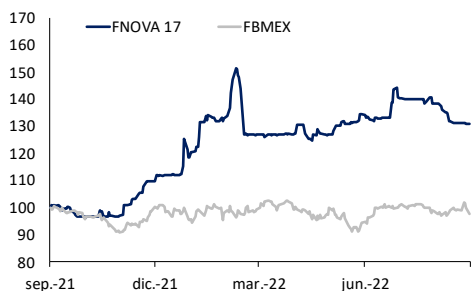


FNOVA: Inicio de Cobertura

Fibra industrial de alto crecimiento

FNOVA 17	MANTENER
Precio objetivo (P\$)	\$ 34.00
Dividendo Esperado	\$ 2.21
Precio Actual (P\$)	\$ 29.76
Min / Máx (12 M)	\$ 21.97 - 34.47
Rend. Esperado	21.7%
Valor de Mercado (Mill. de P\$)	9,992
CBFI's en Circulación	335.7
CBFI's Flotantes	25.3%



TESIS DE INVERSIÓN

Estamos iniciando cobertura en FIBRA NOVA ("FNOVA") con una recomendación de MANTENER y precio objetivo de P\$34.0/CBFI.

Atractivo portafolio. El portafolio de FNOVA incluye 110 propiedades con más de 527 mil M2 de Área Bruta Rentable ("ABR"), principalmente en el segmento industrial, con contratos de largo plazo, clientes importantes y una ocupación del 100%. Además, la Fibra tiene en construcción otros 111 mil M2 y cuenta con 812 mil M2 de reserva territorial para el desarrollo de nuevos proyectos.

Gobierno corporativo / administración. El Comité Técnico de FNOVA está formado por 7 miembros de los cuales 4 son independientes. La Fibra es administrada internamente por Administradora Fibra Norte S.C. la cual no cobra ninguna comisión. El equipo ejecutivo cuenta con una trayectoria de más de 20 años en el sector de bienes raíces y ha hecho crecer el ABR, los ingresos, y el NOI a una tasa anual promedio del 19.1%, 44.1% y 44.1%, respectivamente, durante el periodo 2017-2022.

Alto potencial de crecimiento potencial. Esperamos que los ingresos, NOI y FFO se incrementen a una tasa anual promedio del 15.9%, 15.9% y 17.4%, respectivamente en el periodo 2022-2027, lo cual incluye una expansión en el ABR a más de 628 mil M2 con una ocupación del 100%.

Altas distribuciones. FNOVA históricamente ha distribuido dividendos con un rendimiento del 8.6%. Esperamos que la Fibra siga llevando a cabo distribuciones con una tasa por lo menos similar en el futuro.

Regina González

+5255-1391-3180

regina.gonzalez@miranda-gr.com

Martin Lara

+5255-6413-8563

martin.lara@miranda-gr.com

Septiembre 27, 2022

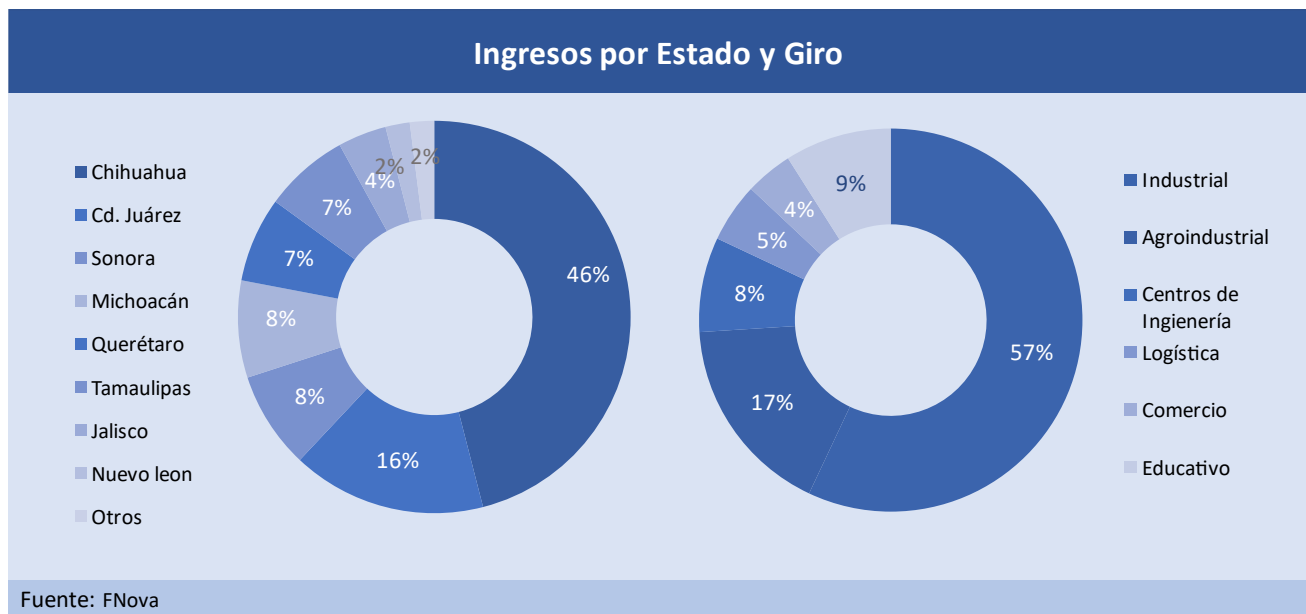
Valuación. Consideramos que los certificados de FNOVA están bien valuados a los niveles actuales ya que cotizan a un Cap Rate implícito de 5.5% y a Precio / Activos netos (P/NAV por sus siglas en inglés) de 1.34 veces, los cuales se comparan contra los promedios de 7.8% y 0.68 veces del sector mexicano de fibras.

Precio objetivo. Establecimos un precio objetivo de P\$34.00/CBFI por medio de un modelo de flujos descontados que incluye las siguientes variables: i) tasa de descuento (“WACC” por sus siglas en inglés) del 10.9%; y, ii) una tasa de crecimiento a perpetuidad de 4.0% en términos nominales. Utilizamos una Beta de 1.26 contra el FBMEEX que calculamos a partir de la Beta promedio del sector mexicano de Fibras (desapalancada y re-apalancada con la estructura financiera de FNOVA). Esta Beta es más conservadora que la Beta original de 0.054 de la Fibra y refleja nuestra expectativa de que los CBFI’s de FNOVA tendrán un rendimiento similar al del FBMEEX.

Los principales riesgos incluyen: i) volatilidad macroeconómica; ii) cambios en el equipo administrativo; iii) concentración de principales clientes; y, iv) baja liquidez de los CBFI’s.

PRINCIPALES VENTAJAS DE FNOVA

Atractivo portafolio de bienes raíces. FNOVA cuenta con un portafolio de 110 propiedades con un ABR de más de 527 mil M2 al cierre del 2T22. Este portafolio está localizado estratégicamente en los estados del norte y centro del país, los cuales cuentan con un alto potencial de crecimiento.



Atractivo portafolio/Diversificación Geográfica. El portafolio de FNOVA se encuentra diversificado en distintas áreas de la república. El estado que aporta el mayor porcentaje de ingresos es Chihuahua con 62%. Michoacán y Sonora representan 8% cada uno, Querétaro y Tamaulipas 7% cada uno, Jalisco 4% y Nuevo León 2%. Además, el 57% de los ingresos de FNOVA provienen del segmento industrial, el cual cuenta con un alto potencial de crecimiento por la cercanía entre México y EE.U.U. y el efecto de “Nearshoring” (acercar las plantas productivas al mercado final).

Diversificación geográfica de los ingresos

Portafolio	Propiedades	ABR (m2)	Renta Anualizada	% Ingresos	Renta anualizada en USD	Ocupación	Vigencia Contratos
Chihuahua	28	149,275	321	29%	16	100%	13.6
Ciudad Juárez	18	143,120	174	16%	9	100%	6.7
Michoacán	1	42,596	94	9%	5	100%	5.3
Sonora	14	54,333	86	8%	4	100%	9.1
Querétaro	5	23,174	75	7%	4	100%	6.9
Tamaulipas	6	49,439	74	7%	4	100%	8.2
Jalisco	3	26,630	42	4%	2	100%	5.8
Nuevo León	3	17,680	26	2%	1	100%	4.4
Otros	30	21,458	29	3%	1	100%	5
Total	108	527,704	921	83%	45	100%	6.5
Chihuahua Agro	2	1,653	185	16%	9	100%	13.9
Total	110		1,107	100%	54	100%	7.7

(Cifras en millones de pesos y millones de dólares)

Fuente: FNOVA

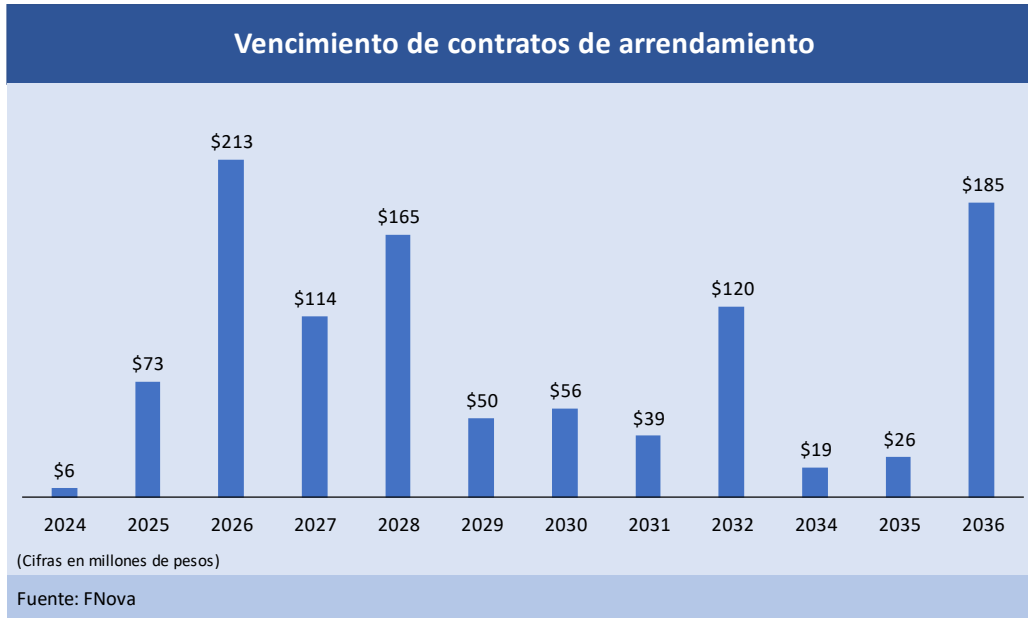
Clientes relevantes/Contratos de largo plazo. Los clientes más importantes de FNOVA incluyen a BAFAR, Laureate, Visteon, Black & Decker, Essilor, Masterbrand, Lear, y BWI, entre otros. Los contratos de FNOVA son de largo plazo y cuentan con una duración promedio de 7.8 años.

Desglose de ingresos por cliente

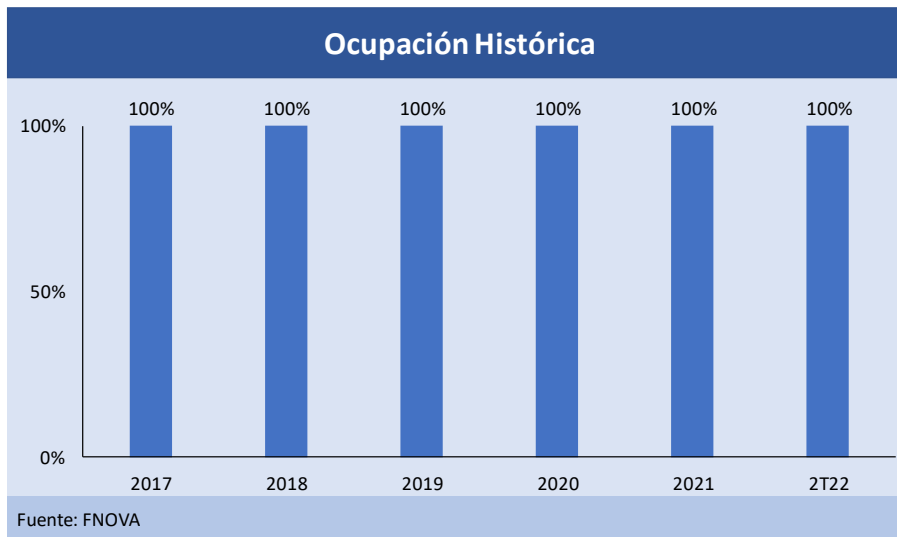
Portafolio	Propiedades	ABR (m2)	Renta Anualizada	% Ingresos	Renta Anualizada USD	Ocupación	Vigencia de contratos
Grupo Bafar - Alimentos	74	114,939	231.58	20%	11.30	100%	5.2
Grupo Bafar - Agroindustrial	2	16,533,500	185.42	17%	9.04	100%	13.9
Grupo Bafar - Otros negocios	2	7,053	55.45	5%	2.70	100%	5.8
Laureate	3	43,082	105.16	10%	5.13	100%	5.5
Visteon	6	51,388	102.50	10%	5.00	100%	7.1
Black&Decker	1	46,392	75.85	7%	3.70	100%	9.6
Essilor	1	24,048	40.91	4%	2.00	100%	10.5
BWI	2	16,950	26.62	2%	1.30	100%	9.6
Masterbrand	1	26,174	39.00	3%	1.90	100%	10.2
Lear	1	22,584	33.93	3%	1.66	100%	9.3
Electrolux	1	17,826	25.57	2%	1.25	100%	13.5
Legget & Platt	1	31,311	29.57	3%	1.44	100%	5.1
RR Donnelly	1	15,055	18.90	2%	0.92	100%	4.7
Tecma	1	15,176	19.01	2%	0.93	100%	6.5
FireFox	1	12,211	17.47	2%	0.85	100%	2.6
Veritiv	1	15,157	14.70	1%	0.72	100%	2.6
Otros	11	68,357	85.18	8%	4.15	100%	4.1
Total	110	17,061,203	1,106.80	100%	53.98	100%	7.8

(Cifras en millones de pesos y dólares)

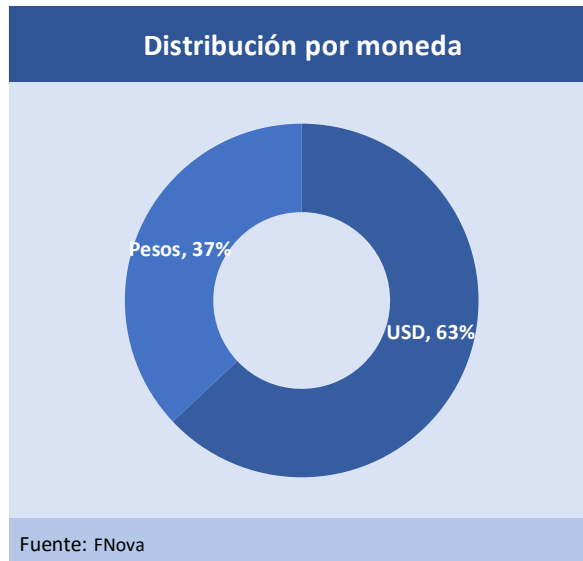
Fuente: FNOVA



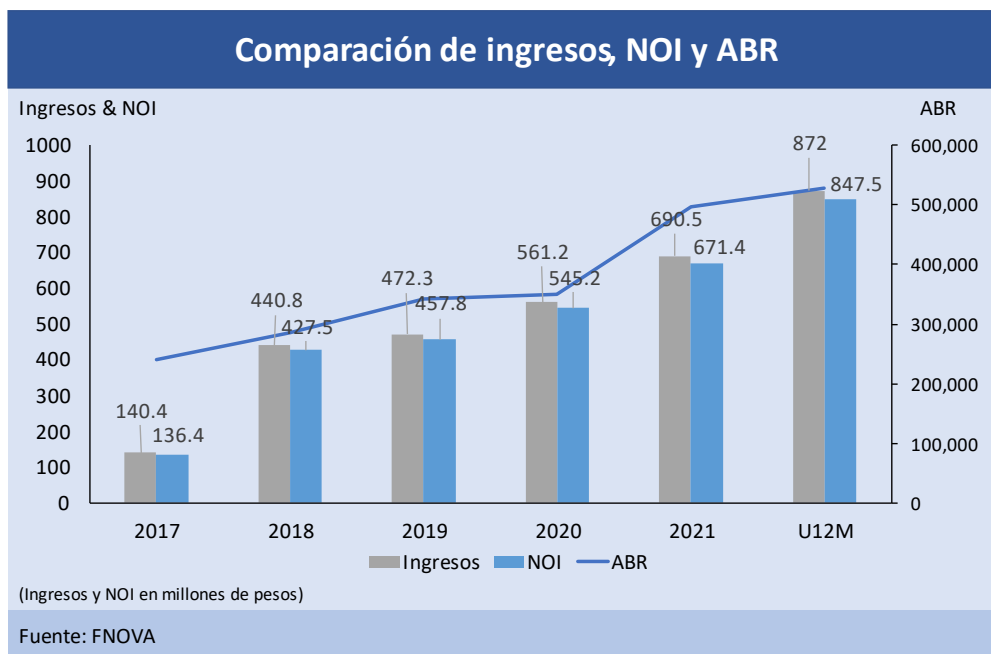
Alta ocupación histórica. Desde la oferta pública inicial en 2017, el portafolio de FNOVA ha registrado una ocupación del 100%. Esperamos que se mantenga en un nivel alto en el futuro previsible tomando en cuenta los contratos existentes.



Ingresos dolarizados. El 63% de los ingresos de FNOVA está dolarizado, lo cual puede representar un beneficio cuando el peso mexicano se debilita.



Experimentada administración/ Atractivo crecimiento histórico. El equipo ejecutivo de FNOVA cuenta con más de 20 años de experiencia combinada en el sector de bienes raíces. Como muestra de esto, el ABR, los ingresos, y el NOI ha crecido a una tasa anual promedio del 19.4%, 44.1% y 44.1%, respectivamente, en el periodo 2017-2T22.



Sólido Gobierno Corporativo / Comité Técnico

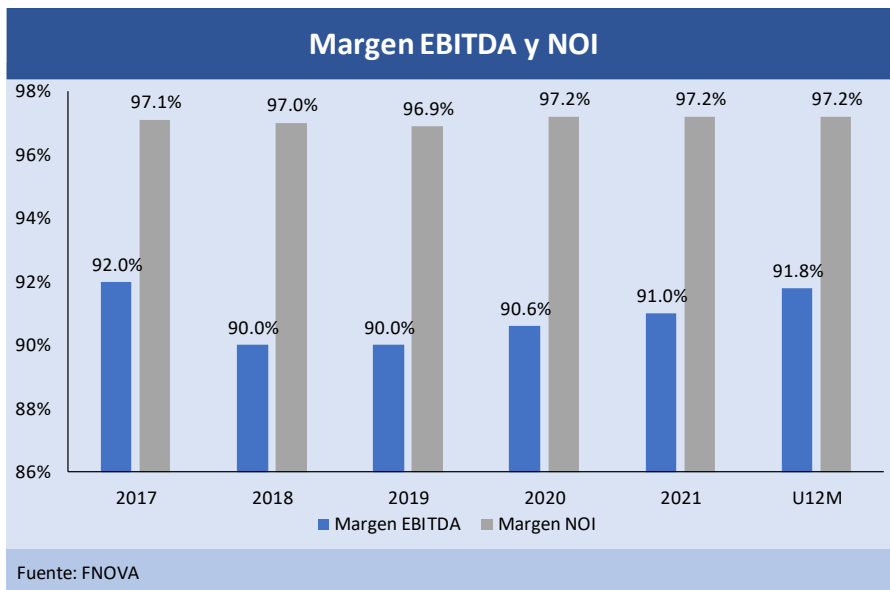
FNOVA es administrada internamente por Administradora Fibra Norte S.C. la cual no cobra ninguna comisión. El Comité Técnico está formado por 7 consejeros, de los cuales 4 son independientes. Además, la Fibra cuenta con un Comité de Auditoría y un Consejo de Prácticas Societarias que en ambos casos incluyen a 3 consejeros independientes.

Comité Técnico		
Nombre	Cargo	Suplente
Oscar Eugenio Baeza Fares	Presidente	Luis Eduardo Ramírez herrera
Guillermo Enrique Baeza Fares	Vocal	José María Muzquiz barrera
Herminio Padruno Santos	Independiente	Ana Elisa Pumarejo Hinojosa
Ricardo Dávila Quiñones	Independiente	Armando Antonio Janzen hermandez
Luis Enrique Terrazas Seyffet	Vocal	Aaron Abdiel Grijalva Molinar
Carlos Ignacio Enriquez Terrazas	Independiente	Rosa Isela Morales Fong
Jacob Burroughs	Independiente	Erika Horn Miranda
Fuente: FNOVA		

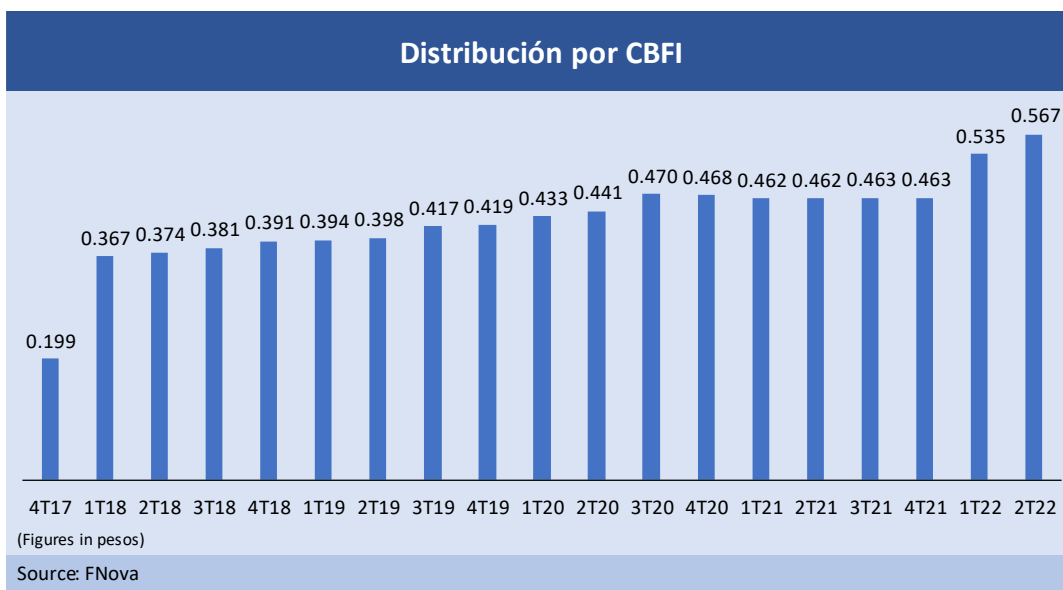
Los principales funcionarios de FNOVA son los siguientes:

- Guillermo de Jesús Medrano Aralejo, Director General. Es Contador Público egresado del Instituto Tecnológico y Estudios Superiores de Monterrey (ITESM) con Maestría en Administración de empresas y estudios de Alta Dirección por parte del Instituto Panamericano de Alta Dirección de Empresas (IPADE). Cuenta con más de 16 años de experiencia en el sector inmobiliario y 10 en el sector industrial. Fue Director General de Grupo Intermex Parques Industriales y desempeñó importantes posiciones en Grupo Chihuahua.
- Lorena Martínez Molina, Directora de Estructuración y Operaciones. Contadora Pública por parte de la Universidad Autónoma de Chihuahua y cuenta con maestría en Fiscal. Cuenta con más de 15 años de experiencia en el sector inmobiliario, desempeñando posiciones como Directora de Finanzas en Grupo Intermex Parques Industriales. Fue Directora de Operaciones de la división inmobiliaria de Grupo Bafar.
- Gilberto Delgado López, Director Inmobiliario. Licenciado en Administración Financiera por parte del Instituto Tecnológico y Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), con maestría en Finanzas por parte de la Universidad Autónoma de Chihuahua. Cuenta con más de 15 años de experiencia en el sector inmobiliario, desempeñándose como Asset Manager en Intermex Parques Industriales.
- Luis Carlos Piñón Reza, Director de Finanzas y Administración. Contador Público con maestría en Impuestos y actualmente cursando el doctorado en administración. Cuenta con más de 13 años de experiencia en posiciones de gerencia y de alta dirección en administración y finanzas.

Altos Márgenes. FNOVA ha registrado altos márgenes de EBITDA y NOI desde su oferta pública inicial en 2017. El margen EBITDA ha sido superior al 90% y el margen NOI ha promediado 97%.



Pago de Dividendos. FNOVA históricamente ha pagado dividendos con un rendimiento del 8.6%. Esperamos que la Fibra siga pagando dividendos con una tasa por lo menos similar. La última distribución que la Fibra llevó a cabo fue por un monto de P\$190.6 millones (P\$0.568 por CBFi) el pasado 5 de mayo de 2022.



LA INDUSTRIA MEXICANA DE FIBRAS

Fibras tradicionales (dividendos inmediatos)

En México existen dos tipos de Fibras, las tradicionales y las no tradicionales. Las Fibras tradicionales normalmente adquieren propiedades totalmente terminadas y estabilizadas (centros comerciales, edificios de oficinas, naves industriales u hoteles, entre otros) con la finalidad de repartir dividendos inmediatamente a los tenedores de sus CBFI's. La mayor parte de las Fibras del país (como FNOVA, Funo, Fibra Prologis, Terrafina, Fibra MacQuarie, Fibra Danhos, FMTY, Fibra Inn, Fibra Storage) se encuentra dentro de este grupo.

La principal ventaja de estas Fibras es que reparten dividendos de las propiedades adquiridas de manera inmediata. El potencial de crecimiento de largo plazo de los ingresos de este tipo de Fibras depende de las adquisiciones y del aumento de las rentas, que normalmente está en línea con la inflación o con la depreciación del tipo de cambio. Algunas de las Fibras tradicionales desarrollan propiedades internamente (FNOVA, Funo, Storage) lo cual puede acelerar su potencial de crecimiento.

Fibras no tradicionales (plusvalía + dividendos en el mediano plazo)

El segundo grupo incluye a las Fibras que construyen propiedades desde cero, las rentan y después de un periodo razonable reparten dividendos a sus tenedores. También pueden vender estas propiedades con una ganancia significativa. Fibra Upsite y Fibra Plus forman parte de este grupo. Su principal ventaja es que generan una plusvalía que pueden ser muy interesante (25-30% adicional al precio del terreno + construcción) y que comparten con sus tenedores. No reparten dividendos inmediatamente, sino hasta que la propiedad está terminada y estabilizada, lo cual puede tardar entre 1-1.5 años.

Gobierno corporativo / Internalización de la administración

Existen dos factores muy importantes en la operación de todas las Fibras, su gobierno corporativo y su administración. El gobierno corporativo incluye la estructura del Comité Técnico (principalmente el número de miembros independientes que formen parte de éste), así como los diferentes comités. Con respecto a la administración, la mayor parte de las Fibras, como FNOVA, cuentan con una administración interna que reduce los gastos administrativos. Las comisiones deben ser lo más bajo posible, para que las Fibras pueden repartir el mayor monto de dividendos a sus tenedores.

En la siguiente tabla podemos ver las principales características operativas de las Fibras:

	Fibra Nova	Fibra Inn	Terrafina	Fibra Prologis	Fibra Hotel
Administración / Asesoría	Interna	Interna	Interna	Externa	Interna
Miembros del Comité Técnico	7	9	8	8	10
Miembros Independientes	57%	56%	75%	63%	40%
% de mujeres en el Comité Técnico	0%	11%	14%	25%	10%
Comisión de Administración	Gastos netos del administrador	NO	0.5% del valor bruto de los activos inmobiliarios	0.75% del valor de avalúo 3% de ingresos	1.0% del valor en libros neto de deuda
Comisión de Adquisición	NO	NO	NO	NO	NO
Comisión de Arrendamiento	NO	NO	NO	5% del valor de arrendamiento	NO
Comisión de Construcción / Desarrollo	NO	NO	NO	4% del costo de construcción	NO
Comisión de Desempeño / Incentivos	NO	NO	10% del cambio neto de capitalización de mdo.	10% con retorno superior al 9.0%	NO

	Fibra Danhos	Fibra Macquarie	Fibra MTY	Fibra Plus	Fibra Shop
Administración / Asesoría	Interna / Externa	Externa	Interna	Interna	Interna
Miembros del Comité Técnico	11	7	9	12	10
Miembros Independientes	27%	86%	78%	33%	40%
Mujeres en el Comité Técnico	18%	14%	33%	0%	20%
Comisión de Administración	Gastos netos del administrador + P\$84,419 mensuales	1% de capitalización de mercado + 100% de costos y gastos	Gastos netos del administrador	Gastos netos del administrador	Gastos netos del Administrador + margen del 3.2% NOI * 4.5%
Comisión de Adquisición	NO	NO	NO	NO	NO
Comisión de Arrendamiento	NO	NO	NO	Gestor de Negocios: 4.5% del NOI	NO
Comisión de Construcción / Desarrollo	NO	NO	NO	8% del valor del proyecto	NO
Comisión de Desempeño / Incentivos	NO	Basado en rendimiento	0.75% del valor de capitalización	NO	NO

	Fibra UNO	Fibra Storage	Fibra Upsite	Fibra SOMA
Administración / Asesoría	Externa	Interna	Interna	Interna
Miembros del Comité Técnico	12	9	7	12
Miembros Independientes	33%	33%	57%	25%
% de mujeres en el Comité Técnico		0%	29%	17%
Comisión de Administración	0.5% del valor en libros no depreciado de los activos menos deuda + IVA	0.35% del valor de las propiedades	NO	Gastos del Administrador
Comisión de Adquisición	NO		NO	NO
Comisión de Arrendamiento	1% de ingresos cobrados + IVA	7% de ingresos	NO	NO
Comisión de Construcción / Desarrollo	NO	5% del valor de la propiedad	NO	NO
Comisión de Desempeño / Incentivos	Basado en desempeño de CBF1's y otras métricas		SI	NO

Fuente: Fibras

FAVORABLES PERSPECTIVAS DE FNOVA

Creemos que las perspectivas de FNOVA son favorables. La Fibra cuenta con un ABR de más de 527 mil M2 al cierre del 2T22 con una ocupación del 100%. Además, se encuentra construyendo otros 111 mil M2 con lo cual esperamos que el ABR supere 627 mil M2 al cierre del 2023. Posteriormente, proyectamos que se mantendrá en este nivel. En nuestro modelo no estamos incluyendo las adquisiciones que la Fibra podría llevar a cabo en el futuro.

Creemos que la ocupación se mantendrá alrededor del 100% durante los próximos años. Recientemente, FNOVA anunció una extensión del contrato de arrendamiento con Estra Automotive por 5 años y un nuevo contrato de arrendamiento de 10 años con Essilor.

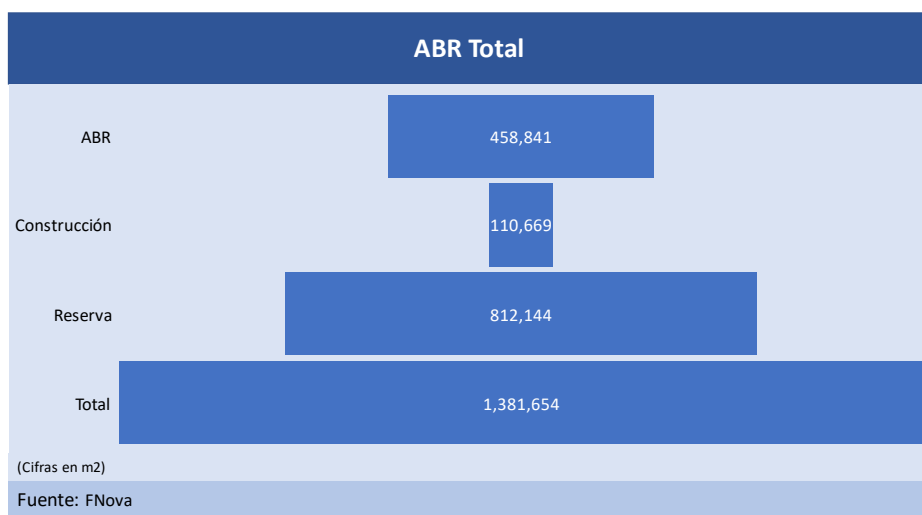
Esperamos que la tarifa suba ligeramente por arriba de la inflación. Como resultado de estos factores, proyectamos un crecimiento de ingresos a una tasa anual promedio del 15.9%.

Esperamos que los gastos operativos aumenten debido a la expansión de operaciones de la fibra, pasando de P\$19 millones en el 2021, a P\$42 millones en 2027. Sin embargo, se mantendrán como un porcentaje reducido de menos del 3% con respecto a los ingresos totales, dadas las eficiencias operativas.

Proyectamos que el EBITDA crecerá a una tasa anual promedio del 16.8% con un margen que alcanzará 95%. De la misma manera, esperamos que el NOI suba a una tasa anual promedio de 15.9% con un margen alrededor del 97-98% y que el FFO aumente a una tasa anual promedio del 17.4% con un margen que irá mejorando gradualmente hasta 88% en 2027 como resultado de economías de escala.

Con respecto a la estructura financiera, estimamos que el LTV suba gradualmente del nivel actual de 42% hasta un máximo de 45% en 2027.

Finalmente, proyectamos que las distribuciones de la fibra aumenten a una tasa anual promedio de 13.9%. Manteniendo el mismo número de CBFIs en circulación, estimamos que la distribución por CBFi para el 2027 alcanzará P\$3.92.

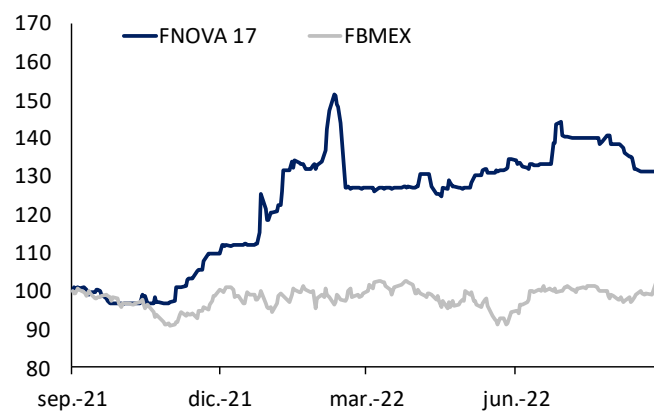


VALUACIÓN

Desempeño vs. FBMEEX

Los CBFÍ's de FNOVA han presentado un desempeño superior al del índice FBMEEX durante los últimos doce meses creemos que debido a las favorables perspectivas de la Fibra. Sin embargo, esperamos que tengan un desempeño similar al de este índice en el futuro ya que creemos que están bien valuados al nivel actual.

FNOVA 17 vs. FBMEEX



Fuente: Bloomberg

Valuación - Fibras mexicanas

Los CBFÍ's de FNOVA cotizan a un Cap Rate implícito de 5.5% y a Precio / Activos netos (P/NAV por sus siglas en ingles) de 1.34 veces, los cuales se comparan contra los promedios de 7.8% y 0.68 veces del resto de las fibras en México.

Tabla de Valuación de Fibras Mexicanas

	Precio			Valor Mdo. (Millones)	VE (Millones)	Cap Rate		Precio / NAV	Precio / AFFO**	Precio / VL	Margen	
	26-sep.-22	5D	YTD			Implícita (NOI/ EV)*	Dividend Yield**				NOI 2T22	LTV
Fibra Nova	\$ 29.76	-0.5%	23.1%	9,992	15,363	5.5%	n.d.	1.34x	n.d.	1.4x	94.7%	42.1%
Funo11	\$ 20.95	-2.6%	-3.2%	79,639	213,201	8.5%	9.9%	0.43x	8.0x	0.5x	78.4%	43.0%
FibraMQ	\$ 24.43	-2.4%	-6.9%	18,598	34,390	10.7%	8.2%	0.53x	9.1x	0.5x	87.7%	32.1%
Terraфина	\$ 26.27	-0.5%	-6.9%	20,333	37,110	10.1%	7.5%	0.55x	9.3x	0.6x	93.4%	32.1%
Fibra Prologis	\$ 51.57	-2.6%	-9.0%	44,166	66,738	7.0%	4.6%	0.80x	18.7x	0.8x	86.9%	29.7%
Fibra Danhos	\$ 24.00	1.6%	7.6%	36,084	41,608	10.2%	10.0%	0.57x	9.2x	0.6x	79.0%	8.6%
FMTY	\$ 12.20	-0.2%	2.8%	11,862	16,129	8.3%	8.3%	0.87x	12.1x	0.9x	89.0%	28.2%
Fibra Shop	\$ 6.30	3.3%	-1.9%	3,136	12,546	9.4%	n.d.	0.25x	n.d.	0.3x	71.7%	43.7%
Fibra Hotel	\$ 8.19	-0.2%	43.7%	6,436	10,806	15.5%	n.d.	0.53x	8.7x	0.6x	34.8%	28.4%
Fibra Inn	\$ 3.50	-0.8%	11.5%	1,763	5,428	12.0%	n.d.	0.23x	22.1x	0.2x	33.4%	34.3%
Fibra Plus	\$ 7.70	-2.3%	-16.0%	4,816	8,147	n.d.	n.d.	0.45x	n.d.	0.4x	84.7%	28.7%
Fibra Upsite	\$ 31.90	0.0%	-10.1%	1,795	1,978	n.d.	n.d.	0.59x	n.d.	0.6x	84.3%	22.0%
Fibra Storage	\$ 15.79	0.0%	-1.0%	3,520	4,285	7.6%	n.d.	0.76x	n.d.	0.8x	75.0%	24.2%
Fibra Educa	\$ 59.00	0.0%	7.2%	72,421	76,844	n.d.	n.d.	2.43x	n.d.	2.4x	86.7%	16.0%
Fibra Soma	\$ 50.00	0.0%	0.0%	36,145	44,335	n.d.	n.d.	0.91x	n.d.	0.9x	66.7%	24.1%
Total / Promedio				350,705	588,908	7.8%	6.0%	0.68x	13.7x	0.7x	76.4%	33.2%

Fuente: Fibras; n.d.= no disponible

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

Modelo de Flujos Descontados

Establecimos un precio objetivo de P\$34.00/acción por medio de un modelo de flujos descontados que incluye as siguientes variables: i) tasa de descuento (“WACC” por sus siglas en inglés) del 10.9%; y, ii) una tasa de crecimiento a perpetuidad del 4.0% en términos nominales. Utilizamos una Beta de 1.26 contra el FBMEEX que calculamos a partir de la Beta promedio del sector mexicano de Fibras (desapalancada y re-apalancada con la estructura financiera de FNOVA). Esta Beta es más conservadora que la Beta original de 0.054 de la Fibra y refleja nuestra expectativa de que los CBFIs de FNOVA tendrán un rendimiento similar al del FBMEEX en el futuro.

Modelo de Flujos Descontados

Millones de Pesos	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Perp.
Utilidad Neta	1,146	1,236	1,327	1,410	1,501	1,561
Ajustes	(107)	(83)	(69)	(55)	(39)	(40)
FFO	1,039	1,153	1,258	1,355	1,462	1,520
Gastos por intereses	132	138	145	156	162	168
FFO Antes de Gastos por Intereses	1,172	1,291	1,404	1,512	1,624	1,689
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad						4.0%
VP del Periodo Explícito (2023 - 2027E)						5,101
Valor de la Perpetuidad						21,912
VP de la Perpetuidad						11,767
Valor de la Empresa						16,868
Deuda Neta						5,452
Valor de Mercado						11,416
CBFIs en Circ.						336
Precio Objetivo						P\$ 34.00
Precio de Mercado Actual						P\$ 29.76
Rendimiento Potencial c/ Dividendos						21.7%
Múltiplos c/ Precio Objetivo						
Cap Rate Implícita						5.8%
Dividend Yield						6.5%
P/FFO						13.6x
Costo Promedio de la Deuda						4.1%
Costo de Capital						16.0%
Premio por Riesgo de Mdo.						6.0%
Tasa Libre de Riesgo						8.5%
Beta						1.26
% Deuda Total						43%
% Capital						57%
WACC						10.9%

Fuente: Miranda Global Research

Análisis de Sensibilidad

Desarrollamos un análisis de sensibilidad basado en diferentes niveles de cap rate, rendimiento por dividendos y P/FFO. Nuestro precio objetivo implica que los CBFÍ's FNOVA cotizarán a un Cap Rate del 5.8%, y a un P/FFO de 13.6 veces y que ofrecerán un rendimiento por dividendos del 6.5% a finales de este año, más en línea con sus contrapartes internacionales.

Análisis de Sensibilidad (Cap Rate vs. NOI)

	-10%	-5%	Proyectado	+5%	+10%
Total NOI	889	936	986	1,035	1,087
Cap Rate					
4.8%	38.47	41.35	44.38	47.41	50.59
5.3%	33.35	35.96	38.71	41.45	44.34
5.8%	29.11	31.49	34.00	36.52	39.15
6.3%	25.53	27.73	30.04	32.36	34.79
6.8%	22.48	24.52	26.66	28.81	31.06

Análisis de Sensibilidad (Rend. Div. vs. Distribución)

	-10%	-5%	Proyectado	+5%	+10%
Distribución	669	705	742	779	818
Div. Yield					
5.5%	36.27	38.18	40.19	42.20	44.31
6.0%	33.25	35.00	36.84	38.68	40.61
6.5%	30.69	32.30	34.00	35.70	37.49
7.0%	28.50	30.00	31.57	33.15	34.81
7.5%	26.59	27.99	29.47	30.94	32.49

Análisis de Sensibilidad (P/FFO vs. FFO)

	-10%	-5%	Proyectado	+5%	+10%
FFO	755	795	837	879	923
P/FFO					
12.6x	28.44	29.93	31.51	33.09	34.74
13.1x	29.56	31.12	32.76	34.39	36.11
13.6x	30.69	32.30	34.00	35.70	37.49
14.1x	31.81	33.49	35.25	37.01	38.86
14.6x	32.94	34.67	36.50	38.32	40.24

DESCRIPCIÓN

FNOVA es un Fideicomiso de Inversión en Bienes Raíces (Fibra) que cotiza en la BMV desde el 2017. La fibra tiene como objetivo adquirir, administrar y desarrollar un portafolio de bienes destinados al arrendamiento. Cuenta con 110 propiedades alrededor de la república mexicana y más de 527 mil metros cuadrados de área bruta rentable.

Descripción de Propiedades

Propiedades	Arrendatario	Oficinas Centrales	Industria	Ubicación	Superficie
Veritiv	Vertiv	Estados Unidos	Papel y pulpa	Cd. Juárez, México	15,157 m2
Lear	Lear	Estados Unidos	Automotriz	Cd. Juárez, México	22,584 m2
BWI	Vehicles stability Technology	Estados Unidos	Automotriz	Chihuahua, México	5,746 2
Bafar	Bafar / Grupo Bafar SAB	México	Agroindustrial	Chihuahua, México	16,535,500 m2
Laureate International	UNITEC / Laureate Internacional	México	Educación	Querétaro, México	7,554 m2
Laureate International	UNITEC / Laureate Internacional	México	Educación	Guadalajara, México	13,342 m2
Laureate International	UVM / Laureate Internacional	México	Educación	Chihuahua, México	11,000 m2
Truper	Truper	México	Construcción	Guadalajara, México	7,500 m2
Bafar	Bafar / Grupo Bafar SAB	México	Alimenticia	Varios	18,700 m2
Truper	Truper	México	Construcción	Chihuahua, México	4,300 m2
Electrolux	Electrolux	Suecia	Electrodomésticos	Cd. Juárez, México	17,826 m2
Lagget	Legget & Platt Inc.	Estados Unidos	Componentes del Hogar	Cd. Juárez, México	23,876 m2
Avant	Avant Manufactura	Estados Unidos	Electrónica	Reynosa, México	11,799 m2
ALT	ATL Technologies B.V	Holanda	Automotriz	Chihuahua, México	5,750 m2
Shelf	Shelf Company	Estados Unidos	Muebles	Cd. Juárez, México	12,211 m2
BRP	BRP México	Canada	Vehiculos recreacionales	Cd. Juárez, México	8,013 m2
Bafar	Bafar / Grupo Bafar SAB	México	Alimenticia	La Piedad, México	31,200 m2
Weiss	Weiss - Aug / Weiss-Aug Co.	Estados Unidos	Médica	Monterrey, México	2,640 m2
Erae	Erae	Korea	Automotriz	Monterrey, México	4,700 m2
Hakkai	Hakkai / Hakkai Inc.	Japón	Automotriz	Monterrey, México	5,000 m2
Beckers	Beckers Industrial / Aktiebolager	Suecia	Química	Monterrey, México	5,000 m2
RR Donnelly	RR Donnelly / Banta Europe BV	Holanda	Electrónica	Cd. Juárez, México	15,000 m2
Visteon Services	Altec / Visteon Corporation	Estados Unidos	Automotriz	Chihuahua, México	3,200 m2
Bafar	Bafar / Grupo Bafar SAB	México	Alimenticia	Chihuahua, México	37,000 m2
Visteon	Altec / Visteon Corporation	Estados Unidos	Automotriz	Chihuahua, México	25,000 m2
Visteon Qro	Visteon Corp	Estados Unidos	Automotriz	Querétaro, México	22,770 m2
Cemex	Cemex	México	Oficinas	Querétaro, México	1,000 m2
Bafar	Bafar / Grupo Bafar SAB	México	Retail	Varios	19,300 m2
Bafar	Bafar / Grupo Bafar SAB	México	Oficinas	Chihuahua, México	7,360 m2

Fuente: FNOVA

Resultados 2T22

FNOVA cerró el trimestre con 110 propiedades con un ABR de más de 527 mil M2, lo cual representó un incremento del 35.1% AsA. Además, es dueña de 2 propiedades agroindustriales con una superficie total de 1,653 hectáreas. Este desempeño se atribuyó principalmente al arrendamiento de la nave industrial de Lear, del centro de ingeniería de Visteon en Chihuahua, de las de las naves industriales de Black Decker en Hermosillo y Tecma en Ciudad Juárez y a la incorporación del portafolio agroindustrial a partir del 4T21. Además, la Fibra firmó un acuerdo con Estra Automotive para extender el contrato de arrendamiento por 5 años, firmó un contrato de arrendamiento a 10 años de una nave industrial de 258 mil pies cuadrados con Essilor, y logró extender los vencimientos con algunos de los inquilinos. El plazo promedio de los contratos es de 7.8 años y el vencimiento más próximo es hasta 2024. La ocupación se mantuvo en 100% a pesar del importante crecimiento del portafolio.

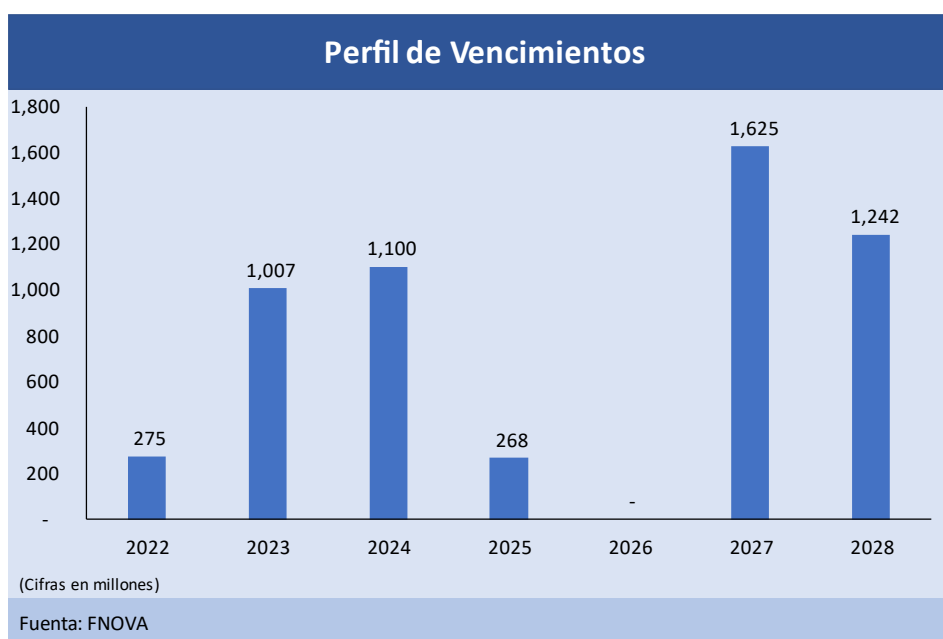
Cabe mencionar que FNOVA está desarrollando alrededor de 111 mil M2 en estos momentos, y que además cuenta con una reserva territorial de 812 mil M2, con los cual su ABR potencial es de más de 1.38 millones de M2. Esperamos que la construcción del portafolio en desarrollo se termine durante el resto de 2022 y 2023.

Como resultado del importante crecimiento del portafolio y de rentas al alza, los ingresos totales se incrementaron 59.1%, ubicándose en P\$243.5 millones. Los gastos operativos aumentaron 64.5% AsA por las nuevas propiedades arrendadas. Debido a estas razones, el NOI creció 58.9% a P\$236.4 millones, lo cual se

trajo en un margen de 97.1%, ligeramente menor que el de 97.2% del 2T21. La fibra presentó un FFO de P\$201.1 millones, con un incremento de 65.1%, por el sólido desempeño de los ingresos de arrendamiento.

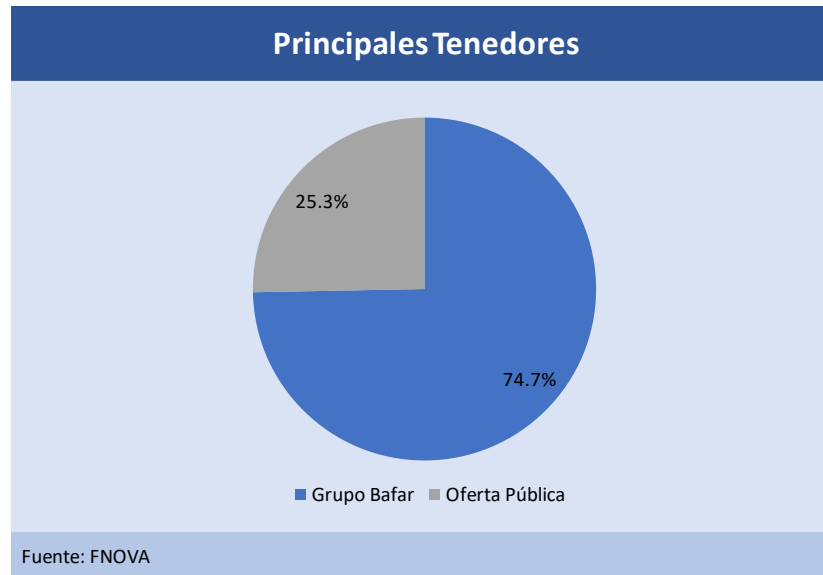
Estructura financiera

El apalancamiento (“LTV” por sus siglas en inglés”) aumentó a 42.1% en el 2T22, a partir de 30.1% en el 2T21, pero por debajo del máximo regulatorio de 50%. La deuda total fue de P\$5,447.1 millones, de la cual un 100% está denominada en dólares. FNOVA cuenta con un perfil de vencimientos confortable ya que solamente el 5% de la deuda vence en 2022 y 18% en 2023. La caja fue de P\$76 millones, y la Fibra registró un IVA por recuperar de P\$57 millones.



Datos de los CBFÍ's

FNOVA cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores desde 2017 cuando llevó a cabo una oferta pública inicial de 241.9 millones de certificados bursátiles que representaron el 74.7% de su capital. En la actualidad, la Fibra cuenta con 335.7 millones de CBFÍ's en circulación, de los cuales el 25.3% son flotantes. Consideramos que los CBFÍ's de FNOVA son de baja liquidez con un importe promedio operado diario de P\$0.7 millones durante los últimos seis meses.



ASG

Durante los próximos meses, FNOVA presentará su primer informe de sustentabilidad en el cual se definió la estrategia ASG. Este informe estará apegado a los estándares GRI.

Fundación Grupo Bafar apoya a la sociedad por medio del programa de Escuelas Socio Deportivas en alianza con la Fundación Real Madrid, y del banco de alimentos. Durante 2021, aportó 78,801 despensas y 1,884,869 comidas completas, beneficiando a 98,562 familias. La Fundación también trabaja en programas ANSPAC de apoyo a mujeres en situación de vulnerabilidad y en proveer lentes en conjunto con la Fundación Devlyn.

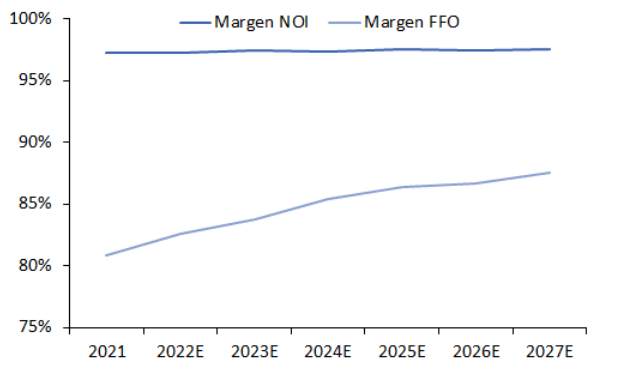
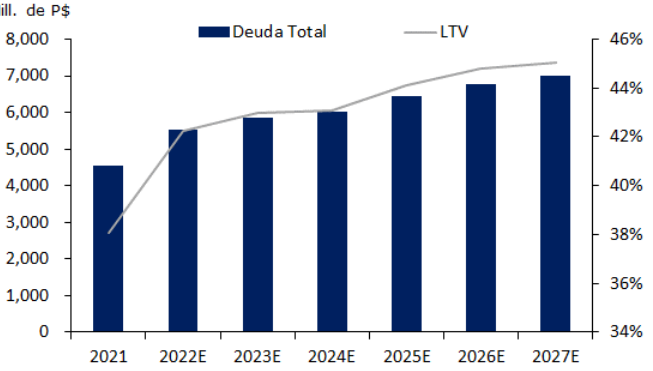
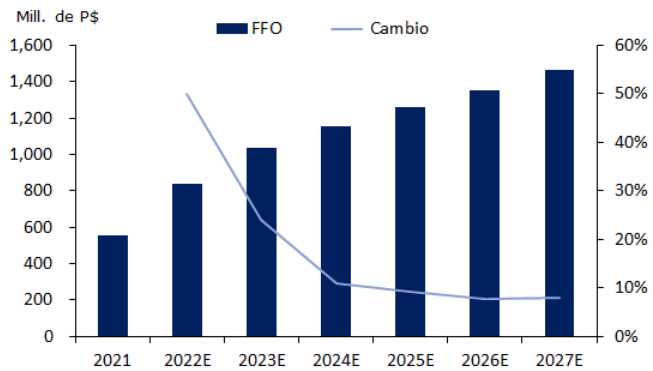
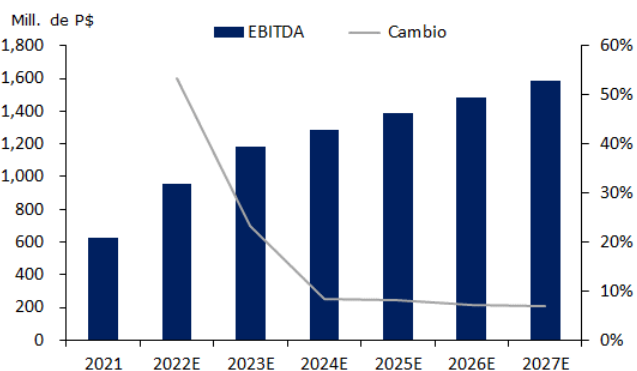
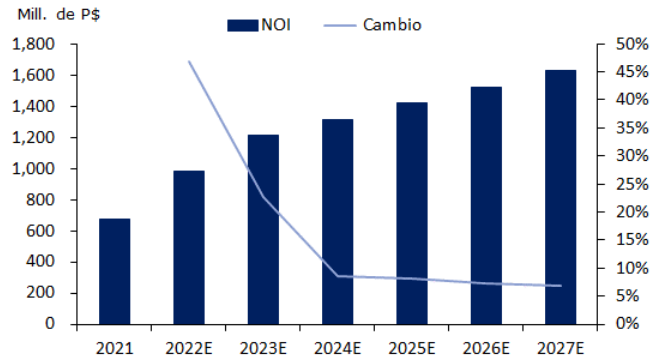
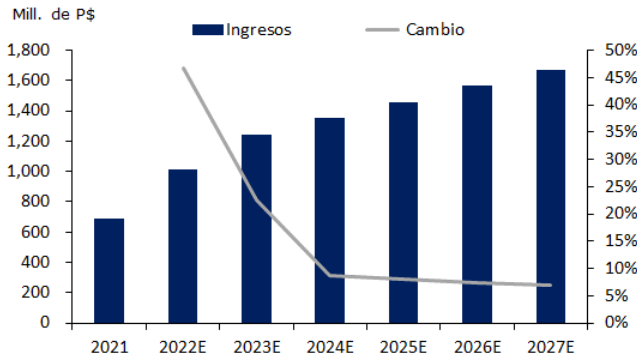
PRINCIPALES RIESGOS

Volatilidad macroeconómica. Una recesión macroeconómica podría afectar el desempeño operativo de FNOVA y/o el de sus principales clientes.

Cambios en el equipo administrativo. 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 FNOVA debido a su amplio conocimiento del sector de bienes raíces, así como su sólida trayectoria de creación de valor para los accionistas.

Concentración de clientes. Los 10 principales clientes de FNOVA representan el 79% de los ingresos totales.

Baja liquidez de los CBFÍ's. Consideramos que la liquidez de los CBFÍ's de FNOVA es baja con un importe promedio operado diario de P\$0.7 millones.



PROYECCIONES FINANCIERAS

(Cifras en Millones de pesos)

ABR Total (M2)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Industrial	369,219	433,554	493,554	493,554	493,554	493,554	493,554
Educativo	43,082	43,082	43,082	43,082	43,082	43,082	43,082
Comercio	23,431	23,431	23,431	23,431	23,431	23,431	23,431
Logística	36,346	42,713	42,713	42,713	42,713	42,713	42,713
C. Ingeniería	24,924	24,924	24,924	24,924	24,924	24,924	24,924
Total Bienes Raíces	497,001	567,704	627,704	627,704	627,704	627,704	627,704
Agroindustrial	1,653	1,653	1,653	1,653	1,653	1,653	1,653
Total	17,027,001	17,097,704	17,157,704	17,157,704	17,157,704	17,157,704	17,157,704
Ocupación	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Industrial	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Educativo	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Comercio	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Logística	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
C. Ingeniería	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Agroindustrial	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Ingreso Mensual por M2	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ingreso Mensual por M2		4.83	5.90	6.40	6.90	7.40	7.90
ESTADO DE RESULTADOS	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ingresos Totales	691	1,014	1,241	1,350	1,457	1,564	1,671
Ingresos por Rentas	667	989	1,213	1,318	1,421	1,524	1,627
Otros Ingresos	23	24	28	32	36	40	44
Gastos de Operación	19	28	32	36	36	40	42
NOI	672	986	1,209	1,314	1,421	1,524	1,629
<i>Margen NOI</i>	97%	97%	97%	97%	98%	97%	97%
Utilidad Neta	823	1,163	1,146	1,236	1,327	1,410	1,501
CBFI's en Circulación	336	336	336	336	336	336	336
EBITDA	625	959	1,183	1,284	1,387	1,486	1,586
<i>Margen EBITDA</i>	91%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
FFO	558	837	1,039	1,153	1,258	1,355	1,462
<i>Margen FFO</i>	81%	83%	84%	85%	86%	87%	88%
FFO/CBFI	\$ 1.80	\$ 2.49	\$ 3.10	\$ 3.43	\$ 3.75	\$ 4.04	\$ 4.35
Distribuciones	602	742	935	1,038	1,132	1,220	1,316
<i>Distribuciones / FFO</i>	87%	73%	75%	77%	78%	78%	79%
Distribución/CBFI	\$ 1.92	\$ 2.21	\$ 2.79	\$ 3.09	\$ 3.37	\$ 3.63	\$ 3.92
BALANCE GENERAL	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Activos Totales	11,909	13,083	13,614	13,987	14,593	15,126	15,523
Activo Circulante	200	145	149	153	157	161	165
Activo No Circulante	11,709	12,938	13,465	13,833	14,436	14,965	15,358
Propiedades de Inversión	10,626	12,019	12,466	12,754	13,277	13,726	14,039
Pasivos Totales	4,689	5,680	6,000	6,175	6,587	6,930	7,142
Pasivo Circulante	984	479	799	974	1,386	1,729	1,941
Pasivo No Circulante	3,705	5,201	5,201	5,201	5,201	5,201	5,201
Deuda Bruta	4,537	5,530	5,850	6,025	6,437	6,780	6,992
Deuda Neta	4,398	5,452	5,768	5,939	6,347	6,686	6,894
LTV	38%	42%	43%	43%	44%	45%	45%
Patrimonio del Fideicomiso	7,220	7,403	7,614	7,812	8,006	8,197	8,382

DISCLAIMER

El presente reporte fue 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 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 FIBRA NOVA (“FNOVA”) 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.