de “outsourcing” han afectado la demanda de vivienda. Sin embargo, creemos que el impacto será temporal dada la continua creación de empleos y la reducción de las tasas de interés que mencionamos anteriormente.

El 12 de agosto de 2021, el consejo del INFONAVIT aprobó nuevas reglas para el otorgamiento de crédito, las cuales entraron en vigor en marzo de este año. Aplicarán a todas las viviendas que se constituyan como garantía de un crédito INFONAVIT, las cuales deberán estar ubicadas cerca de las fuentes de trabajo, centros de salud, educativos, de abasto y recreativos, y contar con opciones de movilidad adecuadas. No serán aplicables a las viviendas que cuenten con un Dictamen Técnico Único (DTU), orden de verificación pagada y/o que se encuentren registradas en el Registro Único de Vivienda (RUV) previo a septiembre de 2021.

### PERSPECTIVAS DE FHIPO

**Portafolio / Calidad de activos.** Estamos asumiendo que FHipo no llevará a cabo adquisiciones nuevas de portafolios debido a altas tasas de interés de fondeo prevalecientes. Esto significa que su portafolio neto en balance de P\$10,972 millones al 1T22 irá madurando gradualmente, hasta un nivel de P\$8,199 millones en 2027, lo cual representará una caída anual promedio de 5.0%. Estimamos que sucederá lo mismo con el portafolio consolidado, el cual considera financiamiento dentro y fuera de balance, el cual pasará del nivel actual de P\$26,772 millones, a P\$20,706 millones al cierre de 2027, con una contracción anual promedio del 4.4%. Este desempeño podría cambiar si FHipo adquiriera más cartera del INFONAVIT, FOVISSTE o YAVE, lo cual dependerá de las tasas de interés de fondeo y originación.

Con respecto a la razón de cartera vencida del portafolio consolidado, anticipamos que ésta se incrementará gradualmente del nivel de 5.8% al cierre del 1T22, a 7.6% en el 2027. Esta alza se deberá principalmente a un

efecto contable ya que el monto del portafolio irá disminuyendo por la amortización de capital derivada de la maduración natural del portafolio, como mencionamos anteriormente, mientras que el monto de cartera vencida irá subiendo progresivamente.

**Margen financiero.** Anticipamos que los intereses ganados sobre el portafolio hipotecario caerán 7.9% anual promedio durante el periodo 2022-2027, debido al vencimiento gradual del portafolio. Esto se verá contrarrestado por menores intereses pagados ya que consideramos que FHipo reducirá proporcionalmente su deuda en balance. Esto le ayudará a mantener un margen financiero estable en alrededor de P\$715-735 millones durante los próximos años.

**Provisiones/Margen financiero ajustado.** Esperamos que las provisiones se reduzcan gradualmente durante los próximos años como resultado de un mejor entorno macroeconómico y mayor *seasoning* del portafolio, lo cual contribuirá a mejorar el perfil de riesgo de los acreditados. Esto hará que el margen financiero ajustado por riesgo crediticio suba ligeramente de P\$631 millones en 2022 a P\$665 millones en 2027.

La valuación de beneficios en operaciones de bursatilización experimentará una caída de P\$355 millones en 2022 a P\$318 millones en 2027. Este decremento es esperado bajo la premisa de que FHipo no realice futuras bursatilizaciones de cartera en el periodo proyectado (2022-2027). Por lo tanto, la disminución en esta cuenta es el efecto natural de la maduración del portafolio y al comportamiento del mismo.

**Gastos.** Esperamos que los gastos administrativos suban cada año en línea con la inflación. Éstos se componen de las comisiones al administrador y de otros gastos administrativos. Cabe mencionar que gran parte de los gastos corresponde a las comisiones pagadas al INFONAVIT y FOVISSSTE, mismas que se determinan como porcentaje del saldo del portafolio, por lo tanto varían proporcionalmente.

**Utilidad neta.** Los factores mencionados anteriormente se traducirán en una utilidad neta de P\$677 millones en 2022, la cual disminuirá a P\$632 millones en 2027.

**Distribuciones.** Con base en estos supuestos, esperamos que las distribuciones sean de P\$643 millones (P\$1.68/CBFI) en 2022, y que éstas bajen a P\$600 millones (P\$1.59/CBFI) en 2027. Representarán el 95% de la utilidad neta dada la política de distribuciones de FHipo. El rendimiento por dividendos inicialmente será de 8.6% con base en el precio de mercado actual de los certificados.

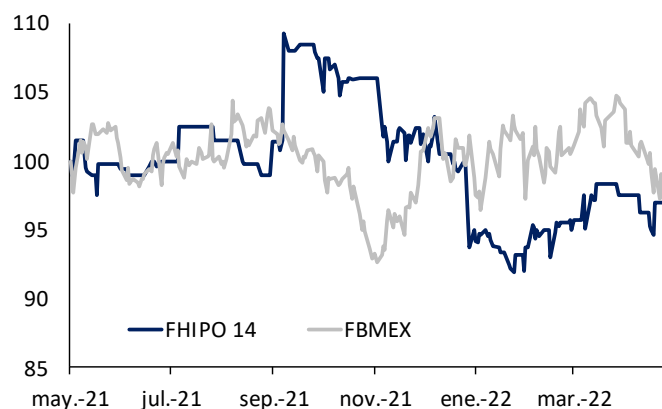
**Estructura financiera.** Esperamos que la estructura financiera de FHipo evolucione cada año como resultado de las reducciones de deuda que esperamos que el fideicomiso lleve a cabo. El apalancamiento (en balance) disminuirá del nivel actual de 1.7 veces a 1.4 veces en 2027, mientras que la razón de deuda a capital bajará de 0.7 veces a 0.4 veces. Cabe mencionar que los límites regulatorios son: i) activos / capital menor a 5.0 veces; ii) índice de cobertura al servicio de deuda mayor a 2.5 veces.

## VALUACIÓN

### Desempeño vs. FBMEEX

Los CBFIs de FHipo han registrado un desempeño prácticamente en línea con el del índice FBMEEX del sector de Fibras mexicanas. Aunque FHipo no es una FIBRA, cuenta con características similares a las de ellas como su política de dividendos (la cual no es obligatoria en el caso de FHipo) y su participación en el mercado mexicano de bienes raíces. Esperamos que los CBFIs de FHipo sigan presentando un desempeño en línea con el FBMEEX en el futuro.

**FHIPO 14 vs. FBMEX**



Fuente: Bloomberg

**Comparables Internacionales**

Los CBFIs de FHipo están operando a un P/U estimado de 11.2 veces y a un P/VL de 0.8 veces. Estos múltiplos se comparan con los promedios de 7.1 veces y 0.9 veces, de las contrapartes internacionales. Aunque el rendimiento por dividendos de FHipo es prácticamente similar (U12M de 9.9% vs. 10.5%) que el promedio de sus contrapartes, el ROE es menor (8.1% vs. 10.1%). Esto significa que los CBFIs de FHipo se encuentran bien valuados a los niveles actuales, de ahí nuestro punto de vista neutral.

**Múltiplos de Fideicomisos Hipotecarios**

	País	Precio (USD) 25-may.-22	Valor Mdo. (Millones)	L12M	P/U 2022E	2023E	P/VL Actual	ROE	Δ% Ut. Neta 2022E	2023E	Rend. Div. (%)
Fideicomiso Hipotecario	México	\$ 0.97	395	9.2x	11.2x	11.5x	0.8	8.1	-11%	-3%	9.9
Annaly Capital Management Inc	EE.UU.	\$ 6.38	9,959	3.7x	4.8x	7.0x	0.9	22.8	-13%	-32%	13.8
AGNC Investment Corp	EE.UU.	\$ 11.88	6,218	(7.1x)	5.0x	5.8x	0.7	(11.3)	67%	-15%	12.1
Starwood Property Trust Inc	EE.UU.	\$ 23.33	7,160	10.8x	9.6x	9.9x	1.0	12.3	66%	-3%	8.2
Blackstone Mortgage Trust Inc	EE.UU.	\$ 30.49	5,192	11.8x	11.9x	10.9x	1.1	10.3	4%	9%	8.1
New Residential Investment Corp	EE.UU.	\$ 10.85	5,065	4.3x	7.2x	6.6x	0.7	20.7	-9%	10%	9.2
Hannon Armstrong Sustainable Infrastructure Capital	EE.UU.	\$ 37.92	3,296	27.3x	18.8x	16.3x	2.0	8.4	38%	15%	4.0
Chimera Investment Corp	EE.UU.	\$ 9.44	2,238	9.0x	6.9x	6.6x	0.7	7.0	-52%	5%	14.0
Arbor Realty Trust Inc	EE.UU.	\$ 16.11	2,864	8.4x	9.8x	8.8x	1.0	15.6	-14%	11%	9.4
Claros Mortgage Trsust Fund	EE.UU.	\$ 20.38	2,846	16.7x	14.5x	11.8x	1.1	n.a.	15%	23%	7.3
MFA Financial Inc	EE.UU.	\$ 13.23	1,355	8.4x	7.7x	5.5x	0.6	5.8	-47%	39%	14.2
Two Harbors Investment Corp	EE.UU.	\$ 5.13	1,765	7.6x	4.2x	6.0x	0.7	9.1	123%	-30%	13.3
AG Mortgage Investment Trust	EE.UU.	\$ 7.89	189	4.0x	10.5x	5.9x	0.3	10.9	-83%	77%	10.6
<b>Total / Promedio</b>			<b>48,542</b>	<b>9.0x</b>	<b>7.1x</b>	<b>7.9x</b>	<b>0.9</b>	<b>10.1</b>	<b>2%</b>	<b>-10%</b>	<b>10.5</b>

Fuente: Bloomberg; n.d.: no disponible

## Modelo Gordon Shapiro

Establecimos un valor intrínseco estimado de P\$24.00 por CBFi por medio de un modelo Gordon Shapiro que incluye un costo de capital de 10.5% (el cual a su vez incluye una Beta de 0.326) y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 0.5% en términos nominales.

### Modelo Gordon Shapiro

(Cifras en Millones de P\$)

<b>Capital Contable 2022E</b>	<b>9,738</b>
ROE de Largo Plazo	9.8%
<b>Costo del Capital</b>	<b>10.5%</b>
Tasa Libre de Riesgo	8.5%
Premio por Riesgo de Mercado	6.0%
Beta	0.326
<b>Tasa de Crecimiento a Perpetuidad</b>	<b>0.5%</b>
Valor de Capital	9,067
Nº de Acciones	378
<b>Precio Objetivo por Acción</b>	<b>\$ 24.00</b>
Precio Actual	\$ 19.66
Dividendo Esperado	\$ 1.68
Rendimiento Total	22.1%
P/VL Objetivo	0.9x
P/U Objetivo	13.8x

Fuente: Miranda Global Research

## Análisis de Sensibilidad

Llevamos a cabo un análisis de sensibilidad del valor intrínseco estimado de los CBFIs de FHipo dependiendo de varios niveles de capital contable, utilidad neta proyectada y múltiplos. Nuestro valor intrínseco estimado de P\$24.00/CBFi implica que los certificados de FHipo cotizarán a un P/VL de 0.9 veces y a un P/U estimado de 13.8 veces.

**Análisis de Sensibilidad del Precio Objetivo (P/VL vs. Valor en Libros)**

Cap. Cont	-10%	-5%	Original	+5%	+10%
	8,790	9,252	9,739	10,226	10,737
<b>P/VL Objetivo</b>					
0.4x	10.02	10.55	11.10	11.66	12.24
<b>0.9x</b>	<b>21.66</b>	<b>22.80</b>	<b>24.00</b>	<b>25.20</b>	<b>26.46</b>
1.4x	33.29	35.04	36.89	38.73	40.67
1.9x	44.93	47.29	49.78	52.27	54.88
2.4x	56.56	59.54	62.67	65.80	69.09

Fuente: Miranda Global Research

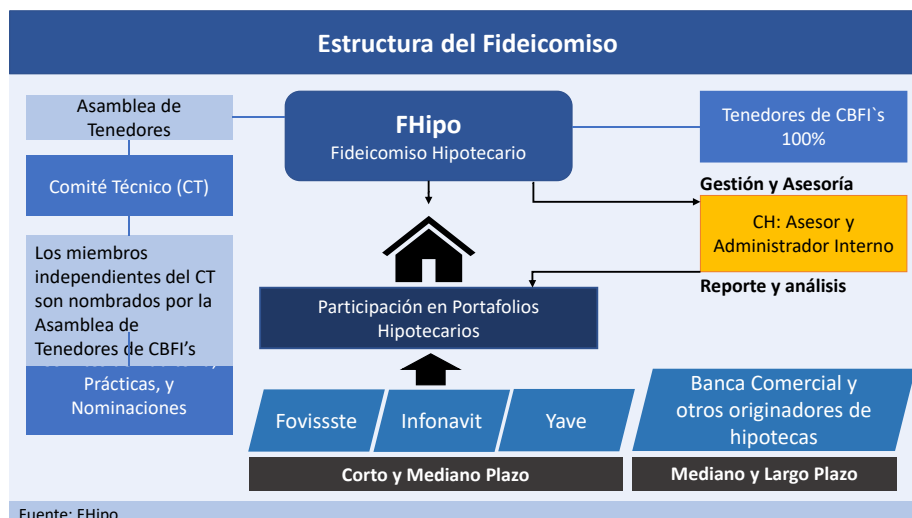
**Análisis de Sensibilidad del Precio Objetivo (P/U vs. Ut Neta)**

Ut Neta Proyectada	-10%	-5%	Original	+5%	+10%
	593	624	657	690	724
<b>P/U Objetivo</b>					
10.8x	16.95	17.84	18.78	19.72	20.71
11.8x	18.52	19.49	20.52	21.54	22.62
12.8x	20.09	21.14	22.26	23.37	24.54
<b>13.8x</b>	<b>21.66</b>	<b>22.80</b>	<b>24.00</b>	<b>25.20</b>	<b>26.46</b>
14.8x	23.23	24.45	25.73	27.02	28.37
15.8x	24.79	26.10	27.47	28.85	30.29

Fuente: Miranda Global Research

**DESCRIPCIÓN**

FHipo es el único fideicomiso hipotecario público en México. Co-participa créditos hipotecarios a través de originadores hipotecarios como el INFONAVIT, FOVISSSTE y YAVE, las cuales le permiten originar cartera hipotecaria en conjunto con estas instituciones.



Fuente: FHipo

Al 1T22, la cartera consolidada de FHipo (considerando los créditos que fueron incluidos dentro de las bursatilizaciones) incluyó 91,470 créditos hipotecarios originados en co-participación con el INFONAVIT, FOVISSSTE y YAVE, bajo los programas Infonavit Total, Infonavit Total 3.5x, Infonavit Más Crédito, Fovissste Tradicional y YAVE. La cartera hipotecaria consolidada fue de P\$26,772 millones, de la cual un 42% se encuentra en el balance, mientras que el restante 58% está bursatilizada y, por lo tanto, fuera de balance.

<b>Portafolio Consolidado (Millones de Pesos)</b>	<b>1T22</b>	<b>1T21</b>	<b>Cambio</b>
Saldo Total (Participación de Fhipo)	26,772	28,060	-4.59%
Número de Créditos	91,470	98,183	-6.84%
Saldo Co-Participado Promedio por Crédito Hipotecario	292,691	285,791	2.41%
Loan-to-Value Promedio a Originación	77.90%	77.79%	0.11%
Pago a Ingreso a Originación	24.29%	24.27%	0.02%
Portafolio Vigente	94.20%	95.07%	-0.87%
Cartera Vencida Sobre Saldo a Originación	4.96%	4.29%	0.67%
<b>Por Programa de Originación</b>	<b>1T22</b>	<b>1T21</b>	<b>Cambio</b>
<b>Infonavit Total (IT)</b>			
Saldo Cartera IT (VSM y P\$)	9,310	10,655	-12.62%
Saldo Cartera - IT VSM	4,277	5,082	-15.84%
Tasa de Interés Promedio (Real) - IT VSM	9.46%	9.48%	-0.02%
Saldo Cartera - IT Pesos	5,033	5,573	-9.69%
Tasa de Interés Promedio (Nominal) - IT Pesos	12.00%	12.00%	0.00%
<b>Infonavit Más Crédito (IMC)</b>			
Saldo Cartera	14,087	14,345	-1.80%
Tasa de Interés Promedio (Nominal) - IT Pesos	11.11%	11.04%	0.07%
<b>Fovissste</b>			
Saldo Cartera	2,584	2,617	-1.26%
Tasa de Interés Promedio (Real) - IT VSM	5.35%	5.35%	0.00%
<b>YAVE</b>			
Saldo Cartera	791	443	78.56%
Tasa de Interés Promedio (Nominal) - IT Pesos	12.48%	14.40%	-1.92%

Fuente: Fhipo

La cobranza de los créditos hipotecarios originados bajo programas del INFONAVIT y FOVISSSTE es por medio de descuento de nómina. La cobranza de los créditos hipotecarios originados a través de YAVE es principalmente por medio de domiciliación de pagos.

FHipo mantiene un portafolio diversificado en créditos hipotecarios distribuidos en los 32 estados de la República Mexicana. El Estado de México, Nuevo León y Jalisco siendo los estados con una mayor contribución, representando 12.8%, 11.2% y 6.7%, respectivamente, del portafolio total al cierre del 1T22.

### Adquisiciones de cartera hipotecaria

FHipo ha llevado a cabo, entre otras, las siguientes adquisiciones de cartera hipotecaria:

- Primera adquisición de cartera hipotecaria el 11 de noviembre de 2014 por medio de un contrato de cesión con el INFONAVIT por un monto inicial de P\$8 mil millones;
- El 13 de julio de 2015, FHipo participó por primera vez en una subasta del programa “Infonavit Más Crédito”. Le fueron asignados P\$6 mil millones a una tasa de interés fija de 10.8%;
- El 3 de junio de 2016, FHipo llevó a cabo una adquisición con el FOVISSSTE mediante la cual este instituto le cedió los derechos fideicomisarios sobre 7,144 créditos FOVISSSTE a FHipo a cambio de un pago de P\$2,999.6 millones
- El 18 de mayo de 2017, FHipo participó por segunda ocasión en la subasta del programa “Infonavit Más Crédito”. Le fueron asignados P\$6 mil millones a una tasa fija de 10.9%;
- El 11 de junio de 2019, FHipo participó por tercera ocasión en la subasta del programa “Infonavit Más Crédito”. Le fueron asignados P\$2 mil millones a una tasa fija de 11.9%;

### Bursatilizaciones

Con la finalidad de alargar su perfil de vencimientos y de mejorar su estructura de fondeo, FHipo ha llevado a cabo varias bursatilizaciones desde su fundación. Al cierre del 1T22, las bursatilizaciones ascendieron a P\$12,331 millones de las cuales el 35% cuenta con una tasa en UDIs referenciada a la inflación y el resto es a tasa en pesos. Los beneficios por recibir de FHipo, representando la constancia de capital, de estas bursatilizaciones ascendieron a P\$3,981 millones al cierre del 1T22. Todas las bursatilizaciones han contado con Aforos iniciales interesantes, lo cual le ha permitido a FHipo reducir la tasa de interés, y alargar el perfil de vencimientos de forma considerable.

FHipo ha llevado a cabo las siguientes bursatilizaciones:

- CDVITOT 15U. En 2015, FHipo realizó la emisión de los CBFs CDVITOT 15U y CDVITOT 15-2U en conjunto con el INFONAVIT. El pago de capital e intereses está respaldado por créditos co-participados por FHipo y el INFONAVIT. FHipo recibió P\$2,387.9 millones por el tramo preferente y P\$214.2 millones por el tramo subordinado. El primero paga una tasa de interés de 2.80% en UDIs, mientras que el segundo una tasa de 4.12% en UDIs. La emisión CDVITOT 15U se encuentra vigente.
- CDVITOT 13U, 13-2U, 14U y 14-2U. En 2017, FHipo adquirió dos constancias subordinadas por P\$877.0 millones, las cuales representaron el 34.4% y el 48.3%, respectivamente, del remanente de las bursatilizaciones del INFONAVIT CDVITOT 13U y CDVITOT 14U. La cartera que respalda estas bursatilizaciones corresponde a créditos originados bajo el programa Infonavit Total VSM. Las emisiones 13U y 14U se encuentran vigentes.
- FHIPOCB 17U. El 5 de julio de 2017, FHipo estructuró una nueva clase de activo en el mercado local al incorporar portafolios del INFONAVIT y del FOVISSSTE. Realizó la emisión de su primera bursatilización FHIPOCB 17U por un total de P\$3,362.8 millones con tasa de interés de 4.13% en UDIs. La emisión FHIPOCB 17U se encuentra vigente y con calificación AAA.

- FHIPOCB 20. El 15 de diciembre de 2020, FHipo llevó a cabo la primera bursatilización FHIPOCB 20, al amparo de un programa de bursatilizaciones hasta por P\$10,000 millones. Esta emisión fue por un monto de P\$2,500 millones y a una tasa de interés de 6.73% fija en pesos. La emisión FHIPOCB 20 se encuentra vigente y con calificación AAA.
- FHIPOCB 21. El 4 de junio de 2021, FHipo emitió la segunda bursatilización de cartera hipotecaria con clave de pizarra FHIPOCB 21, al amparo del programa hasta por P\$10,000 millones. El monto colocado fue de P\$2,500 millones, con una tasa fija de 8.06% en pesos. La emisión FHIPOCB 21 se encuentra vigente y con calificación AAA.
- FHIPOCB 21-2. El 11 de octubre de 2021, FHipo realizó la tercera bursatilización (parte del programa por P\$10,000 millones) con clave de pizarra FHIPOCB 21-2 por un total de P\$3,000 millones y una tasa fija de 8.96% en pesos. La emisión FHIPOCB 21-2 se encuentra vigente y con calificación AAA.
- FHIPOCB 21-3. El 13 de diciembre de 2021, FHipo realizó la cuarta bursatilización (del programa por P\$10,000 millones) con clave de pizarra FHIPOCB 21-3 por un total de P\$750 millones y una tasa fija de 8.37% en pesos. La emisión FHIPOCB 21-3 se encuentra vigente y con calificación AAA.

Las bursatilizaciones distribuyen al tenedor de la constancia (FHipo), todo el margen (utilidad neta) de la emisión. FHipo registra dicha utilidad dentro de la Valuación de Beneficios por Recibir en Operaciones de Bursatilización y, por lo tanto, si distribuye sobre portafolio bursatilizado.

### **Datos de los Certificados**

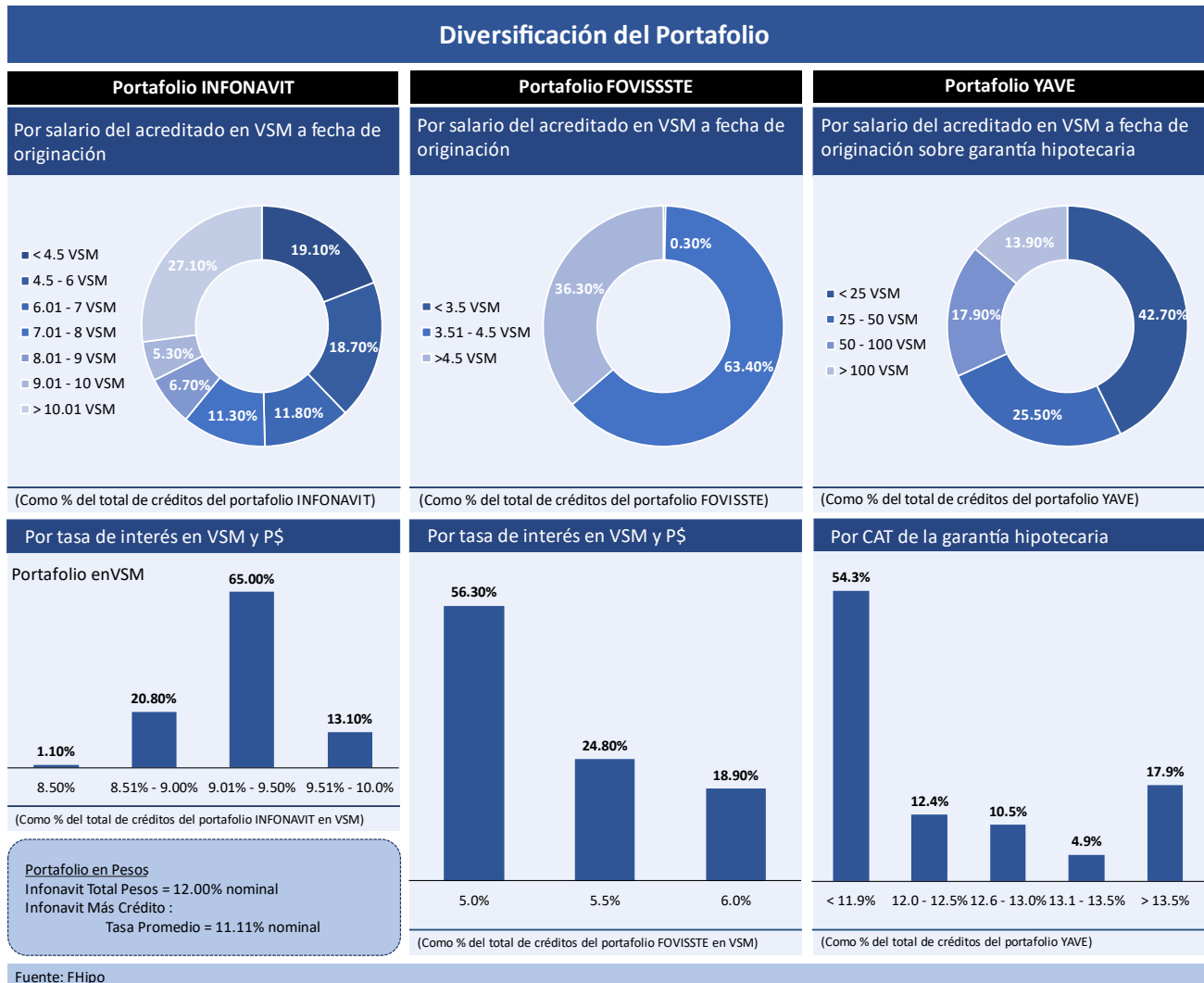
FHipo llevó a cabo su Oferta Pública Inicial (“IPO” por sus siglas en inglés) el 4 de noviembre de 2014. Emitió 345 millones de CBFIs a un precio de P\$25.00 cada uno. El 19 de abril de 2016, llevó a cabo una oferta pública subsecuente de 124 millones de CBFIs a un precio de P\$25.0/CBFI. El 23 de marzo de 2020 llevó a cabo la internalización de su administración por lo cual suscribió 50 millones de CBFIs a favor del administrador.

FHipo ha recomprado 134,134,741 CBFIs desde 2017, los cuales ya fueron cancelados. Considerando lo anterior, el número de títulos en circulación es de 385,380,259 a la fecha del presente reporte. Los certificados flotantes (“float” en inglés), representan el 100% de los certificados en circulación.

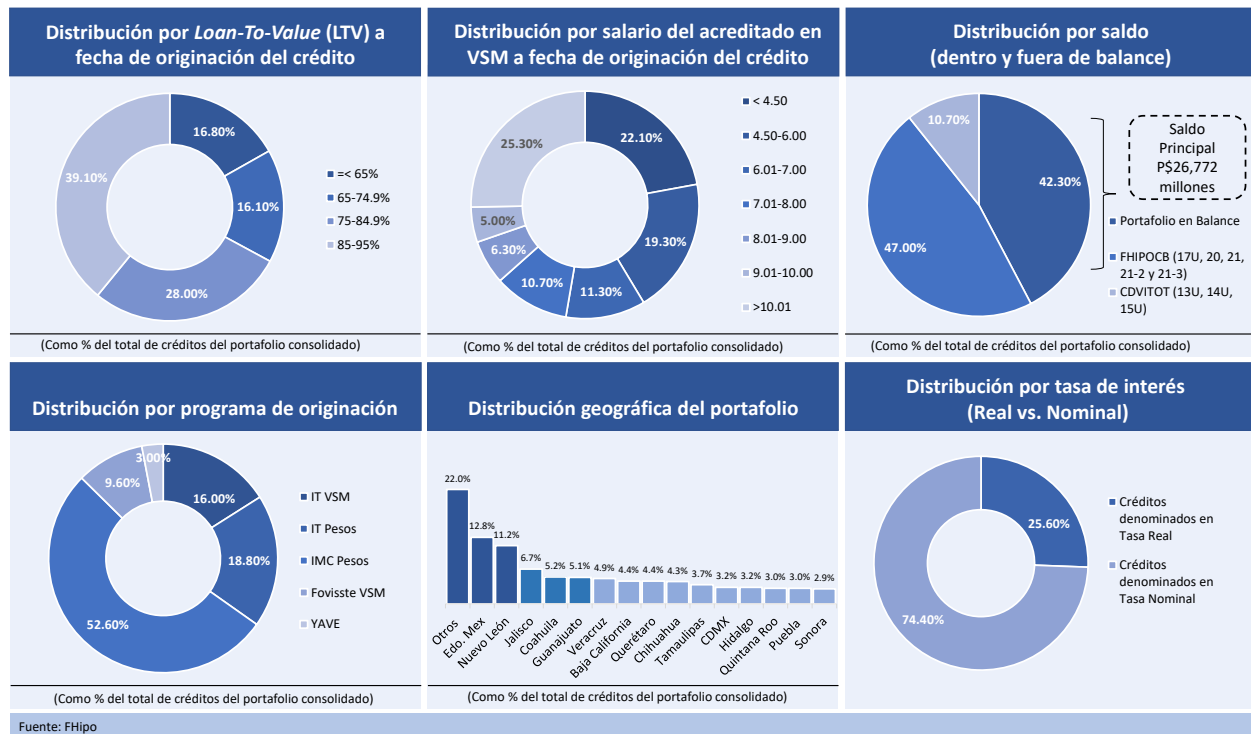
### **RESULTADOS DEL 1T22**

#### **Portafolio / Calidad de activos**

La cartera consolidada de FHipo (incluyendo derechos fideicomisarios bursatilizados) fue de P\$26,772 millones al cierre del 1T22, con una reducción del 4.6% AsA, debido al proceso natural de vencimiento del portafolio. La razón de cartera vencida a cartera consolidada fue de 5.80% en el 1T22, ligeramente superior a la de 5.30% en el 4T21 y 4.93% en el 1T21. La razón de cartera vencida a portafolio consolidado de originación se ubicó en 4.96%, marginalmente superior a la de 4.29% del 1T21.



Fuente: FHipo



Fuente: FHipo

### Margen Financiero / Provisiones

Los ingresos por intereses totales disminuyeron 36.8% AsA a consecuencia del vencimiento gradual de la cartera crediticia y de las bursatilizaciones realizadas en 2020 y 2021. Los intereses pagados se redujeron 48.2% AsA, lo cual se atribuyó a los pagos parciales de préstamos bancarios como resultado de las bursatilizaciones que el fideicomiso llevó a cabo. Considerando los efectos antes mencionados, el margen financiero reflejó una disminución del 24.9% AsA. Sin embargo, representó 58.2% de los ingresos por intereses en el 1T22, comparado con el 49.0% en el 1T21. Además, el MIN subió a 6.8% en el 1T22, desde 4.9% del 1T21.

Las provisiones cayeron 78.5% AsA debido a la mejor situación macroeconómica que ayudó a mejorar el perfil de riesgo de los acreditados. Esto hizo que el margen financiero ajustado por riesgos crediticios bajara 6.3% AsA.

La valuación de los beneficios por recibir de las bursatilizaciones aumentó 7.5% AsA. Se calcula con base en el valor razonable de las constancias fiduciarias con un enfoque de utilidad. El incremento se debió principalmente al reconocimiento del margen financiero de las bursatilizaciones que FHipo llevó a cabo durante 2021 y al reconocimiento de la inflación en el portafolio bursatilizado que está denominado en Veces Salarios Mínimos. Lo anterior, debido principalmente a los efectos contables por las bursatilizaciones realizadas, ya que la utilidad neta de dichas bursatilizaciones se registra en la Valuación de Beneficios por Recibir en Operaciones de Bursatilización. El total de ingresos netos se contrajeron 2.0% AsA a P\$267.7 millones.

Los gastos de administración presentaron una caída del 24.2% AsA. Esto se tradujo en una razón de gastos a ingresos brutos de 17.9% en el 1T22, comparado con 16.4% del 1T21.

#### **Utilidad neta / Distribución**

FHipo registró una utilidad neta de P\$191.9 millones en el 1T22, con un incremento del 10.1% comparado con la utilidad neta reportada en el 1T21. El ROE se situó en 8.1%, desde 7.3% del año previo. La utilidad neta por CBFi fue de P\$0.495, lo cual resultó en una distribución estimada de P\$0.470 por CBFi, comparado con P\$0.406 del 1T21.

#### **Valor en libros por CBFi**

El patrimonio total disminuyó marginalmente a P\$9,914.1 millones. El valor en libros por CBFi fue de P\$25.57 al cierre del 1T22.

#### **Estructura financiera**

El apalancamiento de FHipo se redujo con una razón de deuda a capital en balance de 0.7 veces al cierre del 1T22, a partir de 1.3 veces del mismo periodo del año anterior. Esto se debió principalmente al pago de líneas de crédito y la amortización programada de bonos a largo plazo con recursos obtenidos de las bursatilizaciones que FHipo llevó a cabo durante 2021 por un monto acumulado de P\$6,250 millones. La deuda en balance se redujo 46.0% debido a la amortización de pasivos bursátiles y préstamos bancarios.

Fuentes de Fondo						
Fuente de Fondo	Tipo de Fondo	Tasa/Bono de Referencia	Margen	Monto Máximo	Monto Dispuesto	Vencimiento Legal
CDVITOT 13U		3.46% (real)	-	-	\$ 585	2041
CDVITOT 14U		2.49% (real)	-	-	\$ 397	2042
CDVITOT 15U		2.90% (real)	-	-	\$ 1,050	2043
FHIPOCB 17U	Bursatilizaciones	4.13% (real)	-	-	\$ 2,249	2047
FHIPOCB20		6.73% (nominal)	-	-	\$ 2,077	2050
FHIPOCB 21		8.06% (nominal)	-	-	\$ 2,339	2051
FHIPOCB 21-2		8.96% (nominal)	-	-	\$ 2,901	2051
FHIPOCB21-3		8.37% (nominal)	-	-	\$ 733	2051
FHIPO 00321	Deuda a corto Plazo	TIEE 28	+74 pbs	-	\$100	Agosto 2022
FHIPO 00421		TIEE 28	+71 pbs	-	\$100	Septiembre 2022
FHIPO 00521		TIEE 28	+60 pbs	-	\$ 100	Abril 2022
FHIPO 00621		TIEE 28	+65 pbs	-	\$ 100	Noviembre 2022
FHIPO 00122		TIEE 28	+65 pbs	-	\$ 100	Febrero 2023
FHIPO 00222		TIEE 28	+60 pbs	-	\$ 100	Marzo 2023
IFC 1	Línea de Almacenamiento (Revolvente)	TIEE 28	+135 pbs	\$1,350	\$ 1,350	2028
HSBC		TIEE 28	+135 pbs	\$5,000	\$ 3,355	2053
IFC 2		TIEE 28	+188 pbs	\$1,250	\$ 670	2028
Banorte		TIEE 28	+135 pbs	\$2,000	\$850	2055

Fuente: FHipo, MGR | (millones)

## PRINCIPALES RIESGOS

**Volatilidad macroeconómica.** El desempleo podría aumentar con una recesión macroeconómica. El INFONAVIT otorga prórrogas de pago a sus derechohabientes cuando éstos pierden su trabajo.

**Cambio en la disponibilidad de crédito hipotecario del INFONAVIT o del FOVISSSTE.** Sin embargo, estas instituciones han apoyado al sector de vivienda de manera importante en el pasado, por lo cual creemos que seguirán proporcionando un monto creciente de créditos hipotecarios en el futuro.

**Cambios en las condiciones del portafolio de crédito existente de FHipo.** Un porcentaje del portafolio de créditos hipotecarios de FHipo está denominado en VSM (veces salarios mínimos). El salario mínimo ha subido de manera significativa en el pasado. Un cambio en la base del cálculo de estos créditos podría afectar la generación de intereses ganados de FHipo en el futuro.

**Falta de crecimiento por medio de adquisiciones de portafolios hipotecarios.** Si FHipo no adquiriera nuevos portafolios de crédito, su portafolio existente iría amortizando gradualmente, reduciendo el monto de las distribuciones que el fideicomiso lleve a cabo. Esto podría suceder si el INFONAVIT o el FOVISSSTE no llevaran a cabo nuevas subastas de créditos o si FHipo no encontrara financiamiento adicional a tasas atractivas.

**Cambios en el equipo administrativo de FHipo.** Creemos que un cambio en los principales funcionarios, principalmente el Director General y/o el Director de Finanzas, podría tener un efecto negativo en el precio de los certificados de FHipo debido a su amplio conocimiento del sector y sólida trayectoria de creación de valor para los accionistas.

**Mediana bursatilidad** de los certificados de FHipo con un importe promedio operado diario de P\$1.2 millones durante los últimos seis meses.

**PROYECCIONES FINANCIERAS**

(Cifras en Millones de Pesos)

<b>Estado de Resultados</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Intereses sobre créditos hipotecarios	1,686.5	1,225.9	1,163.0	1,104.7	1,050.1	999.0	951.0
Intereses de inversiones en valores	56.4	78.5	88.5	93.9	99.7	105.8	112.3
Total ingresos por intereses	1,742.9	1,304.5	1,251.5	1,198.6	1,149.8	1,104.8	1,063.3
Gasto por intereses	-908.7	-578.7	-538.9	-479.9	-425.8	-376.1	-331.1
Margen financiero	834.3	725.7	712.6	718.7	724.0	728.7	732.2
(-) Estimación para créditos incobrables	-168.5	-95.0	-87.6	-82.2	-77.0	-72.2	-67.7
Margen financiero ajustado por riesgos crediticios	665.8	630.7	624.9	636.5	647.0	656.4	664.5
Valuación de beneficios por recibir en operaciones de bur:	438.7	354.8	346.1	338.0	330.6	323.9	317.7
Otros ingresos	1.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Total ingresos, Neto	1,105.6	987.5	973.0	976.6	979.7	982.3	984.2
Comisiones por administración y cobranza	-125.2	-90.6	-84.9	-79.6	-74.7	-70.0	-65.6
Otros gastos de administración & Otros gastos	-215.1	-217.5	-229.4	-242.1	-255.4	-269.4	-284.2
Total gastos de administración	-340.3	-308.1	-314.4	-321.7	-330.0	-339.4	-349.8
Resultado antes de impuestos a la utilidad	765.3	679.5	658.7	654.9	649.7	642.9	634.4
Impuestos	-1.4	-2.7	-2.6	-2.6	-2.6	-2.5	-2.5
Utilidad neta	763.9	676.8	656.1	652.3	647.1	640.4	631.9
Otros resultados integrales	303.1	188.4	188.4	188.4	188.4	188.4	188.4
Total resultado integral	1,067.0	865.2	844.4	840.7	835.5	828.8	820.3
CBFI's	387.7	377.7	377.7	377.7	377.7	377.7	377.7
UPCBFI	1.932	1.773	1.737	1.727	1.713	1.695	1.673
Distribución	725.9	642.9	623.3	619.7	614.7	608.4	600.3
Distribución por CBFI	1.836	1.684	1.650	1.641	1.627	1.611	1.589
Distribución / Ut neta	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
<b>Balance General</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Efectivo y equivalentes de efectivo	692.3	1,409.0	1,495.4	1,587.2	1,684.6	1,787.9	1,897.7
Cartera de crédito, neta	11,133.4	10,545.1	10,011.2	9,513.5	9,046.8	8,609.3	8,199.2
Derechos de cobro, netos	101.7	95.9	90.3	85.0	80.0	75.3	70.9
Créditos clasificados como mantenidos para la venta	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activos cedidos al fideicomiso emisor correspondiente	4,088.6	3,802.0	3,564.5	3,341.7	3,133.0	2,937.2	2,753.7
Cuentas por cobrar y otros activos	263.9	620.5	651.5	684.1	718.3	754.2	791.9
Activos fijo, neto	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Instrumentos financieros derivados	34.9	73.2	73.2	73.2	73.2	73.2	73.2
Activos totales	16,316.0	16,546.5	15,886.9	15,285.5	14,736.7	14,238.0	13,787.4
Cuentas por pagar y gastos acumulados	199.3	393.6	393.6	393.6	393.6	393.6	393.6
Pasivos bursátiles	587.4	599.2	599.2	599.2	599.2	599.2	599.2
Préstamos	5,741.6	5,815.4	5,123.0	4,489.0	3,907.8	3,377.2	2,894.9
Instrumentos financieros derivados	8.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total pasivos	6,537.1	6,808.1	6,115.8	5,481.8	4,900.6	4,369.9	3,887.7
Deuda total	6,329.1	6,414.6	5,722.2	5,088.2	4,507.0	3,976.4	3,494.1
Total patrimonio	9,778.8	9,738.3	9,771.1	9,803.7	9,836.1	9,868.1	9,899.7

Fuente: Miranda Global Research

## DISCLAIMER

El presente reporte fue elaborado por Miranda Global Research (“Miranda GR”) para Vector, Casa de Bolsa, S.A. de C.V. 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 la presente recomendación 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, o el éxito de las estrategias propuestas en el presente documento.

La información contenida en este reporte 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 ni el éxito de las estrategias planteadas.

Este reporte fue 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) de daño o perjuicio alguno derivado de o relacionado con el uso de este reporte o su contenido, o que 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 la misma.

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

Miranda GR recibe honorarios por parte de Fideicomiso Hipotecario, por servicios de analista independiente. Las empresas o Fibras bajo coberturas no tendrán oportunidad de influir en las recomendaciones, proyecciones o valor intrínseco que Miranda GR establezca en sus reportes.