

HR Ratings ratificó la calificación de LP en HR A+ con Perspectiva Estable para la Emisión de CEBURS de LP con clave de pizarra VALARRE 11 de Value Arrendadora

México, D.F., (23 de julio de 2014) – HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de HR A+ con Perspectiva Estable para la emisión de Certificados Bursátiles (CBBS y/o CEBURS) con clave de pizarra VALARRE 11 (la Emisión), de Value Arrendadora, S.A. de C.V. SOFOM, E.N.R., Value Grupo Financiero (Value Arrendadora y/o la Arrendadora). La calificación de HR A+ significa que el emisor o emisión ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantiene bajo riesgo crediticio. El signo “+” representa una posición de fortaleza relativa dentro de la misma escala de calificación.

La ratificación de la calificación para la emisión con clave VALARRE 11 se soporta sobre la calificación de la Arrendadora. Por su parte, la calificación de Value Arrendadora se debe a que, aún con el fuerte crecimiento observado sobre la cartera durante el último año, esta ha sido capaz de mantener una solidez importante en términos de solvencia, calidad de sus activos y rentabilidad, indicando una fortaleza en sus operaciones. Asimismo, a pesar del reembolso de aportaciones de capital y del pago de dividendos, consideramos que el índice de capitalización se mantiene en niveles saludables. Sin embargo, cabe destacar que la concentración de la cartera en los acreditados principales incrementó durante el último año, lo cual representa un riesgo en caso de que algún cliente presente algún incumplimiento.

La emisión de CEBURS de largo plazo con clave de pizarra VALARRE 11 se realizó por un monto de P\$200.0 millones (m) con una vigencia de 1,820 días (aproximadamente 5 años, 65 periodos de 28 días cada uno) y a una tasa de TIIE a 182 días + 260 puntos base. La Emisión cuenta con un plazo remanente de aproximadamente 2 años. Esta fue la primera emisión realizada al amparo del Programa de Certificados Bursátiles de Largo Plazo de Value Arrendadora por un monto de hasta P\$300.0m, mismo que fue autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) el pasado 8 de agosto de 2011, contando con una vigencia de 2 años a partir de su fecha de autorización. Cabe mencionar que, a la fecha de publicación de este documento, la Arrendadora cuenta con cuatro emisiones vigentes con un saldo de P\$700.0m distribuidas en dos programas por un monto total de P\$700.0m. A continuación se detallan las principales características de la Emisión:

Características de la Emisión de Certificados Bursátiles de Largo Plazo	
Emisor	Value Arrendadora, S.A. de C.V., SOFOM, E.N.R. Value Grupo Financiero
Tipo de Valor	Certificados Bursátiles de Largo Plazo
Clave de la Emisión	VALARRE 11
Plazo de la Emisión	1,820 días (aproximadamente 5 años)
Plazo Remanente de la Emisión*	744 días (aproximadamente 2 años)
Monto de la Emisión	P\$200.0 millones (m)
Periodicidad de Pago de Intereses	Los intereses serán pagaderos cada 28 días
Amortización de Principal	Al vencimiento
Garantía	Quirografía
Tasa de la Emisión	TIIE a 182 días + 260 pbs
Representante Común	Casa de Bolsa Multiva, S.A. de C.V., Grupo Financiero Multiva.

*Fuente: HR Ratings con información de la Empresa al 23 de julio de 2014.

La calificación de HR Ratings para la Emisión de CEBURS con clave de pizarra VALARRE 11, se realizó basándose en la calificación de contraparte de largo plazo de Value Arrendadora (ver “Calificación del Emisor” en este documento), la cual fue ratificada el pasado 12 de noviembre de 2013 en “HR A+” con Perspectiva Estable. La calificación se describe a continuación y puede ser consultada con mayor detalle en www.hrratings.com.

Perfil de la Arrendadora

Value Arrendadora, S.A. de C.V., Sociedad Financiera de Objeto Múltiple, Entidad No Regulada (Value Arrendadora y/o La Arrendadora), se dedica al otorgamiento de crédito, así como a celebrar contratos de arrendamiento operativo y capitalizable de bienes muebles e inmuebles. Value Arrendadora es parte de Value Grupo Financiero, el cual está conformado adicionalmente por Value Casa de Bolsa.

Los factores que influyeron en la calificación fueron:

- **Conservación de niveles sólidos de solvencia, cerrando al 1T14 con un índice de capitalización de 39.6% (vs. 49.0% al 1T13):** Lo anterior se ve afectado por el incremento de los activos productivos, así como por el pago de dividendos realizado al 4T13 por un monto aproximado de P\$365.0m.
- **Elevada calidad de la cartera, obteniendo un índice de morosidad al 1T14 de 0.4% (vs. 0.5% al 1T13):** Esto se debe a los adecuados procesos de originación y cobranza de la Arrendadora, ya que se ha mantenido una cartera vencida estable y un constante crecimiento de la cartera vigente.
- **Sólidos niveles de rentabilidad, con un ROA Promedio y ROE Promedio al 1T14 de 8.0% y 20.4% (vs. 6.0% y 12.9% al 1T13):** Esto siendo posible a través de una generación adecuada de utilidades netas, dado el mantenimiento en los ingresos, control sobre los gastos y una adecuada calidad de la cartera.
- **Incremento en la concentración sobre la cartera y Capital Contable en los diez clientes principales de la Arrendadora, cerrando al 1T14 en 65.7% y 1.2x (vs. 57.9% y 0.6x al 1T13):** Estos niveles se ven incrementados ya que los dos clientes principales de la Arrendadora aumentaron de forma importante los saldos con la misma, así como por el pago de dividendos. Con ello, se comienza a observar una elevada concentración de dichos clientes.
- **Constante generación de flujo libre de efectivo, obteniendo al 1T14 P\$31.9m (vs. P\$34.5m al 1T13):** Lo anterior siendo posible debido a la calidad de cartera con la que cuenta la Arrendadora, manteniendo bajos montos de estimaciones preventivas.
- **Importante control sobre los gastos de administración, cerrando con un índice de eficiencia y de eficiencia operativa en 32.7% y 4.2% al 1T14 (vs. 29.3% y 3.1% al 1T13):** A pesar del incremento en los gastos de administración por el fortalecimiento de la plantilla, el crecimiento en los activos a través de la cartera a llevado a un crecimiento en ingresos, manteniendo los indicadores en niveles eficientes.

Eventos Relevantes

Reembolso de Capital y Pago de Dividendo

La Asamblea Ordinaria de Accionistas de Value Arrendadora, decidió llevar a cabo un reembolso de aportaciones para futuros aumentos de capital durante el 1T13. Lo anterior con la finalidad y estrategia que mantiene Value Grupo Financiero para hacer más eficiente el uso de capital como Grupo. Esto ya que la Arrendadora cuenta con un índice de capitalización en niveles de fortaleza. Consideramos que dicha salida no impacta de forma importante este indicador, a pesar de que el monto fue por una suma de P\$110.0m. Para los próximos periodos, no esperamos que dicho evento se repita. Por otra parte, el 11 de noviembre de 2013 se llevó a cabo la Asamblea Ordinaria de Accionistas en la cual se decretó el pago de un dividendo por un monto de P\$365.0m mismo que se ve reflejado al cierre del 4T13. Lo anterior debido a una estrategia de optimización para el aprovechamiento del capital por parte de Value Grupo Financiero. Sin embargo, a pesar de esta salida, el índice de capitalización se logra mantener en niveles saludables, cerrando al 1T14 en 39.6% (vs. 49.0% al 1T13). Asimismo, los indicadores financieros tales como la razón de apalancamiento y cartera vigente a deuda neta de igual forma se vieron presionadas y cerraron en 1.9x y 1.6x respectivamente al 1T14 (vs. 1.2x y 3.9x al 1T13). A pesar de los movimientos realizados en el Capital Contable, HR Ratings considera que dichos indicadores se mantienen en niveles sólidos.

Fortalecimiento de la Estructura Organizacional

Durante el último año la Arrendadora llevó a cabo un fortalecimiento de la estructura organizacional en ciertas áreas, lo cual implicó un incremento importante en el personal. Este incremento fue en promedio de un 20.0% respecto a las personas con las que se contaba previamente. Con ello, se fortalecieron principalmente las áreas de atención y servicio al cliente. En cuanto a las modificaciones en la estructura, se están realizando modificaciones en algunas áreas, y se busca incorporar a un auditor normativo interno a partir del siguiente año. Consideramos que todo lo anterior fortalece la operación día a día de la Arrendadora. Dicho cambio llevó a que los indicadores de eficiencia se presionaran ligeramente para cerrar con un índice de eficiencia y un índice de eficiencia operativa en 32.7% y 4.2% al 1T14 (vs. 29.3% y 3.1% al 1T13). No obstante, dichos indicadores se mantienen en niveles eficientes.

Plan de Negocios

De acuerdo al nuevo plan de negocios de la Arrendadora, se busca crecer la cartera en el sector gubernamental a través de entidades del Gobierno Federal, así como a otros corporativos. De igual forma se busca culminar con el fortalecimiento del gobierno corporativo. Cabe destacar que la Arrendadora mantendrá sus mismos productos y servicios que los observados en la actualidad. Sin embargo, planea ofrecerlos desde nuevos puntos de venta, aprovechando la infraestructura con la que cuenta el Grupo Financiero.

Análisis de la Cartera

Colocación de Nueva Cartera

Desde el 4T11, la Arrendadora había mostrado un importante incremento anual en sus niveles de colocación. Lo anterior se debe a distintos programas con el Gobierno y con entidades del mismo, así como la buena relación con los clientes de Value Casa de Bolsa. Durante el 2014, la colocación se ha visto disminuida por bajas condiciones económicas, en donde al 1T14, el incremento no tuvo continuidad en el año 2014. Esto ha llevado a que Value Arrendadora haya colocado un total de cartera de P\$211.7m durante el 1T14 (vs. P\$255.1m al 1T13), reflejando un decremento de -17.0% respecto al mismo trimestre del año anterior. Sin embargo, a pesar de la baja en el volumen de colocación que se mostró al 1T14, Value Arrendadora cerró con un saldo de cartera total (Arrendamiento Puro + Arrendamiento Financiero + Cartera de Crédito) de P\$1,823.2m (vs. P\$1,326.6m al 1T13), lo que muestra un incremento de 37.4%.

Calidad de la Cartera

En cuanto a la calidad de la cartera de Value Arrendadora, esta se ha mantenido en niveles estables, lo cual muestra una importante fortaleza por parte de la Arrendadora sobre la capacidad de cobranza y recuperación crediticia. Es importante mencionar que aunque el monto de la cartera vencida se ha mantenido en niveles similares durante los últimos años de operación de la Arrendadora, la cartera vigente se ha visto fuertemente incrementada. Lo anterior ha llevado a que el índice de morosidad (Cartera Vencida / Cartera Total) haya cerrado al 1T14 en 0.4% (vs. 0.5% al 1T13). Consideramos que estos niveles son saludables y le otorgan a la Arrendadora una solidez importante en sus operaciones. Por otra parte, el índice de morosidad ajustado ((Cartera Vencida + Castigos 12m) / (Cartera Total + Castigos 12m)) cerró al 1T14 en 0.5% (vs. 0.9% al 1T13). Esto debido a que Value Arrendadora no acostumbra realizar castigos de forma importante y generalmente los dos indicadores han mantenido un comportamiento similar durante los últimos años de operación de la Arrendadora.

Distribución de la Cartera por Estado

En cuanto a la distribución de la cartera por estado, esta presenta una fuerte concentración en el estado de Nuevo León, ya que la clasificación de la cartera se realiza por las oficinas en las que es originado y operado el crédito (siendo estas las de Monterrey). Lo anterior independientemente de la locación del activo o la procedencia del cliente, llevando a una concentración al 1T14 en dicho estado de 72.7% (vs. 61.5% al 1T13), viéndose incrementado considerablemente debido

a la entrada de nuevos clientes importantes de dicha sucursal. En seguida se encuentra el Distrito Federal, representando un 24.5% al 1T14 (vs. 38.4% al 1T13) y Sinaloa con un 2.7% al 1T14 (vs. 0.0% al 1T13). Cabe mencionar que, la Arrendadora cuenta con una mínima participación en los estados de Tamaulipas y Chihuahua con 0.1% respectivamente al 1T14 (vs. 0.0% al 1T13 en ambos estados). HR Ratings considera que se mantiene una elevada concentración en el estado de Nuevo León debido a la relación con la que cuenta la Arrendadora con distintas industrias en el estado, así como la penetración de operaciones y reconocimiento de marca que se tiene en dicho mercado.

Distribución de la Cartera por Sector

En cuanto a los sectores que la Arrendadora atiende, esta presentó una mayor concentración en el sector de servicios representando el 31.8% al 1T14 (vs. 19.36% al 1T13), seguido por el sector comercio que representa el 17.2% al 1T14 (vs. 23.0% al 1T13). Cabe destacar que aunque en algunos casos el sector gubernamental no es el cliente directo de la Arrendadora, este sector es fuertemente atendido ya que ciertos clientes de Value Arrendadora le sub-arrendan algunos productos. Sin embargo el acreditado real de la Arrendadora es el proveedor del gobierno. Por lo tanto la composición de la cartera por sector se vería modificada si se tomara este efecto en cuenta. Cabe mencionar que la Arrendadora de igual forma mantiene operaciones en los sectores de construcción, transporte y manufactura. Consideramos que la Arrendadora cuenta con una diversificación saludable de su cartera entre los sectores que atiende, disminuyendo el riesgo de concentración.

Distribución de la Cartera por Tipo de Equipo

Por otra parte, la distribución de la cartera por tipo de equipo en arrendamiento se vio modificada durante el último año. Cabe destacar que aunque el equipo de transporte se ha mantenido en primer sitio y de igual forma se ha incrementado el financiamiento en este sector, al 1T14 su participación se vio diluida debido al crecimiento del equipo industrial. Por lo tanto al 1T14 el equipo de transporte representa el 57.4% (vs. 76.8% al 1T13) del total y el equipo industrial representa el 19.9% al 1T14 (vs. 3.3% al 1T13). Este movimiento se debe por la entrada de un importante cliente, el cual se dedica al diseño y fabricación de diversos productos hechos a base de acero. El resto de los equipos en crédito o arrendamiento representan una menor parte de la cartera. Consideramos que a pesar del incremento del equipo industrial, el negocio central de la Arrendadora continúa siendo el de equipo de transporte, siendo con el que se cuenta una mayor experiencia y trayectoria de operaciones.

Acreditados Principales

En cuanto a los acreditados principales de Value Arrendadora, estos han presentado una mayor concentración al 1T14 respecto al año anterior. Lo anterior debido a que su cliente principal incrementó sus operaciones con la Arrendadora debido a la formalización de diversos proyectos en los que estaba trabajando. Este cliente sub-arrenda productos a dependencias del gobierno, y el mismo representa el 28.2% de la cartera total al 1T14 (vs. 29.8% al 1T13). Es importante mencionar que para dicho cliente la fuente de pago para la Arrendadora depende directamente del Gobierno Federal. En seguida se encuentra un cliente principal nuevo, el cual previamente mantenía pocos contratos con Value Arrendadora. Sin embargo dicho cliente tomó la decisión de arrendar maquinaria y equipos para su operación, por lo tanto su saldo incrementó de forma importante con la Arrendadora. Lo anterior llevó a que su saldo represente un 19.2% de la cartera y 0.4x del Capital Contable. Consideramos que el riesgo principal se mantiene en estos dos clientes ya que representan una parte importante de la cartera total de la Arrendadora. De esta forma, el total de los diez clientes principales al 1T14 representan el 65.7% del total de la cartera (vs. 57.9% al 1T13) y 1.2x el Capital Contable (vs. 0.6x al 1T13), mostrando que existe una fuerte concentración a pesar de que la Arrendadora cuente con una sólida solvencia.

Buckets de Morosidad

En cuanto a la distribución de la cartera total entre los diversos rangos de atraso en el tiempo, esta cuenta con el 99.6% de su cartera al corriente, siendo este el bucket de cero días de atraso. Asimismo, la Arrendadora cuenta con una cartera

con retraso total de P\$6.7 al 1T14, la cual se distribuye en los distintos buckets. Consideramos que la Arrendadora cuenta con una fortaleza relevante en cuanto a la calidad de la cartera ya que se cuenta con un robusto y fortalecido proceso de crédito, comenzando por la originación y culminando en la recuperación. Asimismo, Value Arrendadora cuenta con una baja probabilidad de que su cartera vencida se vea incrementada de forma importante en los próximos meses de operación. Finalmente, cabe destacar que la Arrendadora comienza a contabilizar como cartera vencida la cartera que cuenta con un día de atraso. Esto bajo ciertas premisas las cuales se estipulan en sus manuales de crédito y políticas.

Herramientas de Fondo

Las fuentes de fondeo con las que cuenta Value Arrendadora provienen de dos programas autorizados de certificados bursátiles por un monto en conjunto de hasta P\$700.0m, así como de la banca múltiple y de desarrollo, con la que se cuenta con un fondeo total autorizado por P\$963.6m (vs. P\$690.0m al 1T13), resultando en un incremento de 39.7%. Por lo tanto, el total de fondeo autorizado asciende a un monto de P\$1,663.6m (vs. P\$ P\$1,390.0m al 1T13) y representa un incremento de 19.7% del 1T13 al 1T14. HR Ratings considera que la Arrendadora cuenta con un monto disponible bajo para continuar con el crecimiento esperado en los próximos trimestres, lo anterior ya que el 88.8% de las líneas de fondeo se encuentran dispuestas, quedando disponible el 11.2% (vs. 9.4% al 1T13). Cabe mencionar que el costo de fondeo ponderado al 1T14 es de 5.8% (vs. 7.2% al 1T13). Dentro de los dos programas que tienen vigente, la Arrendadora cuenta con las siguientes emisiones:

Clave de Pizarra	Días por Vencer*	Fecha de Vencimiento	Saldo Insoluto**	Tasa
VALARRE 11	744	5 de agosto de 2016	200.0	TIIE + 260pbs
VALARRE 12	985	3 de abril de 2017	100.0	TIIE + 260pbs
VALARRE 12-2	1,224	28 de noviembre de 2017	150.0	TIIE + 260pbs
VALARRE 13	1,500	31 de agosto de 2018	250.0	TIIE + 260pbs
Total en Circulación			700.0	

*Fuente: HR Ratings con información de la Empresa al 23 de julio de 2014.

**Cifras en millones de pesos.

Brechas de Liquidez

En cuanto al vencimiento de activos y pasivos, Value Arrendadora mantiene una adecuada gestión en la originación y amortización de estos. Lo anterior observado a través de la brecha ponderada (Suma Ponderada del Diferencial entre Activos y Pasivos para cada Periodo / Suma Ponderada del Monto de Pasivos para cada Periodo) la cual obtuvo al 1T14 un resultado de 64.8% (vs. 61.1% al 1T13). Por otro lado, el cálculo de las brechas ponderadas a capital (Suma Ponderada del Diferencial entre los Activos y Pasivos para cada Período / Capital Contable al Cierre del Periodo Evaluado) es de 16.8% (vs. 14.7% al 1T13). De tal forma, los mismos reflejan una solidez en dichas métricas, así como una capacidad para hacer frente a los compromisos financieros, mostrando niveles saludables de liquidez.

Análisis de Riesgos Cuantitativos

El análisis de riesgos cuantitativos realizado por HR Ratings incluye el análisis de métricas financieras y flujo generado por la Arrendadora para determinar la capacidad de pago de la misma. Para esto, HR Ratings realizó un análisis financiero bajo un escenario económico base y un escenario económico de estrés. Ambos escenarios determinan la capacidad de pago de Value Arrendadora y su capacidad de hacer frente a las obligaciones en tiempo y forma. Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés se muestran a continuación:

Supuestos y Resultados: Value Arrendadora Cifras: en millones de pesos				Escenario Base		Escenario Estrés	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P*	2014P*	2015P*
Cartera Total Vigente (AF, AP y Crédito)	1,001.6	1,336.5	1,889.3	2,380.9	2,936.8	2,480.3	2,853.9
Cartera Vencida	5.8	14.4	21.5	6.1	6.7	139.4	206.2
Gastos de Administración	53.5	59.3	81.4	81.3	92.6	104.0	118.6
Resultado Neto	103.5	146.7	194.6	131.7	153.5	-237.1	-58.8
Índice de Morosidad	0.8%	0.6%	0.4%	0.7%	0.8%	6.4%	7.7%
Índice de Morosidad Ajustado	1.3%	1.0%	0.4%	0.7%	1.0%	6.4%	7.7%
Índice de Cobertura	3.1	3.2	4.7	3.0	3.0	3.0	3.0
MIN Ajustado	7.1%	7.6%	6.1%	8.8%	7.9%	-9.7%	-0.9%
Índice de Eficiencia	33.8%	27.7%	30.9%	36.4%	35.7%	50.3%	53.2%
Índice de Eficiencia Operativa	3.2%	3.1%	3.9%	3.9%	3.5%	5.0%	4.6%
ROA Promedio	5.4%	6.5%	8.1%	5.2%	5.0%	-10.4%	-2.3%
ROE Promedio	10.8%	13.6%	19.3%	15.6%	15.5%	-38.4%	-12.0%
Índice de Capitalización	53.8%	52.5%	40.5%	39.9%	36.0%	23.2%	16.7%
Razón de Apalancamiento	1.02	1.12	1.84	1.99	2.20	3.41	4.65
Spread de Tasas	8.9%	8.3%	7.7%	11.6%	10.9%	11.3%	10.2%
Tasa Activa	15.8%	15.4%	13.9%	18.8%	17.6%	18.5%	17.1%
Tasa Pasiva	7.0%	7.1%	6.2%	7.2%	6.8%	7.2%	6.9%
Cartera Vigente a Deuda Neta	23.7	12.3	1.4	1.28	1.31	1.23	1.25
Flujo Libre de Efectivo**	64.2	102.1	164.1	109.8	136.4	-251.7	-67.3

Fuente: HR Ratings con información trimestral interna y anual dictaminada por "PwC", proporcionada por la Arrendadora.

*Proyecciones realizadas en el reporte de revisión anual con fecha del 12 de noviembre de 2013.

**Flujo Libre de Efectivo: Flujo Neto de Actividades de Operación - Estimaciones del Ejercicio - Depreciación + Cambio en Activos Operativos + Cambio en Pasivos Operativos

El escenario de estrés planteado por HR Ratings contempla un menor ritmo de originación de nueva cartera, impactando el nivel final de la cartera total. De igual forma se espera un mayor deterioro de la cartera total, incrementando su índice de morosidad, además de experimentar presiones en las eficiencias por el aumento de gastos de administración. El conjunto de factores considerados afectaría los indicadores de rentabilidad y de solvencia de Value Arrendadora, deteriorando la calidad crediticia de la Empresa.

Durante los últimos 12 meses, el nivel de la cartera total de Value Arrendadora ha iniciado con una tendencia de crecimiento debido a la reactivación de la colocación. Cabe mencionar que, previamente se encontraban en un estado de desaceleración en la originación de nueva cartera, debido al incremento sobre la percepción de los clientes sobre temas de inseguridad. Sin embargo, dicha tendencia ha cambiado mostrando un incremento el nivel de cartera para cerrar en niveles de P\$1,611.0 al 1T14 (vs. P\$1,329.0m al 1T13), lo que demuestra un crecimiento anual del 44.6% (vs. 39.1% al 1T13). Al situar a al Arrendador bajo un escenario de estrés, el ritmo de colocación disminuiría a diferencia del escenario base. Sin embargo, mantendría un crecimiento positivo debido a las estrategias de colocación que mantiene la Arrendadora.

Por otro lado, la calidad de la cartera de la Arrendadora durante los últimos 12 meses se ha mantenido en niveles sanos, situando al índice de morosidad (Cartera Vencida / Cartera Total) al 1T14 en 0.4% (vs. 0.6% al 1T13). Este indicador ha disminuido progresivamente debido a los buenos procesos de originación, seguimiento, administración y recuperación que mantiene la Empresa. Asimismo, la baja en morosidad se ha dado conforme la cartera y contratos vigentes han ido a la alza, lo cual diluye la cartera de crédito vencida. Adicionalmente, cabe destacar que el índice de morosidad ajustado ((Cartera Vencida + Castigos 12m) / (Cartera Total + Castigos 12m)) de igual forma se ha mantenido en niveles saludables cerrando al 1T14 en 0.5% (vs. 0.9% al 1T13), esto debido a que no se ha presentado algún castigo de cartera relevante. En caso de presentarse un escenario económico de estrés, la calidad de la cartera se vería deteriorada por la indisposición de pago y bajo cumplimiento de los clientes en cuanto a los compromisos establecidos con la Arrendadora. Estos niveles significarían un serio deterioro en la calidad de la cartera, impactando el resto de los indicadores debido al incremento considerable en la generación de estimaciones preventivas para riesgos crediticios.

Por otro lado, el índice de cobertura (Estimación Preventiva / Cartera Vencida) se ha situado en niveles elevados que contribuyen con la sana operación de la Arrendadora. Cabe destacar que, a pesar de mantener montos bajos de cartera

vencida, Value Arrendadora reserva de manera constante estimaciones para hacer frente a dicha cartera vencida. De tal forma el índice de cobertura cerró al 1T14 en 4.4x (vs. 3.9x al 1T13). Estos niveles muestran una fortaleza para la Arrendadora. Bajo un escenario económico de estrés, se prevería que el indicador se mantenga en niveles similares al promedio histórico, debido a la política que mantiene Value Arrendadora.

En cuanto al MIN Ajustado (Margen Financiero Ajustado 12m / Activos Productivos Prom. 12m), este indicador se ha mantenido en niveles estables durante los últimos años de operación de la Arrendadora. Lo anterior a causa de una constante generación de ingresos por medio de una creciente y sana calidad de cartera, así como una estructura de fondeo acorde a las necesidades de la Arrendadora, misma que ha sido capaz de mantener la tasa pasiva en niveles estables. De tal forma este indicador cerró al 1T14 en 6.1% (vs. 6.3% al 1T13), sosteniéndose en niveles saludables en relación al modelo de negocio. En cuanto al MIN Ajustado bajo un escenario económico de estrés, este indicador de igual forma se vería fuertemente presionado, principalmente debido a la fuerte generación de estimaciones preventivas que incrementarían por el deterioro de la cartera.

Respecto a los gastos de administración de la Arrendadora, durante el último trimestre se llevaron a cabo contrataciones para tener un mayor control y reforzar ciertas áreas, incrementando el personal en aproximadamente un 20.0%. Por lo tanto, los gastos de administración se vieron incrementados un tanto por encima del promedio de crecimiento anual. De tal forma, el índice de eficiencia (Gastos de Administración 12m / (Ingresos Totales de la Operación 12 m + Estimación Preventiva 12m)) resultó ligeramente presionado cerrando al 1T14 en 32.7% (vs. 29.3 % al 1T13). Este indicador no fue afectado únicamente por el incremento en gastos, sino también a causa del movimiento en la tasa activa, llevando a una disminución de los ingresos. Asimismo, el índice de eficiencia operativa (Gastos de Administración 12m / Activos Productivos Prom. 12m) se logró mantener en niveles de fortaleza para las operaciones de la Arrendadora, cerrando al 1T14 en 4.2% (vs. 3.1% al 1T13). Este indicador de igual forma se vio impactado a causa del incremento de gastos. A pesar del ligero deterioro que sufrieron los indicadores, HR Ratings considera que se mantienen en eficientes niveles. Con respecto a los gastos de administración bajo un escenario económico de estrés, se prevería que estos se vieran fuertemente incrementados contra el crecimiento actual de los mismos. Esto se presentaría a causa de la necesidad de recuperación de cartera por parte de la Arrendadora, llevando a cabo mayores esfuerzos de cobranza y enfocando recursos financieros para la resolución de estos. De tal forma los indicadores de eficiencia se presionarían considerablemente.

Por otro lado, los resultados netos de la Arrendadora al 1T14 se observaron en niveles superiores respecto a los del año anterior, debido a una adecuada generación de ingresos, una adecuada calidad de la cartera y un continuo resultado por intermediación positivo. De tal forma el ROA Promedio (Resultado Neto 12m / Activos Totales Prom. 12m) se situó en niveles saludables, cerrando dicho trimestre en 8.0% (vs. 6.0% al 1T13). Cabe mencionar que este indicador se conserva en niveles de fortaleza para la Arrendadora. Aunado a lo anterior, el ROE Promedio (Resultado Neto 12m / Capital Contable Prom. 12m) de igual forma presentó niveles más sólidos que el año anterior, cerrando al 1T14 en 20.4% (vs. 12.9% al 3T13). Al situar a la Arrendadora bajo un escenario económico adverso, se prevería que los indicadores de rentabilidad se presionen. Lo anterior ocasionado por el deterioro de la cartera, el cual llevaría a una mayor generación de estimaciones preventivas, así como por mayores gastos de administración para fortalecer la cobranza, lo que impactaría el resultado neto.

En cuanto a la solvencia presentada por la Arrendadora al 1T14, esta se ha mantenido en niveles de fortaleza, aunque disminuyó relativamente debido al pago de dividendos durante el 2013 por un monto de P\$365.0m y por el crecimiento de los activos sujetos a riesgo causados por la mayor originación de cartera. De tal forma el índice de capitalización (Capital Neto / Activos Sujetos a Riesgo Totales) cerró al 1T14 en 39.6% (vs. 49.0% al 1T13). Con relación a la razón de apalancamiento (Pasivo Total Prom. 12m / Capital Contable Prom. 12m), este indicador se ha mantenido en niveles saludables, cerrando el 1T14 en 1.9x (vs. 1.2x al 1T13). Lo anterior ha sido posible debido al fuerte capital con la que cuenta la Arrendadora, la cual ha mantenido este indicador en niveles de fortaleza. Sin embargo se vio ligeramente incrementado debido a la disminución del Capital Contable, causado por el pago de dividendos. Bajo un escenario adverso, se prevería que los indicadores de solvencia se presionaran de manera importante, debido a un debilitamiento

del capital contable, a un crecimiento de los activos sujetos a riesgo, y a una mayor necesidad de fondeo para poder sostener el crecimiento de la cartera.

Por último, la razón de cartera vigente a deuda neta (Cartera Vigente / Pasivos con Costo Netos) se ha situado en niveles favorables para la Arrendadora, cerrando al 1T14 en 1.6x (vs. 3.9x al 1T13). Dicha métrica previamente se encontraba en niveles superiores a los actuales, esto debido a que la Arrendadora mantenía niveles elevados de inversiones en valores y originaba poca cartera, situando a la deuda neta en niveles muy bajos. Sin embargo, al comenzar nuevamente con la colocación de cartera, se observa una disminución sobre su posición en inversiones en valores para utilizar el activo para el incremento de los contratos de arrendamiento. Esto ocasionó que la deuda neta incrementara y la razón de cartera vigente a deuda neta se viera presionada. Cabe destacar que, a pesar del decremento en el indicador, estos niveles son de fortaleza, demostrando la capacidad de Value Arrendadora de hacer frente a sus pasivos a través de los flujos generados por los activos productivos de la misma. Finalmente, la razón de cartera vigente a deuda neta bajo un escenario económico de estrés se vería ligeramente presionada. Sin embargo se mantendría en niveles similares a los actuales. Esto ya que la cartera vigente disminuiría a causa del deterioro observado. Cabe destacar que a pesar del deterioro estos niveles reflejan una capacidad por parte de la Arrendadora para hacer frente a sus compromisos financieros.

De acuerdo al análisis de riesgos realizado, HR Ratings ratificó la calificación crediticia de largo plazo de HR A+ con Perspectiva Estable para la emisión de Certificados Bursátiles de largo plazo con clave de pizarra VALARRE 11 de Value Arrendadora.

ANEXOS – Escenario Base

Balance General: Value Arrendadora Escenario Base (Cifras en millones de pesos)	Anual					Trimestral	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P*	1T13	1T14
ACTIVO TOTAL	2,000.1	2,404.8	2,385.9	2,677.8	3,359.0	2,255.3	2,491.5
Activo Circulante	1,762.0	2,146.4	2,077.3	2,342.3	2,992.5	2,006.4	2,169.2
Efectivo e Inversiones Temporales	907.6	966.0	481.4	80.3	192.2	854.2	530.6
Efectivo	25.7	19.2	40.3	23.3	21.1	22.5	76.9
Inversiones Temporales	881.0	944.9	439.9	50.7	164.7	795.5	451.7
Efectivo Restringido	0.9	1.9	1.2	1.3	1.3	1.7	1.7
Saldos Deudores en Operaciones de Reporto	0.0	0.0	0.0	5.0	5.0	34.5	0.4
Cartera de Arrendamiento Financiero y Crédito Neto	781.5	1,099.5	1,548.4	2,117.1	2,651.1	1,090.3	1,581.7
Cartera en Arrendamiento Financiero y Créditos (Vigente)	797.4	1,115.7	1,569.9	2,146.4	2,695.0	1,108.3	1,604.3
Cartera en Arrendamiento Financiero y Créditos (Vencida)	7.5	7.4	5.8	14.4	21.5	6.1	6.7
Estimaciones Preventivas para Riesgos Crediticios	(23.4)	(23.6)	(27.3)	(43.7)	(65.4)	(24.1)	(29.3)
Activo a Largo Plazo	72.9	80.9	47.6	144.9	149.3	61.8	56.8
Cuentas y Documentos por Cobrar**	72.9	80.9	45.1	142.4	146.8	59.3	56.8
Bienes Adjudicados	0.0	0.0	2.5	2.5	2.5	2.5	0.0
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	215.0	230.5	273.1	279.6	301.0	220.9	276.3
Inmuebles y Mobiliario	215.0	230.5	273.1	279.6	301.0	220.9	276.3
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	4.8	2.6	4.5	12.8	12.8	2.6	4.5
Otros Activos***	18.3	25.4	31.0	43.1	52.7	25.5	41.6
PASIVO TOTAL	1,011.4	1,269.5	1,547.1	1,781.8	2,309.4	1,214.5	1,618.3
Pasivo Circulante	438.8	629.5	414.0	516.7	1,053.2	527.1	515.4
Préstamos Bancarios	130.2	177.1	360.3	366.3	662.7	215.6	402.3
Pasivos Bursátiles	250.6	250.6	0.0	0.0	200.0	250.6	0.0
Proveedores	58.0	201.9	53.7	150.5	190.5	60.8	113.2
Pasivo con Costo a Largo Plazo	557.8	617.6	1,106.5	1,236.4	1,226.4	660.2	1,078.2
Préstamos Bancarios	107.3	166.5	405.3	533.6	723.6	209.1	376.2
Pasivos Bursátiles	450.6	451.1	701.2	702.8	502.8	451.0	702.0
Créditos Diferidos	14.8	22.4	26.5	28.6	29.8	27.2	24.6
CAPITAL CONTABLE	988.7	1,135.3	838.9	896.1	1,049.6	1,040.9	873.2
Contribuido	430.7	430.7	414.6	414.6	414.6	304.6	414.6
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	126.1	126.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital Social	122.2	122.2	232.2	232.2	232.2	122.2	232.2
Actualización de Capital Social	182.4	182.4	182.4	182.4	182.4	182.4	182.4
Ganado	558.0	704.6	424.3	481.5	635.0	736.3	458.6
Resultado Neto	103.5	146.7	194.6	131.7	153.5	31.6	34.4
Reservas de Capital	44.9	50.1	7.3	7.3	7.3	57.4	17.1
Utilidad de Ejercicios Anteriores	409.6	507.9	222.3	342.5	474.1	647.2	407.2
Deuda Total	938.7	1,045.3	1,466.8	1,602.7	2,089.1	1,126.4	1,480.5
Deuda Neta	32.0	81.2	986.6	1,523.7	1,898.3	273.8	951.5
Contratos de Arrendamiento Puro	204.1	220.8	319.4	234.4	241.9	212.2	212.2
Cartera Total	1,009.0	1,343.9	1,895.1	2,395.3	2,958.3	1,326.6	1,823.2

Fuente: HR Ratings con información trimestral interna y anual dictaminada por "PwC", proporcionada por la Arrendadora.

*Proyecciones realizadas en el reporte de revisión anual con fecha del 12 de noviembre de 2013.

**Otras cuentas por Cobrar: Impuestos a favor, seguros por cobrar y otros.

***Otros Activos: Cargos diferidos e intangibles: pagos anticipados por seguros y gastos de colocación de CEBURS.

Estado de Resultados: Value Arrendadora Escenario Base (Cifras en millones de pesos)	Anual					Trimestral	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P*	1T13	1T14
Ingresos por intereses	264.2	298.8	288.4	394.4	466.5	67.3	76.4
Ingresos por Intereses	137.6	181.2	167.2	257.6	326.6	40.6	41.9
Ingresos por Arrendamiento Operativo	123.0	112.5	113.6	127.1	128.3	25.0	32.3
Venta de Residuales de Arrendamiento Financiero	3.5	5.1	7.6	9.7	11.6	1.6	2.2
Gastos Netos	141.8	147.3	156.4	194.5	233.3	38.5	44.0
Gastos por Intereses	62.5	71.8	80.9	109.1	128.5	19.5	21.6
Depreciación de Bienes en Arrendamiento Operativo	79.2	75.5	75.5	85.4	104.8	19.0	22.3
Margen Financiero	122.4	151.5	132.0	199.9	233.2	28.7	32.5
Estimación Preventiva para Riesgos Crediticios	3.3	4.1	4.9	16.3	24.9	0.8	2.7
Margen Financiero Ajustado por Riesgos Crediticios	119.1	147.5	127.1	183.6	208.3	28.0	29.7
Comisiones y Tarifas Cobradas	15.2	15.9	16.1	18.2	21.2	3.7	4.3
Comisiones y Tarifas Pagadas	3.3	1.4	1.3	3.8	4.5	0.3	0.3
Resultado por Intermediación	23.9	48.3	117.0	9.4	9.1	11.4	18.5
Ingresos (Egresos) Totales de la Operación	154.9	210.3	259.0	207.4	234.2	42.8	52.2
Gastos de Administración	53.5	59.3	81.4	81.3	92.6	15.9	24.6
Resultado de la Operación	101.4	150.9	177.5	126.1	141.6	26.9	27.6
Otros Productos y Gastos Netos	34.0	40.7	69.5	53.7	65.9	12.2	13.7
Utilidad Antes de ISR y PTU	135.4	191.6	247.0	179.8	207.4	39.1	41.4
ISR y PTU Causados	25.1	42.7	54.3	46.7	53.9	0.0	0.0
ISR y PTU Diferidos	6.9	2.2	(1.9)	1.3	0.0	7.5	7.0
Resultado Neto	103.5	146.7	194.6	131.7	153.5	31.6	34.4

Fuente: HR Ratings con información trimestral interna y anual dictaminada por "PwC", proporcionada por la Arrendadora.

*Proyecciones realizadas en el reporte de revisión anual con fecha del 12 de noviembre de 2013.

Métricas Financieras	2011	2012	2013	2014P*	2015P*	1T13	1T14
Índice de Morosidad	0.8%	0.6%	0.4%	0.7%	0.8%	0.5%	0.4%
Índice de Morosidad Ajustado	1.3%	1.0%	0.4%	0.7%	1.0%	0.9%	0.5%
Índice de Cobertura	3.1	3.2	4.7	3.0	3.0	3.9	4.4
MIN Ajustado	7.1%	7.6%	6.1%	8.8%	7.9%	6.3%	6.1%
Índice de Eficiencia	33.8%	27.7%	30.9%	36.4%	35.7%	29.3%	32.7%
Índice de Eficiencia Operativa	3.2%	3.1%	3.9%	3.9%	3.5%	3.1%	4.2%
ROA Promedio	5.4%	6.5%	8.1%	5.2%	5.0%	6.0%	8.0%
ROE Promedio	10.8%	13.6%	19.3%	15.6%	15.5%	12.9%	20.4%
Índice de Capitalización	53.8%	52.5%	40.5%	39.9%	36.0%	49.0%	39.6%
Razón de Apalancamiento	1.1	1.1	1.3	2.0	2.1	1.2	1.9
Spread de Tasas	8.9%	8.3%	7.7%	11.6%	10.9%	7.0%	8.1%
Tasa Activa	15.8%	15.4%	13.9%	18.8%	17.6%	14.1%	14.0%
Tasa Pasiva	7.0%	7.1%	6.2%	7.2%	6.8%	7.0%	6.0%
Cartera Vigente a Deuda Neta	23.7	12.3	1.4	1.3	1.3	3.9	1.6

Fuente: HR Ratings con información trimestral interna y anual dictaminada por "PwC", proporcionada por la Arrendadora.

*Proyecciones realizadas en el reporte de revisión anual con fecha del 12 de noviembre de 2013.

Flujo de Efectivo: Value Arrendadora Escenario Base (Cifras en millones de pesos)	Anual					Trimestral	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P*	1T13	1T14
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad Neta	103.5	146.7	194.6	131.7	153.5	31.6	34.4
+Estimación del Ejercicio	3.3	4.1	4.9	16.3	24.9	0.8	2.7
+Depreciación y Amortización	79.2	75.5	75.5	85.4	104.8	19.0	22.3
+(-) Impuestos Diferidos	6.9	2.2	(1.9)	1.3	0.0	7.5	7.0
+(-) Resultado por Intermediación	(23.9)	(48.3)	(117.0)	(9.4)	(9.1)	(11.4)	(18.5)
(-) Utilidad en Venta de Activo Fijo	(27.0)	(18.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+(-) Intereses Devengados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flujo Derivado de Resultados	141.9	161.8	156.1	225.3	274.1	47.5	48.0
+(-) Decremento (Incremento) en Cartera de Crédito	(65.5)	(322.0)	(448.9)	(536.9)	(558.8)	30.0	(48.5)
+(-) Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	84.7	(16.5)	505.7	220.0	(105.0)	126.5	5.9
+(-) Decr. (Incr.) en Inversiones en Valores	65.1	(15.1)	504.9	220.0	(105.0)	126.5	6.9
+(-) Decr. (Incr.) en Instrumentos Financieros Derivados	(0.8)	(1.4)	0.7	0.0	0.0	0.0	(0.7)
+(-) Decr. (Incr.) en Operaciones de Reporto	20.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.4)
+(-) Decr. (Incr.) en Otros Activos Operativos	25.8	32.1	82.3	(19.8)	(14.0)	0.8	3.0
+(-) Incremento (Decremento) en Proveedores	(50.1)	101.1	(211.6)	24.7	41.2	(148.5)	52.5
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(5.1)	(205.3)	(72.5)	(312.0)	(636.6)	8.7	12.8
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Oper.	136.9	(43.5)	83.6	(86.7)	(362.5)	56.2	60.8
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
+Cobros por Disposición de Mobiliario y Equipo	80.2	50.4	32.8	0.0	0.0	10.7	16.7
-Inversión en Inmuebles, Planta y Equipo	(169.7)	(123.0)	(147.9)	(121.2)	(126.1)	(20.9)	(42.1)
+(-) Otras Actividades de Inversión	(0.0)	3.1	(4.0)	0.0	0.0	2.3	(12.5)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(89.6)	(69.6)	(119.1)	(121.2)	(126.1)	(7.9)	(37.8)
Efectivo Exced. (Req.) para aplicar en Activid. de Financ.	47.3	(113.0)	(35.5)	(207.9)	(488.6)	48.3	23.0
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
+Disposición de Financiamientos Bancarios	53.6	106.1	422.0	363.0	790.0	81.2	12.9
+Disposición de Financiamientos Bursátiles	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.8
-Amortización de Financiamientos Bancarios	0.0	0.0	0.0	(157.9)	(303.6)	(0.0)	0.0
-Amortización de Financiamientos Bursátiles	(101.7)	0.0	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
(-)Dividendos Pagados o Reembolsos	0.0	0.0	(365.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
Incre. (Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(0.8)	(6.4)	21.1	(2.8)	(2.2)	3.3	36.6
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	26.5	25.6	19.2	26.0***	23.3	19.2	40.3
Efectivo y equiv. al final del Periodo	25.6	19.2	40.3	23.3	21.1	22.5	76.9
Flujo Libre de Efectivo**	64.2	102.1	164.1	109.8	136.4	34.5	31.9

Fuente: HR Ratings con información trimestral interna y anual dictaminada por "PwC", proporcionada por la Arrendadora.

*Proyecciones realizadas en el reporte de revisión anual con fecha del 12 de noviembre de 2013.

**Flujo Libre de Efectivo: Flujo Neto de Actividades de Operación - Estimaciones del Ejercicio - Depreciación + Cambio en Activos Operativos + Cambio en Pasivos Operativos

***Cifra no comparable al haber sido proyectada previo a obtener los resultados reales de la Arrendadora.

Flujo Libre de Efectivo	2011	2012	2013	2014P*	2015P*	1T13	1T14
Flujos Netos Derivados de Resultados	141.9	161.8	156.1	225.3	274.1	47.5	48.0
-Estimación del Ejercicio	3.3	4.1	4.9	16.3	24.9	0.8	2.7
-Depreciación y Amortización	79.2	75.5	75.5	85.4	104.8	19.0	22.3
+Otros Activos Operativos	(1.2)	13.8	82.3	(19.8)	(14.0)	0.8	3.0
+Proveedores (promedio histórico)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
FLE	64.2	102.1	164.1	109.8	136.4	34.5	31.9

ANEXOS – Escenario de Estrés

Balance General: Value Arrendadora Escenario Estrés (Cifras en millones de pesos)	Anual					Trimestral	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P*	1T13	1T14
ACTIVO TOTAL	2,000.1	2,404.8	2,385.9	2,311.2	2,626.3	2,255.3	2,491.5
Activo Circulante	1,762.0	2,146.4	2,077.3	1,976.1	2,260.1	2,006.4	2,169.2
Efectivo e Inversiones Temporales	907.6	966.0	481.4	93.0	147.0	854.2	530.6
Efectivo	25.7	19.2	40.3	22.8	26.3	22.5	76.9
Inversiones Temporales	881.0	944.9	439.9	63.9	114.4	795.5	451.7
Efectivo Restringido	0.9	1.9	1.2	1.3	1.3	1.7	1.7
Saldos Deudores en Operaciones de Reporto	0.0	0.0	0.0	5.0	5.0	34.5	0.4
Cartera de Arrendamiento Financiero y Crédito Neto	781.5	1,099.5	1,548.4	1,738.1	1,963.8	1,090.3	1,581.7
Cartera en Arrendamiento Financiero y Créditos (Vigente)	797.4	1,115.7	1,569.9	2,011.5	2,370.1	1,108.3	1,604.3
Cartera en Arrendamiento Financiero y Créditos (Vencida)	7.5	7.4	5.8	139.4	206.2	6.1	6.7
Estimaciones Preventivas para Riesgos Crediticios	(23.4)	(23.6)	(27.3)	(412.8)	(612.6)	(24.1)	(29.3)
Activo a Largo Plazo	72.9	80.9	47.6	144.9	149.3	61.8	56.8
Cuentas y Documentos por Cobrar**	72.9	80.9	45.1	142.4	146.8	59.3	56.8
Bienes Adjudicados	0.0	0.0	2.5	2.5	2.5	2.5	0.0
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	215.0	230.5	273.1	279.6	301.0	220.9	276.3
Inmuebles y Mobiliario	215.0	230.5	273.1	279.6	301.0	220.9	276.3
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	4.8	2.6	4.5	12.5	12.5	2.6	4.5
Otros Activos***	18.3	25.4	31.0	43.1	52.7	25.5	41.6
PASIVO TOTAL	1,011.4	1,269.5	1,547.1	1,787.7	2,161.5	1,214.5	1,618.3
Pasivo Circulante	438.8	629.5	414.0	522.6	905.3	527.1	515.4
Préstamos Bancarios	130.2	177.1	360.3	372.2	514.8	215.6	402.3
Pasivos Bursátiles	250.6	250.6	0.0	0.0	200.0	250.6	0.0
Proveedores	58.0	201.9	53.7	150.5	190.5	60.8	113.2
Pasivo con Costo a Largo Plazo	557.8	617.6	1,106.5	1,236.4	1,226.4	660.2	1,078.2
Préstamos Bancarios	107.3	166.5	405.3	533.6	723.6	209.1	376.2
Pasivos Bursátiles	450.6	451.1	701.2	702.8	502.8	451.0	702.0
Créditos Diferidos	14.8	22.4	26.5	28.6	29.8	27.2	24.6
CAPITAL CONTABLE	988.7	1,135.3	838.9	523.6	464.8	1,040.9	873.2
Contribuido	430.7	430.7	414.6	414.6	414.6	304.6	414.6
Aportaciones para Futuros Aumentos de Capital	126.1	126.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital Social	122.2	122.2	232.2	232.2	232.2	122.2	232.2
Actualización de Capital Social	182.4	182.4	182.4	182.4	182.4	182.4	182.4
Ganado	558.0	704.6	424.3	109.0	50.2	736.3	458.6
Resultado Neto	103.5	146.7	194.6	(237.1)	(58.8)	31.6	34.4
Reservas de Capital	44.9	50.1	7.3	7.3	7.3	57.4	17.1
Utilidad de Ejercicios Anteriores	409.6	507.9	222.3	338.8	101.7	647.2	407.2
Deuda Total	938.7	1,045.3	1,466.8	1,608.6	1,941.2	1,126.4	1,480.5
Deuda Neta	32.0	81.2	986.6	1,516.9	1,795.5	273.8	951.5
Contratos de Arrendamiento Puro	204.1	220.8	319.4	234.4	241.9	212.2	212.2
Cartera Total	1,009.0	1,343.9	1,895.1	2,385.4	2,818.2	1,326.6	1,823.2

Fuente: HR Ratings con información trimestral interna y anual dictaminada por "PwC", proporcionada por la Arrendadora.

*Proyecciones realizadas en el reporte de revisión anual con fecha del 12 de noviembre de 2013.

**Otras cuentas por Cobrar: Impuestos a favor, seguros por cobrar y otros.

***Otros Activos: Cargos diferidos e intangibles; pagos anticipados por seguros y gastos de colocación de CEBURS.

Estado de Resultados: Value Arrendadora Escenario Estrés (Cifras en millones de pesos)	Anual					Trimestral	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P*	1T13	1T14
Ingresos por intereses	264.2	298.8	288.4	385.8	436.8	67.3	76.4
Ingresos por Intereses	137.6	181.2	167.2	249.1	296.9	40.6	41.9
Ingresos por Arrendamiento Operativo	123.0	112.5	113.6	127.1	128.3	25.0	32.3
Venta de Residuales de Arrendamiento Financiero	3.5	5.1	7.6	9.7	11.6	1.6	2.2
Gastos Netos	141.8	147.3	156.4	194.1	231.1	38.5	44.0
Gastos por Intereses	62.5	71.8	80.9	108.7	126.4	19.5	21.6
Depreciación de Bienes en Arrendamiento Operativo	79.2	75.5	75.5	85.4	104.8	19.0	22.3
Margen Financiero	122.4	151.5	132.0	191.8	205.7	28.7	32.5
Estimación Preventiva para Riesgos Crediticios	3.3	4.1	4.9	393.7	229.0	0.8	2.7
Margen Financiero Ajustado por Riesgos Crediticios	119.1	147.5	127.1	(201.9)	(23.3)	28.0	29.7
Comisiones y Tarifas Cobradas	15.2	15.9	16.1	18.2	21.2	3.7	4.3
Comisiones y Tarifas Pagadas	3.3	1.4	1.3	3.8	4.5	0.3	0.3
Resultado por Intermediación	23.9	48.3	117.0	0.7	0.5	11.4	18.5
Ingresos (Egresos) Totales de la Operación	154.9	210.3	259.0	(186.8)	(6.1)	42.8	52.2
Gastos de Administración	53.5	59.3	81.4	104.0	118.6	15.9	24.6
Resultado de la Operación	101.4	150.9	177.5	(290.8)	(124.7)	26.9	27.6
Otros Productos y Gastos Netos	34.0	40.7	69.5	53.7	65.9	12.2	13.7
Utilidad Antes de ISR y PTU	135.4	191.6	247.0	(237.1)	(58.8)	39.1	41.4
ISR y PTU Causados	25.1	42.7	54.3	0.0	0.0	0.0	0.0
ISR y PTU Diferidos	6.9	2.2	(1.9)	0.0	0.0	7.5	7.0
Resultado Neto	103.5	146.7	194.6	(237.1)	(58.8)	31.6	34.4

Fuente: HR Ratings con información trimestral interna y anual dictaminada por "PwC", proporcionada por la Arrendadora.

*Proyecciones realizadas en el reporte de revisión anual con fecha del 12 de noviembre de 2013.

Métricas Financieras	2011	2012	2013	2014P*	2015P*	1T13	1T14
Índice de Morosidad	0.8%	0.6%	0.4%	6.4%	7.7%	0.5%	0.4%
Índice de Morosidad Ajustado	1.3%	1.0%	0.4%	6.4%	7.7%	0.9%	0.5%
Índice de Cobertura	3.1	3.2	4.7	3.0	3.0	3.9	4.4
MIN Ajustado	7.1%	7.6%	6.1%	-9.7%	-0.9%	6.3%	6.1%
Índice de Eficiencia	33.8%	27.7%	30.9%	50.3%	53.2%	29.3%	32.7%
Índice de Eficiencia Operativa	3.2%	3.1%	3.9%	5.0%	4.6%	3.1%	4.2%
ROA Promedio	5.4%	6.5%	8.1%	-10.4%	-2.3%	6.0%	8.0%
ROE Promedio	10.8%	13.6%	19.3%	-38.4%	-12.0%	12.9%	20.4%
Índice de Capitalización	53.8%	52.5%	40.5%	23.2%	16.7%	49.0%	39.6%
Razón de Apalancamiento	1.1	1.1	1.3	2.5	4.0	1.2	1.9
Spread de Tasas	8.9%	8.3%	7.7%	11.3%	10.2%	7.0%	8.1%
Tasa Activa	15.8%	15.4%	13.9%	18.5%	17.1%	14.1%	14.0%
Tasa Pasiva	7.0%	7.1%	6.2%	7.2%	6.9%	7.0%	6.0%
Cartera Vigente a Deuda Neta	23.7	12.3	1.4	1.2	1.2	3.9	1.6

Fuente: HR Ratings con información trimestral interna y anual dictaminada por "PwC", proporcionada por la Arrendadora.

*Proyecciones realizadas en el reporte de revisión anual con fecha del 12 de noviembre de 2013.

Flujo de Efectivo: Value Arrendadora Escenario Estrés (Cifras en millones de pesos)	Anual					Trimestral	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P*	1T13	1T14
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN							
Utilidad Neta	103.5	146.7	194.6	(237.1)	(58.8)	31.6	34.4
+Estimación del Ejercicio	3.3	4.1	4.9	393.7	229.0	0.8	2.7
+Depreciación y Amortización	79.2	75.5	75.5	85.4	104.8	19.0	22.3
+(-) Impuestos Diferidos	6.9	2.2	(1.9)	0.0	0.0	7.5	7.0
+(-) Resultado por Intermediación	(23.9)	(48.3)	(117.0)	(0.7)	(0.5)	(11.4)	(18.5)
(-) Utilidad en Venta de Activo Fijo	(27.0)	(18.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+(-) Intereses Devengados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flujo Derivado de Resultados	141.9	161.8	156.1	241.2	274.5	47.5	48.0
+(-) Decremento (Incremento) en Cartera de Crédito	(65.5)	(322.0)	(448.9)	(536.0)	(454.7)	30.0	(48.5)
+(-) Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	84.7	(16.5)	505.7	200.0	(50.0)	126.5	5.9
+(-) Decr. (Incr.) en Inversiones en Valores	65.1	(15.1)	504.9	200.0	(50.0)	126.5	6.9
+(-) Decr. (Incr.) en Instrumentos Financieros Derivados	(0.8)	(1.4)	0.7	0.0	0.0	0.0	(0.7)
+(-) Decr. (Incr.) en Operaciones de Reporto	20.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.4)
+(-) Decr. (Incr.) en Otros Activos Operativos	25.8	32.1	82.3	(19.8)	(14.0)	0.8	3.0
+(-) Incremento (Decremento) en Proveedores	(50.1)	101.1	(211.6)	24.7	41.2	(148.5)	52.5
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	(5.1)	(205.3)	(72.5)	(331.1)	(477.6)	8.7	12.8
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Oper.	136.9	(43.5)	83.6	(89.8)	(203.0)	56.2	60.8
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
+Cobros por Disposición de Mobiliario y Equipo	80.2	50.4	32.8	0.0	0.0	10.7	16.7
-Inversión en Inmuebles, Planta y Equipo	(169.7)	(123.0)	(147.9)	(121.2)	(126.1)	(20.9)	(42.1)
+(-) Otras Actividades de Inversión	(0.0)	3.1	(4.0)	0.0	0.0	2.3	(12.5)
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	(89.6)	(69.6)	(119.1)	(121.2)	(126.1)	(7.9)	(37.8)
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	47.3	(113.0)	(35.5)	(211.0)	(329.1)	48.3	23.0
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO							
+Disposición de Financiamientos Bancarios	53.6	106.1	422.0	369.0	622.0	81.2	12.9
+Disposición de Financiamientos Bursátiles	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.8
-Amortización de Financiamientos Bancarios	0.0	0.0	0.0	(155.0)	(289.4)	(0.0)	0.0
-Amortización de Financiamientos Bursátiles	(101.7)	0.0	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
(-)Dividendos Pagados o Reembolsos	0.0	0.0	(365.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	(0.8)	(6.4)	21.1	3.0	3.5	3.3	36.6
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	26.5	25.6	19.2	19.8***	22.8	19.2	40.3
Efectivo y equiv. al final del Periodo	25.6	19.2	40.3	22.8	26.3	22.5	76.9
Flujo Libre de Efectivo**	64.2	102.1	164.1	(251.7)	(67.3)	34.5	31.9

Fuente: HR Ratings con información trimestral interna y anual dictaminada por "PwC", proporcionada por la Arrendadora.

*Proyecciones realizadas en el reporte de revisión anual con fecha del 12 de noviembre de 2013.

**Flujo Libre de Efectivo: Flujo Neto de Actividades de Operación - Estimaciones del Ejercicio - Depreciación + Cambio en Activos Operativos + Cambio en Pasivos Operativos

***Cifra no comparable al haber sido proyectada previo a obtener los resultados reales de la Arrendadora.

Flujo Libre de Efectivo	2011	2012	2013	2014P*	2015P*	1T13	1T14
Flujos Netos Derivados de Resultados	141.9	161.8	156.1	241.2	274.5	47.5	48.0
-Estimación del Ejercicio	3.3	4.1	4.9	393.7	229.0	0.8	2.7
-Depreciación y Amortización	79.2	75.5	75.5	85.4	104.8	19.0	22.3
+Otros Activos Operativos	(1.2)	13.8	82.3	(19.8)	(14.0)	0.8	3.0
+Proveedores (promedio histórico)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
FLE	64.2	102.1	164.1	(251.7)	(67.3)	34.5	31.9

HR Ratings Alta Dirección

Dirección General

Presidente y Director General

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Director General Adjunto

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General de Operaciones

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3145
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

U.S. Public Finance

Julie García Seebach +52 55 1500 3130
julie.seebach@hrratings.com

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Regulación

Director General de Riesgo

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Directora General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

Negocios

Carlos Frías +52 55 1500 3134
carlos.frias@hrratings.com

Salvador Salazar +52 55 1253 6530
salvador.salazar@hrratings.com

Jorge B. González +52 55 1253 6547
jorge.gonzalez@hrratings.com

Administración

Ximena Lara +52 55 1500 3138
ximena.lara@hrratings.com



Contactos

Rafael Aburto
Asociado, HR Ratings
E-mail: rafael.aburto@hrratings.com

Ricardo Guerra
Analista, HR Ratings
E-mail: ricardo.guerra@hrratings.com

Pedro Latapí, CFA
Director Adjunto de Operaciones, HR Ratings
E-mail: pedro.latapi@hrratings.com

Felix Boni
Director de Análisis, HR Ratings
E-mail: felix.boni@hrratings.com

C+ (52-55) 1500 3130

Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadoras:

Metodología de Calificación para Instituciones Financieras No Bancarias (México), Mayo 2009
ADENDUM - Metodología de Calificación para Arrendadoras Financieras y Arrendadoras Puras (México), Enero 2010

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/es/metodologia.aspx

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

Calificación anterior	HR A+ / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	12 de noviembre de 2013
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T11 al 1T14
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera interna y anual dictaminada por PwC, S.C., proporcionada por la Arrendadora
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N/A
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N/A

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora.

Las calificaciones y/u opiniones otorgadas o emitidas no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo

de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base.

Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde USD1,000 a USD1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).