

### Calificación

DOCUFOR 14

HR A

### Revisión Especial

#### Contactos

##### Claudio Bustamante

Analista  
claudio.bustamante@hrratings.com

##### Daniel González

Asociado  
daniel.gonzalez@hrratings.com

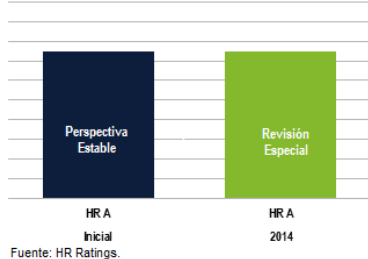
##### Fernando Sandoval

Asociado  
fernando.sandoval@hrratings.com

##### Pedro Latapí, CFA

Director Adjunto de Operaciones  
pedro.latapi@hrratings.com

#### Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

### Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para la Emisión con clave de pizarra DOCUFOR 14 es HR A con Revisión Especial. Esta calificación, en escala local, significa que el emisor o emisión ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda y mantiene bajo riesgo crediticio ante escenarios económicos adversos.

## HR Ratings ratificó la calificación crediticia de Largo Plazo de HR A con Revisión Especial para la Emisión de CEBURS con clave de pizarra DOCUFOR 14, la cual pretende realizar Docuformas.

La ratificación en la calificación asignada a los Certificados Bursátiles (CEBURS) con clave de pizarra DOCUFOR 14 (la Emisión) se basó en la calificación de contraparte de Largo Plazo asignada por HR Ratings para Docuformas, S.A.P.I. de C.V. (Docuformas y/o la Arrendadora), la cual se ratificó el día 25 de julio de 2014 en HR A- con Revisión Especial (ver "Calificación del Emisor" en este documento). Asimismo, se consideró como una fuente de pago adicional la garantía del 20.0% del saldo insoluto de principal de la Emisión a través de la separación en un Fideicomiso de recursos líquidos obtenidos al momento de emisión para hacer frente a dicho porcentaje. Por parte de la calificación del Emisor, esta se debe al adecuado desempeño financiero mostrado, manteniendo a las principales métricas de solvencia y rentabilidad en rangos de fortaleza. Lo anterior por la elevada generación de utilidades netas, lo cual fortalece de manera importante el Capital Contable. No obstante, la calidad de los activos productivos se mantiene con una presión marginal, ubicando al índice de morosidad e índice de morosidad ajustado en niveles moderados. De igual manera, la concentración de la cartera en los clientes principales se deterioró de manera considerable. Cabe mencionar que, a pesar de incrementar la deuda neta de Docuformas, la fortaleza en el Capital Contable mantendría a las principales métricas de solvencia en rangos adecuados. La Revisión Especial de la calificación se debe al anuncio de la Arrendadora donde señala la intención de adquirir el 100.0% de Analistas de Recursos Globales S.A.P.I. de C.V. (ARG y/o la Empresa) y subsidiarias.

La Emisión se pretende realizar por un monto de hasta P\$187.5 millones (m), contará con un plazo de 1,008 días, equivalentes aproximadamente a 36 meses o 3.0 años. Asimismo, se espera que la Emisión pague una tasa de TIIE a 28 días más una sobretasa determinada en el momento de emisión. Esta Emisión se encuentra al amparo del programa de Certificados Bursátiles (el Programa) por un monto de P\$375.0m con una vigencia de 60 meses equivalentes a 5.0 años a partir de la fecha de autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

#### Características de los Emisión de Certificados Bursátiles de Docuformas

<b>Tipo de Valor</b>	Certificados Bursátiles de Largo Plazo
<b>Clave de la Emisión</b>	DOCUFOR 14
<b>Monto de la Emisión</b>	Hasta P\$187.5 millones (m)
<b>Plazo de la Emisión</b>	1,008 días equivalentes a 36 periodos de 28 días
<b>Periodicidad de Pago de Intereses</b>	28 días
<b>Amortización de Principal</b>	El principal de la Emisión tendrá 18 periodos de gracia y se amortizará a partir de periodo 19 mediante 18 pagos iguales equivalentes al 5.56% del saldo insoluto inicial de la Emisión hasta el periodo 36
<b>Amortización Anticipada</b>	Los Certificados Bursátiles podrán ser amortizados anticipadamente mediante el pago de una prima, la cual depende, en su formato de cálculo, del plazo transcurrido desde la fecha de emisión
<b>Garantía</b>	Garantía quirografaria Docuformas, en adición de una fuente adicional de pago compuesta por el 20.0% de los recursos obtenidos al momento de cada Emisión
<b>Tasa de la Emisión</b>	Tasa de Interés Bruta Anual calculada sobre TIIE a 28 días + una sobretasa a determinarse en la fecha de la emisión
<b>Destino de los Fondos</b>	Los recursos serán aplicados por Docuformas para cubrir los gastos de la Emisión, así como para el capital de trabajo.
<b>Representante Común</b>	Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Monex

Fuente: HR Ratings con información proporcionada por la Arrendadora

## Principales Factores Considerados

### Descripción de la Fuente Adicional de Pago

Al momento de emisión, Docuformas constituirá un contrato de fideicomiso de administración y fuente adicional de pago, al cual aportará la cantidad que represente el 20.0% del monto obtenido de la Emisión. El Fideicomiso servirá como fuente adicional de pago a los Tenedores de los CEBURS, hasta donde alcance, en los términos y condiciones que se establecen en el propio Fideicomiso y el Prospecto de Colocación. En caso que el Fideicomiso llegue a cubrir el pago de alguna amortización de los CEBURS, la Emisora tendrá la obligación de reintegrar al patrimonio del mismo, equivalentes a las cantidades dispuestas por el fiduciario para dar cumplimiento a los fines del Fideicomiso, en los términos, condiciones y plazos establecidos en el contrato de Fideicomiso. Las obligaciones de pago a cargo del Fideicomiso en relación con los CEBURS serán cumplidas solo en caso de que la Emisora no cuente con recursos para realizar el pago de principal y/o intereses, o éstos no sean suficientes para cumplir con su obligación de pago a los Tenedores de los CEBURS de acuerdo con la mecánica descrita en el contrato de Fideicomiso, en el Programa y en el Título que documenta la presente Emisión.

Emisión DOCUFOR 14		Periodo 1	Periodo 2	Periodo 18	Periodo 19	Periodo 20	Periodo 36
Saldo insoluto al finalizar el periodo	\$ 187,500	\$ 187,500	\$ 187,500	187,500	177,083	\$ 166,667	\$ 0
Amortización de Capital	\$ -	\$ -	\$ -	-	10,417	\$ 10,417	\$ 10,417
TIE de hasta 29 días con nivel de estrés		4.35%	4.33%	4.29%	4.29%	4.29%	4.79%
Sobretasa estimada		2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
Número de días para pago de intereses		28	28	28	28	28	28
Intereses por pagar esperados en escenario de estrés	\$ 1,043	\$ 1,039	1,034	977	\$ 919	\$ 0	
Amortización de Capital e intereses	\$ 1,043	\$ 1,039	1,034	11,394	\$ 11,336	\$ 10,417	
Monto Garantizado a través de Fuente Alterna de Pago	\$ 37,500	\$ 37,500	37,500	35,417	\$ 33,333	\$ 0	
Amortización total en caso de Vencimiento Anticipado	\$ 188,543	\$ 188,539	188,534	178,060	\$ 167,586	\$ 0	
<b>Porcentaje Cubierto por Fuente Alterna de Pago</b>		<b>19.9%</b>	<b>19.9%</b>	<b>19.9%</b>	<b>19.9%</b>	<b>19.9%</b>	<b>19.9%</b>
<b>Porcentaje Cubierto por Docuformas</b>		<b>80.1%</b>	<b>80.1%</b>	<b>80.1%</b>	<b>80.1%</b>	<b>80.1%</b>	<b>80.1%</b>

Fuente: Prospecto Preliminar de DOCUFOR 14 con estimaciones de HR Ratings  
Información en miles de pesos

### Calificación del Emisor

Docuformas, S.A.P.I. de C.V. (Docuformas y/o la Arrendadora) es una compañía fundada en 1996 bajo el nombre de Grupo Docuformas, S.A. de C.V., especializada en el arrendamiento puro de equipo de oficina, así como en la comercialización de consumibles. No obstante, la Arrendadora también ofrece servicios financieros para equipos de comunicación, oftálmicos y de uso industrial. En 2006, Docuformas se convirtió en la primera compañía mediana en participar en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) vía una emisión de deuda de corto plazo. Docuformas cuenta con dos actividades principales, siendo estas el financiamiento por medio de esquemas de arrendamiento puro y la comercialización de consumibles de diferentes marcas. En un principio, Docuformas contaba únicamente con la marca Xerox, sin embargo, la Arrendadora llevó a cabo alianzas estratégicas con Hewlett-Packard (HP), Samsung, Dell, Sharp, Cisco y Devlyn, entre otras, para poder promover sus productos bajo los esquemas manejados. Actualmente, Docuformas cuenta con una plantilla operativa de 66 empleados y más de 30 sucursales. Asimismo, ha mantenido una participación activa en la BMV, a través de colocaciones de deuda con garantía quirografaria.

Supuestos y Resultados: Docuformas (Millones de Pesos)				Escenario Base			Escenario de Estrés		
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	2014P*	2015P	2016P
Cuentas por Cobrar Vigentes	847.9	1,086.6	1,447.5	1,631.1	1,807.5	1,987.3	1,465.5	1,611.3	1,775.1
Cuentas por Cobrar Vencidas	65.1	61.6	62.5	87.3	99.7	112.9	237.3	230.2	214.4
Gastos de Administración	66.5	79.0	73.3	85.6	91.5	97.7	92.6	95.2	99.5
Resultado Neto	54.5	58.9	87.3	95.2	108.3	128.1	-145.5	14.9	32.9
Índice de Morosidad	7.1%	5.4%	4.5%	5.1%	5.2%	5.4%	13.9%	12.5%	10.8%
Índice de Morosidad Ajustado	11.9%	6.9%	5.7%	5.6%	6.0%	6.1%	14.7%	14.2%	12.4%
Índice de Cobertura	1.1	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
MIN Ajustado	13.2%	15.9%	15.7%	13.9%	13.8%	14.2%	-2.8%	7.3%	8.4%
Índice de Eficiencia	45.6%	41.0%	38.5%	34.6%	33.7%	31.4%	65.7%	65.5%	59.5%
Índice de Eficiencia Operativa	7.4%	7.1%	6.6%	5.4%	5.2%	4.9%	6.2%	6.1%	5.7%
ROA Promedio	5.1%	4.4%	4.3%	5.6%	5.8%	6.2%	-9.1%	0.9%	1.8%
ROE Promedio	15.4%	16.6%	16.3%	19.5%	19.6%	19.4%	-38.7%	5.2%	9.8%
Índice de Capitalización	34.9%	32.0%	33.6%	31.5%	32.9%	34.8%	19.1%	19.2%	19.0%
Razón de Apalancamiento	2.0	2.8	2.8	2.5	2.4	2.1	3.3	4.9	4.5
Cartera Vigente / Deuda Neta	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.6	1.5	1.5
**Flujo Libre de Efectivo	45.6	74.0	94.3	103.6	115.6	135.4	-137.1	22.2	40.2

Fuente: HR Ratings con información trimestral proporcionada por la Arrendadora y anual dictaminada por E&Y

\*Proyecciones realizadas en el reporte con fecha del 30 de junio de 2014.

\*\*Flujo Libre de Efectivo: Flujo Neto de Actividades de Operación - Estimaciones del Ejercicio - Depreciación + Proveedores

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- **Fortaleza de los niveles de solvencia de la Arrendadora, con un índice de capitalización de 29.3%, una razón de apalancamiento de 2.8x y una razón de cartera vigente a deuda neta de 2.2x al 3T14 (vs. 30.2%, 2.9x y 1.8x respectivamente al 3T13):** La fortaleza en la solvencia de la Arrendadora se debe a un Capital Contable fortalecido, principalmente a través de una adecuada generación de resultados netos.
- **Fortaleza en los niveles de rentabilidad de la Arrendadora, con un ROA y ROE Promedio de 6.0% y 23.0% al 3T14 (vs. 4.4% y 17.0% respectivamente al 3T13):** La elevada generación de ingresos operativos, impulsado por la adecuada gestión de gastos operativos y una elevada calidad de activos, impulsó la generación de resultados netos favorables para la Arrendadora y con ello el fortalecimiento del Capital Contable.
- **Moderada calidad de los activos productivos, con un índice de morosidad de 5.5% y un índice de morosidad ajustado de 5.5% al 3T14 (vs. 4.2% y 5.5% respectivamente al 3T13):** Las adecuadas prácticas de originación y seguimiento de la cartera de cuentas por cobrar, mantienen una relativamente moderada calidad de los activos productivos.
- **Fortaleza en la liquidez de la Arrendadora, con una brecha ponderada a capital en niveles de 24.5% al 3T14 (60.8% al 3T13):** La mezcla de financiamiento de activos productivos a través del capital y pasivos, así como el adecuado calce de los activos y pasivos mantienen al nivel de liquidez de la Arrendadora como una fortaleza cuantitativa.
- **Elevada concentración de la cartera en los clientes principales, representado el 44.4% de la cartera y 1.5x el Capital Contable de la Arrendadora al 3T14 (vs. 43.4% y 1.5x al 3T13):** La elevada concentración de la cartera en los clientes principales, compromete de manera importante el capital de Docuformas, principalmente en caso del incumplimiento de pago de un cliente bajo un escenario de estrés.

En julio del 2014, Docuformas emitió un anuncio donde la Arrendadora señala la intención de adquirir el 100.0% de ARG y subsidiarias. La adquisición sería por un monto aproximado de P\$402.0m, el cual se fondeará a través de una aportación de capital, así como con la contratación de un pasivo bancario. El plazo del crédito será de seis años, donde los primeros dos solo se pagan intereses y en los siguientes cuatro comienza el calendario de amortización.

Con respecto a la evolución de la cartera de cuentas por cobrar de Docuformas, esta ha mantenido un crecimiento constante en los últimos periodos. Lo anterior principalmente por la adecuada gestión en la originación de los activos productivos. En ese sentido, la cartera de cuentas por cobrar total se colocó en niveles de P\$1,517.2m al 3T14 (vs. P\$1,461.1m al 2T13). Lo anterior se traduce en un crecimiento anual del 3.8% del 3T13 al 3T14 (vs. 8.4% del 3T12 al 3T13). En línea con lo anterior, al 3T14 Docuformas cuenta con 743 contratos de arrendamiento, lo que se traduce en un monto promedio de originación de P\$2.0m, con una tasa de colocación y un plazo promedio ponderados, de 34.0% y 3.6 años, respectivamente. Asimismo, la calidad de los activos productivos de Docuformas, se mantuvo en niveles moderados, derivado del incremento en el nivel de colocación de la Arrendadora. Lo anterior, tuvo como consecuencia un incremento del índice de morosidad, cerrando en niveles de 5.5% al 3T14 (vs. 4.2% al 3T13). Por otra parte, la Arrendadora mantiene una política moderada de castigos a cuentas de balance, por lo que en los últimos 12 meses, Docuformas realizó castigos por un monto de P\$20.6m (vs. P\$20.6m del 4T12 al 3T13). En ese sentido, el índice de morosidad ajustado se colocó en niveles de 5.5% al 3T14 (vs. 5.5% al 3T13). Lo anterior refleja un deterioro considerable en la calidad de los activos productivos de la Arrendadora e el transcurso del 2014. Por otra parte, la concentración en clientes principales se mantiene deteriorada, principalmente por un incremento nominal en la originación de cartera en los mismos. En ese sentido, los clientes principales de Docuformas representan el 44.4% de la cartera total y 1.5x el Capital Contable al 3T14 (vs. 51.9% y 1.6x respectivamente al 3T13). HR Ratings considera que la Arrendadora, de haber mostrado un nivel de concentración moderado, ahora se mantiene en niveles elevados. Lo anterior lleva a que el capital contable esté altamente expuesto y muestre una elevada sensibilidad ante la falta de pago de alguno de estos clientes.

En línea con una adecuada generación de ingresos operativos, y con el elevado nivel de gestión en los gastos de administración, la rentabilidad de la Arrendadora se observó fuertemente beneficiada al 3T14, con un resultado neto acumulado 12 meses en niveles de P\$96.6m (vs. P\$66.8m del 4T12 al 3T13). Lo anterior, trajo consigo un beneficio importante a los indicadores de rentabilidad de Docuformas, en donde el ROA Promedio y ROE Promedio se ubicaron en niveles de 6.0% y 23.0%, respectivamente al 3T14 (vs. 4.4% y 17.0% al 3T13). Es importante comentar que ambos indicadores de rentabilidad se encuentran en niveles de fortaleza relativa al sector.

Asimismo, el robustecimiento del Capital Contable de la Arrendadora, derivado de la importante generación de resultados netos favorables, mantuvo en niveles adecuados a los principales indicadores de solvencia de la Arrendadora. En ese sentido, el índice de capitalización y la razón de apalancamiento, se mantuvieron en rangos de adecuados, cerrando en 29.3% y 2.8x, respectivamente al 3T14 (vs. 30.2% y 2.9x al 3T13). Lo anterior es considerado por HR Ratings como una posición de fortaleza financiera considerable para la Arrendadora. En línea con lo anterior, debido al robustecimiento del Capital Contable de la Arrendadora, la razón de cartera vigente a deuda neta se fortaleció, cerrando en niveles de 2.2x al 3T14 (vs. 1.8x al 3T13). Es importante comentar que los niveles de cartera vigente a deuda neta de la Arrendadora, mantienen una elevada capacidad de hacer frente a sus pasivos con costo, a través de sus activos productivos, lo que refleja la fortaleza financiera de la Arrendadora.

**ANEXOS – Escenario Base**

Las proyecciones financieras de los escenarios se realizaron en el reporte de revisión anual del 30 de junio de 2014, fecha en la que HR Ratings desconocía las intenciones de la Arrendadora para comprar ARG por lo que, estas no muestran el posible efecto de dicha compra.

Balance: Docuformas (En millones de Pesos)	Anual						9M13	9M14
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P		
<b>Escenario Base</b>								
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>1,163.7</b>	<b>1,427.1</b>	<b>1,583.4</b>	<b>1,788.5</b>	<b>1,957.5</b>	<b>2,133.9</b>	<b>1,544.2</b>	<b>1,642.4</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>919.2</b>	<b>1,178.1</b>	<b>1,511.3</b>	<b>1,691.2</b>	<b>1,867.6</b>	<b>2,050.6</b>	<b>1,452.7</b>	<b>1,505.8</b>
Efectivo e Inversiones Temporales	76.2	97.1	71.9	60.1	60.2	63.3	57.0	83.8
Efectivo	76.2	95.9	70.5	59.4	59.5	62.7	56.3	82.4
Operaciones con Valores y Derivados <sup>1</sup>	0.0	1.2	1.4	0.7	0.7	0.7	0.7	1.4
<b>Cartera de Crédito Total</b>	<b>913.0</b>	<b>1,148.3</b>	<b>1,510.1</b>	<b>1,718.3</b>	<b>1,907.1</b>	<b>2,100.2</b>	<b>1,461.1</b>	<b>1,517.2</b>
Cartera de Crédito Vigente	847.9	1,086.6	1,447.5	1,631.1	1,807.5	1,987.3	1,399.8	1,434.2
Cartera de Crédito Vencida	65.1	61.6	62.5	87.3	99.7	112.9	61.3	83.0
Estimaciones Preventivas para Riesgo Crediticio	-70.0	-67.3	-70.7	-87.3	-99.7	-112.9	-65.4	-95.2
<b>Activo a Largo Plazo</b>	<b>37.7</b>	<b>216.2</b>	<b>42.2</b>	<b>74.5</b>	<b>70.7</b>	<b>67.2</b>	<b>53.4</b>	<b>107.8</b>
Cuentas y Docs. X Cobrar <sup>2</sup>	37.7	168.1	13.2	23.8	23.9	24.1	53.4	36.8
Impuestos por Recuperar	0.0	48.2	29.0	50.7	46.8	43.1	0.0	71.0
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>185.3</b>	<b>26.8</b>	<b>22.2</b>	<b>18.0</b>	<b>14.7</b>	<b>11.9</b>	<b>23.0</b>	<b>21.1</b>
Inmuebles y Mobiliario Propio	185.3	26.8	22.2	18.0	14.7	11.9	23.0	21.1
<b>Otros Activos</b>	<b>21.6</b>	<b>6.0</b>	<b>7.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>4.1</b>	<b>15.2</b>	<b>7.7</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>848.6</b>	<b>1,070.5</b>	<b>1,218.9</b>	<b>1,287.1</b>	<b>1,372.7</b>	<b>1,446.1</b>	<b>1,134.9</b>	<b>1,199.2</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>559.1</b>	<b>650.8</b>	<b>414.1</b>	<b>444.1</b>	<b>482.6</b>	<b>521.9</b>	<b>768.9</b>	<b>741.6</b>
Proveedores <sup>3</sup>	45.9	13.2	62.0	68.9	69.3	69.7	116.4	39.5
Préstamos Bancarios	78.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pasivos Bursátiles	238.8	370.3	99.4	160.1	191.5	223.4	439.7	370.3
Instrumentos Financieros Derivados	0.0	2.1	1.8	2.0	2.0	2.0	2.2	0.0
Impuestos por Pagar	1.9	19.6	4.4	5.0	5.0	5.0	29.8	45.4
Otros Pas. Circ. Sin Costo (Partes Relacionadas) <sup>4</sup>	194.5	245.7	246.4	208.0	214.8	221.7	180.8	286.3
<b>Pasivo con Costo a Largo Plazo</b>	<b>244.4</b>	<b>359.4</b>	<b>724.3</b>	<b>818.0</b>	<b>865.1</b>	<b>899.2</b>	<b>305.8</b>	<b>377.1</b>
Préstamos Bancarios	244.4	59.4	427.7	524.5	520.9	516.8	0.0	277.1
Pasivos Bursátiles	0.0	300.0	296.5	293.5	344.2	382.4	305.8	100.0
<b>Otros Pasivos Largo Plazo sin Costo</b>	<b>45.2</b>	<b>60.3</b>	<b>80.6</b>	<b>25.0</b>	<b>25.0</b>	<b>25.0</b>	<b>60.3</b>	<b>80.6</b>
Impuestos Diferidos	45.2	60.3	80.6	25.0	25.0	25.0	60.3	80.6
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>315.1</b>	<b>356.6</b>	<b>364.5</b>	<b>501.4</b>	<b>584.8</b>	<b>687.8</b>	<b>409.3</b>	<b>443.2</b>
Capital social	131.6	130.8	130.8	130.8	130.8	130.8	130.8	131.0
Utilidades Retenidas y Resultado Neto	183.5	225.7	233.7	370.6	454.0	557.0	278.5	312.2
<b>Deuda Total</b>	<b>561.2</b>	<b>731.8</b>	<b>825.5</b>	<b>980.2</b>	<b>1,058.6</b>	<b>1,124.6</b>	<b>747.6</b>	<b>747.4</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>485.0</b>	<b>635.8</b>	<b>755.0</b>	<b>920.7</b>	<b>999.1</b>	<b>1,062.0</b>	<b>691.3</b>	<b>665.1</b>

Fuente: HR Ratings con información trimestral proporcionada por la Arrendadora y anual dictaminada por E&Y

\*Proyecciones realizadas en el reporte con fecha del 30 de junio de 2014 a partir del 3T14 bajo un escenario base.

<sup>1</sup>- Derivados: Cross Currency Swap.

<sup>2</sup>- Cuentas por cobrar: préstamos a partes relacionadas, deudores diversos, préstamos a personal e impuestos por recuperar

<sup>3</sup>- Proveedores: fondeo a través de los proveedores de la Arrendadora

<sup>4</sup>- Otras cuentas por pagar: IVA pendiente por trasladar y provisiones de pago de dividendos

Estado de Resultados: Docuformas (En millones de Pesos)	Anual						Acumulado	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	9M13	9M14
<b>Escenario Base</b>								
Ingresos por Intereses <sup>1</sup>	273.5	318.0	358.5	415.6	464.2	512.3	276.1	257.8
Gastos por Intereses y por Costos de Arrendamiento	127.7	125.3	136.5	168.0	192.3	201.2	105.4	70.3
Margen financiero	145.8	192.8	222.0	247.6	271.9	311.1	170.6	187.5
Estimación preventiva para riesgos crediticios	-26.9	-15.6	-24.0	-26.4	-27.1	-30.0	-18.7	-7.5
<b>Margen financiero ajustado por riesgos crediticios</b>	<b>118.9</b>	<b>177.2</b>	<b>198.0</b>	<b>221.2</b>	<b>244.8</b>	<b>281.2</b>	<b>151.9</b>	<b>180.0</b>
Gastos de Venta, Generales y de Administración	66.5	79.0	73.3	85.6	91.5	97.7	54.1	75.3
<b>Resultado de la Operación</b>	<b>52.5</b>	<b>98.1</b>	<b>124.7</b>	<b>135.6</b>	<b>153.3</b>	<b>183.4</b>	<b>97.8</b>	<b>104.7</b>
Otros Ingresos (Egresos) de la Operación <sup>2</sup>	23.8	-4.5	1.8	-1.3	1.5	-0.5	1.3	1.5
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>76.3</b>	<b>93.6</b>	<b>126.5</b>	<b>134.4</b>	<b>154.8</b>	<b>182.9</b>	<b>99.1</b>	<b>106.2</b>
Impuestos Causados	21.7	34.7	39.2	39.1	46.4	54.9	29.7	27.5
<b>Utilidad Neta</b>	<b>54.5</b>	<b>58.9</b>	<b>87.3</b>	<b>95.2</b>	<b>108.3</b>	<b>128.1</b>	<b>69.4</b>	<b>78.7</b>

Fuente: HR Ratings con información trimestral proporcionada por la Arrendadora y anual dictaminada por E&Y

\*Proyecciones realizadas en el reporte con fecha del 30 de junio de 2014 a partir del 3T14 bajo un escenario base.

<sup>1</sup>- Ingresos por intereses incluye ingresos por arrendamiento y factoraje

<sup>2</sup>- Otros Ingresos (Egresos): Efecto de valuación de instrumentos derivados y efecto cambiario

Métricas Financieras: Docuformas	Anual						Acumulado	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	9M13	9M14
<b>Escenario Base</b>								
Índice de Morosidad	7.1%	5.4%	4.5%	5.1%	5.2%	5.4%	4.2%	5.5%
Índice de Morosidad Ajustado	11.9%	6.9%	5.7%	5.6%	6.0%	6.1%	5.5%	5.5%
Índice de Cobertura	1.1	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
MIN Ajustado	13.2%	15.9%	15.7%	13.9%	13.8%	14.2%	14.0%	15.0%
Índice de Eficiencia	45.6%	41.0%	38.5%	34.6%	33.7%	31.4%	35.8%	39.5%
Índice de Eficiencia Operativa	7.4%	7.1%	6.6%	5.4%	5.2%	4.9%	5.6%	6.3%
ROA Promedio	5.1%	4.4%	4.3%	5.6%	5.8%	6.2%	4.4%	6.0%
ROE Promedio	15.4%	16.6%	16.3%	19.5%	19.6%	19.4%	17.0%	23.0%
Índice de Capitalización	34.9%	32.0%	33.6%	31.5%	32.9%	34.8%	30.2%	29.3%
Razón de Apalancamiento	2.0	2.8	2.8	2.5	2.4	2.1	2.9	2.8
Cartera Vigente / Deuda Neta	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	2.2
Tasa Activa	36.4%	32.9%	28.3%	27.0%	27.0%	27.0%	32.6%	32.7%
Tasa Pasiva	17.6%	12.7%	12.1%	13.4%	14.3%	14.2%	12.6%	11.8%
Spread de Tasas	18.7%	20.2%	16.2%	13.6%	12.7%	12.8%	20.0%	21.0%

Fuente: HR Ratings con información trimestral proporcionada por la Arrendadora y anual dictaminada por E&Y

\*Proyecciones realizadas en el reporte con fecha del 30 de junio de 2014 a partir del 3T14 bajo un escenario base.

Flujo de Efectivo: Docuformas (En millones de Pesos)	Anual						Acumulado	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	9M13	9M14
<b>Escenario Base</b>								
Utilidad o Pérdida antes de Impuestos	76.3	93.6	126.5	134.4	154.8	182.9	99.1	106.2
Estimación del Ejercicio	26.9	15.6	24.0	26.4	27.1	30.0	18.7	7.5
Depreciación y Amortización	1.0	8.2	5.8	3.7	3.3	2.7	0.1	0.1
Impuestos Causados	-21.7	-34.7	-39.2	-39.1	-46.4	-54.9	-29.7	-27.5
Utilidad/Pérdida en valor razonable de Instrumentos Financieros	-15.1	7.7	-0.3	1.1	0.0	0.0	0.0	0.7
Utilidad en Venta de Activo Fijo	-1.1	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
<b>Partidas sin Impacto en el Efectivo</b>	<b>-10.0</b>	<b>-3.2</b>	<b>-9.7</b>	<b>-8.0</b>	<b>-16.0</b>	<b>-22.2</b>	<b>-10.9</b>	<b>-18.9</b>
<b>Flujo Neto de Actividades de Operación</b>	<b>66.3</b>	<b>90.5</b>	<b>116.8</b>	<b>126.4</b>	<b>138.8</b>	<b>160.8</b>	<b>88.2</b>	<b>87.3</b>
Decremento (Incremento) en Cuentas por Cobrar	-155.7	-239.7	-379.9	-214.2	-203.5	-209.8	-232.4	-44.9
Decremento (Incremento) en Otros Activos	0.0	-15.6	-1.8	-2.3	0.4	0.3	0.0	-5.1
Decremento (Incremento) en Partes Relacionadas	66.9	-168.1	140.3	0.0	0.0	0.0	10.0	0.0
Decremento (Incremento) en Impuestos por Recuperar	-13.3	75.5	19.2	-29.0	3.9	3.6	0.0	0.0
Decremento (Incremento) en Proveedores	21.3	-32.7	49.6	4.7	0.4	0.4	103.3	-22.6
Decremento (Incremento) en Otros Activos Operativos	5.6	1.2	0.8	-0.9	-0.1	-0.1	-36.9	0.0
Decremento (Incremento) en Otros Pasivos Operativos	0.6	0.0	0.0	-29.3	6.7	7.0	0.0	40.3
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>-74.5</b>	<b>-379.4</b>	<b>-171.8</b>	<b>-271.0</b>	<b>-192.2</b>	<b>-198.6</b>	<b>-156.1</b>	<b>-32.2</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Oper.</b>	<b>-8.2</b>	<b>-288.9</b>	<b>-55.0</b>	<b>-144.6</b>	<b>-53.4</b>	<b>-37.9</b>	<b>-67.9</b>	<b>55.1</b>
Adquisiciones o Ventas de Activo Fijo	-134.3	154.0	-1.6	-0.0	0.0	0.0	-1.9	0.9
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>-134.3</b>	<b>154.0</b>	<b>-1.6</b>	<b>-0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.9</b>	<b>0.9</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>-142.6</b>	<b>-134.9</b>	<b>-56.6</b>	<b>-144.7</b>	<b>-53.4</b>	<b>-37.9</b>	<b>-69.7</b>	<b>55.9</b>
Disposición de Financiamientos Bancarios	136.4	172.2	100.9	1,450.2	1,991.3	2,069.2	0.0	0.0
Amortización de Financiamientos Bancarios	0.0	0.0	0.0	-1,278.3	-1,995.0	-2,073.3	0.0	-49.0
Disposición de Financiamientos Bursátiles	0.0	0.0	0.0	1,248.8	2,018.4	2,262.5	20.0	5.0
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0.0	0.0	0.0	-1,262.0	-1,936.3	-2,192.4	10.1	0.0
<b>Financiamiento Externo</b>	<b>136.4</b>	<b>172.2</b>	<b>100.9</b>	<b>158.6</b>	<b>78.5</b>	<b>66.0</b>	<b>30.1</b>	<b>-44.0</b>
Incrementos en el Capital Social	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendos Pagados	-2.8	-19.5	-69.8	-25.0	-25.0	-25.0	0.0	0.0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>133.7</b>	<b>154.7</b>	<b>31.1</b>	<b>133.6</b>	<b>53.5</b>	<b>41.0</b>	<b>30.1</b>	<b>-44.0</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>-8.9</b>	<b>19.7</b>	<b>-25.5</b>	<b>-11.0</b>	<b>0.1</b>	<b>3.1</b>	<b>-39.6</b>	<b>11.9</b>
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	6.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Efectivo y Equiv. al Principio del Periodo</b>	<b>78.6</b>	<b>76.2</b>	<b>95.9</b>	<b>70.5</b>	<b>59.4</b>	<b>59.5</b>	<b>95.9</b>	<b>70.5</b>
<b>Efectivo y Equiv. al Final del Periodo</b>	<b>76.2</b>	<b>95.9</b>	<b>70.5</b>	<b>59.4</b>	<b>59.5</b>	<b>62.7</b>	<b>56.3</b>	<b>82.4</b>
<b>Flujo Libre de Efectivo**</b>	<b>53.9</b>	<b>74.0</b>	<b>94.3</b>	<b>103.6</b>	<b>115.6</b>	<b>135.4</b>	<b>76.7</b>	<b>87.0</b>

Fuente: HR Ratings con información trimestral proporcionada por la Arrendadora y anual dictaminada por E&Y

\*Proyecciones realizadas en el reporte con fecha del 30 de junio de 2014 a partir del 3T14 bajo un escenario base.

\*\*Flujo Libre de Efectivo: Flujo Neto de Actividades de Operación - Estimaciones del Ejercicio - Depreciación + Proveedores

Flujo Libre de Efectivo: Docuformas	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	9M13	9M14
<b>Flujo Derivado del Resultado Neto</b>	<b>66.3</b>	<b>90.5</b>	<b>116.8</b>	<b>126.4</b>	<b>138.8</b>	<b>160.8</b>	<b>88.2</b>	<b>87.3</b>
-Estimaciones Preventivas	26.9	15.6	24.0	26.4	27.1	30.0	18.7	7.5
-Depreciación y Amortización	1.0	8.2	5.8	3.7	3.3	2.7	0.1	0.1
+Proveedores*	15.6	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>53.9</b>	<b>74.0</b>	<b>94.3</b>	<b>103.6</b>	<b>115.6</b>	<b>135.4</b>	<b>76.7</b>	<b>87.0</b>

Fuente: HR Ratings con información trimestral proporcionada por la Arrendadora y anual dictaminada por E&Y

\* Promedio histórico de la cuenta de proveedores

**ANEXOS – Escenario Estrés**

Las proyecciones financieras de los escenarios se realizaron en el reporte de revisión anual del 30 de junio de 2014, fecha en la que HR Ratings desconocía las intenciones de la Arrendadora para comprar ARG por lo que, estas no muestran el posible efecto de dicha compra.

Balance: Docuformas (En millones de Pesos)	Anual						9M13	9M14
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P		
<b>Escenario Estrés</b>								
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>1,163.7</b>	<b>1,427.1</b>	<b>1,583.4</b>	<b>1,588.2</b>	<b>1,732.7</b>	<b>1,908.0</b>	<b>1,544.2</b>	<b>1,642.4</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>919.2</b>	<b>1,178.1</b>	<b>1,511.3</b>	<b>1,488.2</b>	<b>1,638.0</b>	<b>1,818.3</b>	<b>1,452.7</b>	<b>1,505.8</b>
Efectivo e Inversiones Temporales	76.2	97.1	71.9	22.7	26.7	43.2	57.0	83.8
Efectivo	76.2	95.9	70.5	22.1	26.0	42.5	56.3	82.4
Operaciones con Valores y Derivados <sup>1</sup>	0.0	1.2	1.4	0.7	0.7	0.7	0.7	1.4
<b>Cartera de Crédito Total</b>	<b>913.0</b>	<b>1,148.3</b>	<b>1,510.1</b>	<b>1,702.8</b>	<b>1,841.5</b>	<b>1,989.5</b>	<b>1,461.1</b>	<b>1,517.2</b>
Cartera de Crédito Vigente	847.9	1,086.6	1,447.5	1,465.5	1,611.3	1,775.1	1,399.8	1,434.2
Cartera de Crédito Vencida	65.1	61.6	62.5	237.3	230.2	214.4	61.3	83.0
Estimaciones Preventivas para Riesgo Crediticio	-70.0	-67.3	-70.7	-237.3	-230.2	-214.4	-65.4	-95.2
<b>Activo a Largo Plazo</b>	<b>37.7</b>	<b>216.2</b>	<b>42.2</b>	<b>74.5</b>	<b>70.7</b>	<b>67.2</b>	<b>53.4</b>	<b>107.8</b>
Cuentas y Docs. X Cobrar <sup>2</sup>	37.7	168.1	13.2	23.8	23.9	24.1	53.4	36.8
Impuestos por Recuperar	0.0	48.2	29.0	50.7	46.8	43.1	0.0	71.0
<b>Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)</b>	<b>185.3</b>	<b>26.8</b>	<b>22.2</b>	<b>20.7</b>	<b>19.5</b>	<b>18.3</b>	<b>23.0</b>	<b>21.1</b>
Inmuebles y Mobiliario Propio	185.3	26.8	22.2	20.7	19.5	18.3	23.0	21.1
<b>Otros Activos</b>	<b>21.6</b>	<b>6.0</b>	<b>7.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>4.1</b>	<b>15.2</b>	<b>7.7</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>848.6</b>	<b>1,070.5</b>	<b>1,218.9</b>	<b>1,302.5</b>	<b>1,432.1</b>	<b>1,574.5</b>	<b>1,134.9</b>	<b>1,199.2</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>559.1</b>	<b>650.8</b>	<b>414.1</b>	<b>486.7</b>	<b>525.2</b>	<b>564.5</b>	<b>768.9</b>	<b>741.6</b>
Proveedores <sup>3</sup>	45.9	13.2	62.0	68.9	69.3	69.7	116.4	39.5
Pasivos Bursátiles	238.8	370.3	99.4	160.1	191.5	223.4	439.7	370.3
Instrumentos Financieros Derivados	0.0	2.1	1.8	2.0	2.0	2.0	2.2	0.0
Impuestos por Pagar	1.9	19.6	4.4	47.6	47.6	47.6	29.8	45.4
Otros Pas. Circ. Sin Costo (Partes Relacionadas) <sup>4</sup>	194.5	245.7	246.4	208.0	214.8	221.7	180.8	286.3
<b>Pasivo con Costo a Largo Plazo</b>	<b>244.4</b>	<b>359.4</b>	<b>724.3</b>	<b>790.9</b>	<b>881.9</b>	<b>985.0</b>	<b>305.8</b>	<b>377.1</b>
Préstamos Bancarios	244.4	59.4	427.7	497.4	537.7	602.5	0.0	277.1
Pasivos Bursátiles	0.0	300.0	296.5	293.5	344.2	382.4	305.8	100.0
<b>Otros Pasivos Largo Plazo sin Costo</b>	<b>45.2</b>	<b>60.3</b>	<b>80.6</b>	<b>25.0</b>	<b>25.0</b>	<b>25.0</b>	<b>60.3</b>	<b>80.6</b>
Impuestos Diferidos	45.2	60.3	80.6	25.0	25.0	25.0	60.3	80.6
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>315.1</b>	<b>356.6</b>	<b>364.5</b>	<b>285.7</b>	<b>300.6</b>	<b>333.5</b>	<b>409.3</b>	<b>443.2</b>
Capital social	131.6	130.8	130.8	130.8	130.8	130.8	130.8	131.0
Utilidades Retenidas y Resultado Neto	183.5	225.7	233.7	154.9	169.8	202.7	278.5	312.2
<b>Deuda Total</b>	<b>561.2</b>	<b>731.8</b>	<b>825.5</b>	<b>953.0</b>	<b>1,075.4</b>	<b>1,210.4</b>	<b>747.6</b>	<b>747.4</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>485.0</b>	<b>635.8</b>	<b>755.0</b>	<b>930.9</b>	<b>1,049.3</b>	<b>1,167.9</b>	<b>691.3</b>	<b>665.1</b>

Fuente: HR Ratings con información trimestral proporcionada por la Arrendadora y anual dictaminada por E&Y

\*Proyecciones realizadas en el reporte con fecha del 30 de junio de 2014 a partir del 3T14 bajo un escenario estrés.

<sup>1</sup>- Derivados: Cross Currency Swap.

<sup>2</sup>- Cuentas por cobrar: préstamos a partes relacionadas, deudores diversos, préstamos a personal e impuestos por recuperar

<sup>3</sup>- Proveedores: fondeo a través de los proveedores de la Arrendadora

<sup>4</sup>- Otras cuentas por pagar: IVA pendiente por trasladar y provisiones de pago de dividendos



Estado de Resultados: Docuformas (En millones de Pesos)	Anual						Acumulado	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	9M13	9M14
<b>Escenario Estrés</b>								
Ingresos por Intereses <sup>1</sup>	273.5	318.0	358.5	349.6	369.3	407.1	276.1	257.8
Gastos por Intereses y por Costos de Arrendamiento	127.7	125.3	136.5	208.7	224.0	240.0	105.4	70.3
Margen financiero	145.8	192.8	222.0	140.8	145.3	167.1	170.6	187.5
Estimación preventiva para riesgos crediticios	-26.9	-15.6	-24.0	-182.6	-30.4	-20.1	-18.7	-7.5
<b>Margen financiero ajustado por riesgos crediticios</b>	<b>118.9</b>	<b>177.2</b>	<b>198.0</b>	<b>-41.8</b>	<b>114.9</b>	<b>147.1</b>	<b>151.9</b>	<b>180.0</b>
Gastos de Venta, Generales y de Administración	66.5	79.0	73.3	92.6	95.2	99.5	54.1	75.3
<b>Resultado de la Operación</b>	<b>52.5</b>	<b>98.1</b>	<b>124.7</b>	<b>-134.3</b>	<b>19.8</b>	<b>47.5</b>	<b>97.8</b>	<b>104.7</b>
Otros Ingresos (Egresos) de la Operación <sup>2</sup>	23.8	-4.5	1.8	-1.3	1.5	-0.5	1.3	1.5
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>76.3</b>	<b>93.6</b>	<b>126.5</b>	<b>-135.6</b>	<b>21.3</b>	<b>47.0</b>	<b>99.1</b>	<b>106.2</b>
Impuestos Causados	21.7	34.7	39.2	9.9	6.4	14.1	29.7	27.5
<b>Utilidad Neta</b>	<b>54.5</b>	<b>58.9</b>	<b>87.3</b>	<b>-145.5</b>	<b>14.9</b>	<b>32.9</b>	<b>69.4</b>	<b>78.7</b>

Fuente: HR Ratings con información trimestral proporcionada por la Arrendadora y anual dictaminada por E&Y

\*Proyecciones realizadas en el reporte con fecha del 30 de junio de 2014 a partir del 3T14 bajo un escenario estrés.

<sup>1</sup>- Ingresos por intereses incluye ingresos por arrendamiento y factoraje

<sup>2</sup>- Otros Ingresos (Egresos): Efecto de valuación de instrumentos derivados y efecto cambiario

Métricas Financieras: Docuformas	Anual						Acumulado	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	9M13	9M14
<b>Escenario Base</b>								
Índice de Morosidad	7.1%	5.4%	4.5%	13.9%	12.5%	10.8%	4.2%	5.5%
Índice de Morosidad Ajustado	11.9%	6.9%	5.7%	14.7%	14.2%	12.4%	5.5%	5.5%
Índice de Cobertura	1.1	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
MIN Ajustado	13.2%	15.9%	15.7%	-2.8%	7.3%	8.4%	14.0%	15.0%
Índice de Eficiencia	45.6%	41.0%	38.5%	65.7%	65.5%	59.5%	35.8%	39.5%
Índice de Eficiencia Operativa	7.4%	7.1%	6.6%	6.2%	6.1%	5.7%	5.6%	6.3%
ROA Promedio	5.1%	4.4%	4.3%	-9.1%	0.9%	1.8%	4.4%	6.0%
ROE Promedio	15.4%	16.6%	16.3%	-38.7%	5.2%	9.8%	17.0%	23.0%
Índice de Capitalización	34.9%	32.0%	33.6%	19.1%	19.2%	19.0%	30.2%	29.3%
Razón de Apalancamiento	2.0	2.8	2.8	3.3	4.9	4.5	2.9	2.8
Cartera Vigente / Deuda Neta	1.7	1.6	1.7	1.6	1.5	1.5	1.8	2.2
Tasa Activa	36.4%	32.9%	28.3%	24.0%	24.0%	24.0%	32.5%	29.0%
Tasa Pasiva	17.6%	12.7%	12.1%	17.0%	16.5%	16.0%	19.5%	17.5%
Spread de Tasas	18.7%	20.2%	16.2%	7.0%	7.5%	8.0%	13.0%	11.5%

Fuente: HR Ratings con información trimestral proporcionada por la Arrendadora y anual dictaminada por E&Y

\*Proyecciones realizadas en el reporte con fecha del 30 de junio de 2014 a partir del 3T14 bajo un escenario estrés.

Flujo de Efectivo: Docuformas (En millones de Pesos)	Anual						Acumulado	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	9M13	9M14
<b>Escenario Estrés</b>								
<b>Utilidad o Pérdida antes de Impuestos</b>	76.3	93.6	126.5	-135.6	21.3	47.0	99.1	106.2
Estimación del Ejercicio	26.9	15.6	24.0	182.6	30.4	20.1	18.7	7.5
Depreciación y Amortización	1.0	8.2	5.8	1.0	1.2	1.1	0.1	0.1
Impuestos Causados	-21.7	-34.7	-39.2	-9.9	-6.4	-14.1	-29.7	-27.5
Utilidad/Pérdida en valor razonable de Instrumentos Financieros	-15.1	7.7	-0.3	1.1	0.0	0.0	0.0	0.7
Utilidad en Venta de Activo Fijo	-1.1	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
<b>Partidas sin Impacto en el Efectivo</b>	<b>-10.0</b>	<b>-3.2</b>	<b>-9.7</b>	<b>174.8</b>	<b>25.2</b>	<b>7.1</b>	<b>-10.9</b>	<b>-18.9</b>
<b>Flujo Neto de Actividades de Operación</b>	<b>66.3</b>	<b>90.5</b>	<b>116.8</b>	<b>39.2</b>	<b>46.5</b>	<b>54.1</b>	<b>88.2</b>	<b>87.3</b>
Decremento (Incremento) en Cuentas por Cobrar	-155.7	-239.7	-379.9	-204.8	-176.2	-183.9	-232.4	-44.9
Decremento (Incremento) en Otros Activos	0.0	-15.6	-1.8	-2.3	0.4	0.3	0.0	-5.1
Decremento (Incremento) en Partes Relacionadas	66.9	-168.1	140.3	0.0	0.0	0.0	10.0	0.0
Decremento (Incremento) en Impuestos por Recuperar	-13.3	75.5	19.2	-29.0	3.9	3.6	0.0	0.0
Decremento (Incremento) en Proveedores	21.3	-32.7	49.6	4.7	0.4	0.4	103.3	-22.6
Decremento (Incremento) en Otros Activos Operativos	5.6	1.2	0.8	-0.9	-0.1	-0.1	-36.9	0.0
Decremento (Incremento) en Otros Pasivos Operativos	0.6	0.0	0.0	13.3	6.7	7.0	0.0	40.3
<b>Flujos Generados o Utilizados en la Operación</b>	<b>-74.5</b>	<b>-379.4</b>	<b>-171.8</b>	<b>-219.0</b>	<b>-164.9</b>	<b>-172.7</b>	<b>-156.1</b>	<b>-32.2</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Oper.</b>	<b>-8.2</b>	<b>-288.9</b>	<b>-55.0</b>	<b>-179.8</b>	<b>-118.4</b>	<b>-118.5</b>	<b>-67.9</b>	<b>55.1</b>
Adquisiciones o Ventas de Activo Fijo	-134.3	154.0	-1.6	-0.0	0.0	0.0	-1.9	0.9
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>-134.3</b>	<b>154.0</b>	<b>-1.6</b>	<b>-0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.9</b>	<b>0.9</b>
<b>Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.</b>	<b>-142.6</b>	<b>-134.9</b>	<b>-56.6</b>	<b>-179.9</b>	<b>-118.4</b>	<b>-118.5</b>	<b>-69.7</b>	<b>55.9</b>
Disposición de Financiamientos Bancarios	136.4	172.2	100.9	1,401.0	2,080.0	2,339.5	0.0	0.0
Amortización de Financiamientos Bancarios	0.0	0.0	0.0	-1,256.3	-2,039.7	-2,274.6	0.0	-49.0
Disposición de Financiamientos Bursátiles	0.0	0.0	0.0	1,248.8	2,018.4	2,262.5	20.0	5.0
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0.0	0.0	0.0	-1,262.0	-1,936.3	-2,192.4	10.1	0.0
<b>Financiamiento Externo</b>	<b>136.4</b>	<b>172.2</b>	<b>100.9</b>	<b>131.5</b>	<b>122.4</b>	<b>135.0</b>	<b>30.1</b>	<b>-44.0</b>
Incrementos en el Capital Social	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendos Pagados	-2.8	-19.5	-69.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.</b>	<b>133.7</b>	<b>154.7</b>	<b>31.1</b>	<b>131.5</b>	<b>122.4</b>	<b>135.0</b>	<b>30.1</b>	<b>-44.0</b>
<b>Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.</b>	<b>-8.9</b>	<b>19.7</b>	<b>-25.5</b>	<b>-48.4</b>	<b>4.0</b>	<b>16.5</b>	<b>-39.6</b>	<b>11.9</b>
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	6.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Efectivo y Equiv. al Principio del Periodo</b>	<b>78.6</b>	<b>76.2</b>	<b>95.9</b>	<b>70.5</b>	<b>22.1</b>	<b>26.1</b>	<b>95.9</b>	<b>70.5</b>
<b>Efectivo y Equiv. al Final del Periodo</b>	<b>76.2</b>	<b>95.9</b>	<b>70.5</b>	<b>22.1</b>	<b>26.1</b>	<b>42.5</b>	<b>56.3</b>	<b>82.4</b>
<b>Flujo Libre de Efectivo**</b>	<b>45.6</b>	<b>74.0</b>	<b>94.3</b>	<b>-137.1</b>	<b>22.2</b>	<b>40.2</b>	<b>76.7</b>	<b>87.0</b>

Fuente: HR Ratings con información trimestral proporcionada por la Arrendadora y anual dictaminada por E&Y

\*Proyecciones realizadas en el reporte con fecha del 30 de junio de 2014 a partir del 3T14 bajo un escenario estrés.

\*\*Flujo Libre de Efectivo: Flujo Neto de Actividades de Operación - Estimaciones del Ejercicio - Depreciación + Proveedores

Flujo Libre de Efectivo: Docuformas	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	9M13	9M14
<b>Flujo Derivado del Resultado Neto</b>	66.3	90.5	116.8	39.2	46.5	54.1	88.2	87.3
-Estimaciones Preventivas	26.9	15.6	24.0	182.6	30.4	20.1	18.7	7.5
-Depreciación y Amortización	1.0	8.2	5.8	1.0	1.2	1.1	0.1	0.1
<b>+Proveedores*</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>
<b>Flujo Libre de Efectivo</b>	<b>45.6</b>	<b>74.0</b>	<b>94.3</b>	<b>-137.1</b>	<b>22.2</b>	<b>40.2</b>	<b>76.7</b>	<b>87.0</b>

Fuente: HR Ratings con información trimestral proporcionada por la Arrendadora y anual dictaminada por E&Y

\* Promedio histórico de la cuenta de proveedores

### Glosario de Arrendadoras

**Cartera de Cuentas por Cobrar Totales.** Cartera de Cuentas por Cobrar Vigente + Cartera de Cuentas por Cobrar Vencidas.

**Índice de morosidad.** Cartera de Cuentas por Cobrar Vencida / Cartera de Crédito Total.

**Índice de morosidad ajustado.** (Cartera Vencida + Castigos 12m) / (Cartera Total + Castigos 12m).

**Índice de cobertura.** Estimaciones Preventivas para Riesgo Crediticos / Cartera Vencida.

**MIN Ajustado** (Margen Financiero Ajustado por Riesgos Crediticios 12m / Activos Productivos Prom. 12m).

**Índice de eficiencia operativa** Gastos de Administración 12m / Activos Totales Prom. 12m.

**Índice de eficiencia** Gastos de Administración 12m / Ingresos Totales de la Operación 12m.

**ROA Promedio.** Utilidad Neta 12m / Activos Totales Prom. 12m.

**ROE Promedio.** Utilidad Neta 12m / Capital Contable Prom. 12m

**Índice de capitalización.** Capital Contable / Activos sujetos a Riesgo Totales.

**Razón de apalancamiento.** Pasivo Total Prom. 12m / Capital Contable Prom. 12m.

**Cartera vigente a deuda neta.** Cartera Vigente / (Pasivos con Costo – Inversiones en Valores – Disponibilidades).

**Tasa Activa.** Ingresos por Intereses / Cartera de Cuentas por Cobrar Promedio 12 meses

**Tasa Pasiva.** Gastos por Intereses / Pasivos con costo Promedio 12 meses

**Spread de Tasas.** Tasa Activa – Tasa Pasiva

**Flujo Libre de Efectivo.** Flujo derivado de resultado neto- estimaciones preventivas – depreciación + proveedores

## 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

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

#### U.S. Public Finance

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

#### Deuda Corporativa/ ABS

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

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

#### Instituciones Financieras / ABS

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

### Regulación

#### Dirección General de Riesgo

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

#### Dirección General de Cumplimiento

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

### Negocios

#### Dirección de Desarrollo de Negocios

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

#### Dirección de Atención a Inversionistas

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

Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, 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 calificadora:

**Metodología de Calificación para Instituciones Financieras No Bancarias (México), Mayo 2009**  
**ADENDUM - Metodología de Calificación para Arrendadoras Financieras y Arrendadoras Puras México, Enero 2010**  
**Metodología de Calificación para la Bursatilización de Flujos Futuros (México), Agosto 2008**

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar [www.hrratings.com/es/metodologia.aspx](http://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 / Revisión Especial
Fecha de última acción de calificación	25 de julio de 2014
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T11 al 3T14
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información interna proporcionada por la Arrendadora y anual dictaminada por Ernest & Young
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](http://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](http://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).