



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA  
DE MÉXICO**

---

---

**FACULTAD DE ECONOMÍA**

**FIBRA UNO: ANÁLISIS FUNDAMENTAL**

**TESIS**

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:**

**LICENCIADO EN ECONOMÍA**

**PRESENTA:**

**ZABDIEL HERNÁNDEZ SÁNCHEZ**

**DIRECTOR DE TESIS:**

**LIC. LEANDRO JAVIER LEMUS ARRONA**



**CD. UNIVERSITARIA, CD.MX., 2019**



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

## **Dedicatoria.**

A mi madre y mi padre (Olivia y Joel), esto es para ustedes y a mis hermanos (Joel y Roberto Carlos), los amo con todo mi corazón.

A mis abuelos (José y Esperanza) y a mi abuela Virginia.

A mi familia, con gran dedicación, humildad y de corazón.

## **Agradecimientos.**

**Agradezco a toda mi familia por su paciencia, por su amor y su apoyo;** especialmente a mi padre, mi madre y mis hermanos quienes estuvieron impulsándome en los momentos más difíciles y cuando más lo necesitaba. A mis abuelos, por su amor, su sabiduría, su inspiración y sus palabras. A mis tíos y a mis primos. **FAMILIA ANTE OMNIA.**

Agradezco a la Universidad Nacional Autónoma de México, mi querida *alma mater*, a los maestros, gracias por su entrega y dedicación, por ser parte de la profesión más noble, la de enseñar y seguir compartiendo el conocimiento, a los colaboradores y a los contribuyentes por su aportación para mi formación académica y cultural.

Angela, Aline, Angélica, Armando y Rodrigo, gracias por su gran amistad y apoyo.

Al fútbol y al deporte que me han brindado grandes experiencias que me han forjado.

Agradezco al Lic. Leandro Javier Lemus Arrona por su tiempo, paciencia y apoyo en el desarrollo de este trabajo. Agradezco al Mtro. Enrique Luviano Maldonado, al Lic. Fodel Jamit Simental, al Mtro. José Venancio Ruiz Rocha y a la Dra. Magnolia Miriam Sosa Castro, por su tiempo, sus comentarios y sugerencias.

A todos y cada uno de los que han sido parte de mi educación y mi camino, simplemente **GRACIAS. LA EDUCACIÓN ES LA MEJOR INVERSIÓN Y ES LA BASE DEL CAMBIO.**

## **FIBRA UNO: Análisis Fundamental.**

### **OBJETIVO GENERAL.**

Estimar el valor teórico de la empresa FIBRA UNO a través del análisis fundamental, para realizar el análisis comparativo contra el precio de mercado de los Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CFBI) de FIBRA UNO del año 2016, para determinar si son susceptibles de una recomendación de inversión patrimonial (largo plazo) para los pequeños inversionistas nacionales.

### **OBJETIVOS PARTICULARES:**

1. Determinar las métricas fundamentales de FIBRA UNO en 2016.
2. Estimar el valor teórico de los CFBI de FIBRA UNO en 2016.
3. Analizar y comparar el precio de los CFBI de Fibra UNO en la BMV con respecto a su valor teórico para conocer el margen de seguridad en 2016.
4. Determinar la factibilidad de una recomendación de inversión de FIBRA UNO en 2016 para los pequeños inversionistas en México.

### **JUSTIFICACIÓN DEL TEMA:**

El 17 de marzo del 2011 se realizó la primera oferta pública de FIBRA UNO (FUNO) en la Bolsa Mexicana de Valores, el fideicomiso inmobiliario más grande de México y América Latina. En México fue el primer Fideicomiso de Infraestructura y Bienes Raíces (FIBRAS).

Las FIBRAS son una nueva clase de activos que permiten al pequeño inversionista o inversionista institucional invertir en bienes raíces a través de Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CFBI), que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.

Esta nueva clase de activos se caracteriza por haber transformado la menor liquidez<sup>1</sup> de un bien inmueble por una mayor liquidez de un instrumento bursátil, donde se tienen flujos de efectivo provenientes del cobro de arrendamientos a mediano y largo plazo; los cuales se distribuyen por lo menos al 95% del resultado fiscal, un potencial de crecimiento por la adquisición de nuevos inmuebles por parte de las FIBRAS y una posible ganancia de capital por el incremento del precio del CFBI en los mercados financieros.

Debido a las características antes descritas, los CFBI de FIBRA UNO han mostrado una gran aceptación por los inversionistas nacionales y extranjeros, por lo que es importante realizar un análisis fundamental de la primera y más grande FIBRA inmobiliaria en México, FIBRA UNO, para indagar en relación a su valor teórico y el precio de los CFBI en el mercado.

## **PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA:**

En el análisis fundamental se considera toda la información disponible de una empresa (emisora), con el fin de hacer una valoración objetiva de la misma, en la cual se pretende estimar el valor teórico (valor intrínseco) de los Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CFBI) de FIBRA UNO y determinar si la empresa está sobrevalorada (cara) o subvaluada (barata) con respecto al precio en el mercado.

Si el precio del activo financiero de la empresa en el mercado es inferior al valor teórico de esta, se entiende que la empresa está subvalorada (barata), por lo que se determinará una recomendación de compra o inversión.

---

<sup>1</sup> Haciendo referencia y utilizando el término en el sentido: que un bien inmueble en general toma más tiempo y es más difícil de vender y realizar su plusvalía (menor liquidez) que un instrumento bursátil, donde existe mayor liquidez y la realización de una transacción es vía electrónica, lo cual es más rápida.

Si el precio del activo financiero de la empresa en el mercado es superior al valor teórico de la empresa, se entiende que la empresa está sobrevalorada (cara), por lo que se determinará una recomendación de venta o espera de una mejor oportunidad de inversión.

A la metodología utilizada en el análisis fundamental donde se estima el valor teórico y se compara con el precio del activo financiero en el mercado se le denomina “Value investing” (Inversión en valor).

De acuerdo a la teoría de los mercados eficientes, los precios de los activos financieros han descontado toda la información relevante y disponible instantáneamente y están en un precio inmejorable y justo, pero esto no es así en la práctica. El Value Investing (inversión en valor) como metodología de inversión pone en tela de juicio esta teoría, porque se ha demostrado empíricamente que existen momentos de ineficiencia en los mercados, tal es el caso en las subsecuentes crisis financieras de la historia donde se han presentado fenómenos de irracionalidad por parte de los inversores en las burbujas financieras atribuyendo precios inconcebibles en activos que no tienen sustento o un respaldo fundamental, por lo que es posible que se presente una divergencia entre los fundamentales de una empresa y el precio de cotización en los mercados financieros, esto porque, en el corto plazo un activo puede estar subvalorado o sobrevalorado. El mercado es eficiente en el largo plazo, pero es ineficiente en el corto plazo.

Derivado de lo anterior es importante determinar si el precio de mercado de los CFBI de FIBRA UNO converge o no a su valor teórico (true value) y determinar si se encuentran sobrevalorados o subvalorados en el mercado para estar en posibilidad de recomendar los CFBI de FIBRA UNO como una inversión patrimonial para los pequeños inversionistas nacionales.

Existen pocos análisis que brinden alternativas de inversión en el sector inmobiliario mexicano, como lo son las FIBRAS, por su corto tiempo de introducción en el mercado bursátil mexicano, por lo cual, con este trabajo se pretende incentivar y motivar a todo tipo de inversionistas y el público en general para conocer e invertir en instrumentos financieros innovadores. Por tal motivo, se considera que este trabajo puede ser de importancia para la comunidad académica, para el público en general, como para los emprendedores que están iniciando o ya han iniciado el camino de invertir en la Bolsa Mexicana de Valores

### **HIPÓTESIS:**

Los CFBI de FIBRA UNO son una buena recomendación de inversión patrimonial para los pequeños inversionistas nacionales en el largo plazo, ya que con estos CFBI, a través de las casas de bolsa autorizadas ante la CNVB en México, todo tipo de inversionistas tienen acceso a este instrumento bursátil que cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores. Los CFBIs presentan características interesantes: gran liquidez, brinda posibles ganancias de capital y dividendos atractivos, beneficios fiscales y muestra fundamentales sólidos. FIBRA UNO ha incrementado sustancialmente su valor desde su colocación en el año 2011 hasta el año 2016 y muestra gran potencial y perspectivas de crecimiento (incrementado su portafolio de propiedades inmobiliarias desde su colocación ante la BMV) y valorización en los próximos años, mostrando eficiencia corporativa, administrativa y financiera, creando y aportando más valor para FIBRA UNO y sus inversionistas, por lo que en el largo plazo, el precio de los CFBI de FIBRA UNO tenderá a aumentar y converger con su valor teórico. Todo lo anterior permite considerar a FIBRA UNO como una alternativa de inversión en el sector inmobiliario mexicano, para incrementar el patrimonio y mejorar la diversificación en el portafolio de inversión de los pequeños inversionistas nacionales.

## ÍNDICE GENERAL

<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>8</b>
<b>CAPÍTULO 1. Marco Teórico: Teoría del Análisis Fundamental.....</b>	<b>10</b>
1.1 Value Investing (Inversión en valor).....	13
1.2 Métodos de Análisis Fundamental: Top Down y Bottom up.....	17
1.3 Métricas fundamentales del Value Investing (Inversión en valor).....	19
1.4 El flujo de efectivo descontado (Discounted Cash Flow) como modelo de valuación de activos.....	22
1.5 Margen de Seguridad.....	24
<b>CAPÍTULO 2. Las FIBRAS en México.....</b>	<b>25</b>
2.1 Antecedentes históricos de las FIBRAS.....	25
2.2 FIBRAS y REIT: características y diferencias.....	32
2.3 Forma de operación y modelo de negocio de las FIBRAS.....	34
2.4 Importancia y objetivos de las FIBRAS.....	43
<b>CAPITULO 3. Características de las FIBRAS en la Bolsa Mexicana de Valores.....</b>	<b>49</b>
3.1 Marco legal y aspectos fiscales para los inversionistas.....	51
3.2 FIBRAS listadas en la BMV.....	55
3.3 Índice de FIBRAS y su evolución.....	56
<b>CAPITULO 4. FIBRA UNO.....</b>	<b>61</b>
4.1 Información general de FIBRA UNO en 2016.....	61
4.2 información bursátil de FIBRA UNO en 2016.....	69
4.2.1 Dividendos.....	71
4.3 Análisis fundamental de FIBRA UNO en 2016.....	71
4.3.1 Análisis Financiero.....	72
4.3.2 Razones Financieras.....	76
4.3.3 Métricas fundamentales del Value Investing (Inversión en valor).....	79
4.3.4 Discounted Cash Flow (DCF).....	84
4.4 Análisis del valor intrínseco con respecto al precio de los CFBI en la BMV.....	90
<b>Conclusiones.....</b>	<b>91</b>
<b>Referencias.....</b>	<b>94</b>
<b>Anexos.....</b>	<b>99</b>

## **Introducción.**

El mercado inmobiliario es cíclico, es un negocio que presenta muchas innovaciones y oportunidades de crecimiento constantemente. Sin embargo, en México el mercado inmobiliario es joven y está en pleno desarrollo todavía, en comparación con otros países, por lo que presenta un gran potencial y grandes oportunidades a futuro para todo tipo de inversionistas.

Con la creación de Fibra Uno, como pionera de la FIBRAS en México se creó una nueva clase de activos (asset class) en el sector financiero: los Certificados Bursátiles Inmobiliarios, conocidos como CFBI. Los CFBI son un nuevo tipo de instrumento financiero que hace conexión entre el mercado inmobiliario, el mercado financiero e inversionistas, no solo inversionistas de gran tamaño, sino también pequeños inversionistas, que anteriormente no podían o estaba limitado el acceso a este sector y a este tipo de inversiones en la bolsa mexicana de valores. Es así que, con este tipo de instrumento financiero, se puede entrar y salir en el momento que se considere prudente, de una forma práctica, y segura. Los CFBI de las FIBRAS es una alternativa muy atractiva para invertir en México.

Este trabajo contempla un análisis fundamental desde la perspectiva “Bottom-up” (abajo-arriba) mediante una serie de métricas del “*value investing*” (inversión en valor), la determinación del valor teórico (valor intrínseco) de FIBRA UNO con la metodología de flujos de efectivo descontados, conocida internacionalmente como Discounted Cash Flow (DCF) y la determinación del margen de seguridad; este tipo de análisis se enfoca en la empresa únicamente, por lo que la economía nacional y el contexto del nivel sectorial al que pertenece la empresa no son prioritarios, por lo que este análisis se centra fundamentalmente en el valor teórico y el comparativo con el precio de mercado de los CFBI de FIBRA UNO.

Para el logro de los propósitos del presente trabajo, se ha dividido en 4 capítulos de la siguiente manera:

En el capítulo 1 se presenta el marco teórico el cual se basa en la Teoría del Análisis Fundamental, el cual se subdivide en dos secciones. La sección 1.1 hace referencia al Value Investing (Inversión en valor), la sección 1.2 hace referencia a los enfoques de análisis fundamental (top-down y bottom-up) y se describe la metodología de valuación de flujos de efectivo descontados, la cual se empleará en este trabajo.

En el capítulo 2 se hace referencia de forma general a las FIBRAS en México, cuáles fueron sus antecedentes, su forma de operación, su modelo de negocio, así como la importancia y objetivos de las FIBRAS.

En el capítulo 3 se dan a conocer las características más relevantes de las FIBRAS, su marco legal, algunos aspectos fiscales importantes para los inversionistas, se incluyen listados de las FIBRAS en la BMV, así como la evolución que ha presentado el índice de FIBRAS en los últimos años.

En el capítulo 4, se realiza el análisis fundamental de FIBRA UNO, se introduce con su información general, su información bursátil y por último se realiza el análisis fundamental, empleando un análisis financiero vertical, se conocen sus razones financieras, sus métricas fundamentales del “*Value Investing*” y por último se hace una valuación por la metodología de flujos de efectivo descontados, internacionalmente conocida como Discounted Cash Flow (DCF) para determinar el valor teórico y realizar una comparación entre el valor teórico de FIBRA UNO con respecto al precio de los CFBI en la BMV. De esta manera se determinará el margen de seguridad y se podrá conocer si los CFBI están subvaluados o sobrevaluados.

## **CAPÍTULO 1. Marco Teórico: Teoría del Análisis Fundamental.**

**“Conocen el precio de todo, pero el valor de nada”  
Oscar Wilde**

Una empresa, un activo financiero, un auto, una casa, una mercancía cualquiera tiene un valor y un precio, pero no debe confundirse valor con precio. En la teoría del análisis fundamental, el valor es esencialmente diferente al precio de mercado, no es lo mismo, el valor teórico (valor intrínseco) depende de aspectos fundamentales de la empresa, factores como ingresos, beneficios, deudas, inversiones, expectativas de su futuro, políticas y aspectos económicos nacionales e internacionales entre otros, que afecten directamente el rendimiento, la utilidad, el desarrollo, el valor de la empresa, es en esencia el valor contenido de la empresa; mientras que el precio de mercado de la empresa se refiere a el nivel de recursos monetarios al que se negocia la empresa, es el nivel de precio en el que la oferta y la demanda del mercado bursátil acuerdan una transacción de los títulos o activos financieros que representan una porción de la empresa (acciones, bonos, CFBI, etc.)

Uno de los objetivos primordiales del análisis fundamental de una empresa es conocer, analizar y valorar a la empresa objeto de estudio, se pretende conocer su situación financiera mediante una serie de indicadores, para conocer su capacidad para generar beneficios, su capacidad para pagar deudas, sus expectativas para crecer en el futuro y conocer o determinar su valor teórico (valuación).

La teoría de los mercados eficientes menciona que el precio de los activos financieros que cotizan en bolsa consideran y reflejan toda la información al instante, por lo que contemplan un precio inmejorable y justo y no se pueden obtener rendimientos extraordinarios o superiores al rendimiento del mercado,

pero el Value Investing se opone a esta teoría, ya que es posible encontrar ineficiencias en el mercado, como se expone el apartado 1.1 del presente trabajo.

Los mercados son impredecibles, pueden sobre reaccionar a noticias relevantes o fenómenos poco probables, conocidos como Black Swan<sup>2</sup> (cisne negro); este tipo de sobre-reacción por parte de los agentes económicos se acentúa más en momentos de pánico y euforia. Diversos factores, entre ellos, las emociones, influyen en la toma de decisión de una inversión bursátil, por lo que realizar una estrategia y un análisis objetivo y previo brindan una visión más completa e integral con el fin de poder tomar una mejor decisión de inversión en el mercado financiero.

El rol de un analista bursátil o asesor de estrategias de inversión profesional es tratar de seleccionar los mejores activos o valores bursátiles, buscando oportunidades e ineficiencias del mercado, para así optimizar los recursos monetarios, esto representa un gran reto y algo verdaderamente complejo; por lo que un analista bursátil deberá utilizar diversos tipos de análisis, metodologías y estrategias de inversión acordes al perfil del inversionista , el nivel de riesgo que esté dispuesto a asumir, en base a los objetivos que se pretenden y la temporalidad.

El análisis fundamental es una metodología clásica y básica, utilizada por instituciones financieras y diversos asesores de inversión profesionales, así mismo es considerada una forma de invertir en bolsa, basada en las herramientas de análisis tradicionales, quizá una de la más conocida y utilizada para tomar decisiones a mediano y largo plazo.

---

<sup>2</sup> Término utilizado por Nassim Nicholas Taleb en su libro *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*.

Un análisis bursátil consiste en el uso de diversas técnicas o metodologías para el estudio del comportamiento o predicción del precio de uno o más activos financieros en el mercado bursátil, existen tres tipos de análisis:

1. Análisis Fundamental
2. Análisis Técnico
3. Análisis Cuantitativo

El análisis fundamental intenta determinar el valor teórico de un título financiero o una empresa mediante el análisis y valuación de la empresa comparándolo con el precio del mercado, para así determinar posibles ineficiencias del mercado e identificar posibles oportunidades de inversión, este tipo de análisis determina si la empresa está sobrevalorada o infravalorada.

Ninguna metodología o tipo de análisis bursátil es infalible, como menciona Achelis, Steve<sup>3</sup>: “Si fuéramos totalmente lógicos y pudiéramos separar nuestras emociones de nuestras decisiones de inversión, entonces el Análisis Fundamental, es decir, la determinación del precio basada en las ganancias futuras funcionaría estupendamente”.

Así mismo, el análisis fundamental es una de las diversas herramientas del análisis bursátil que permite argumentar una decisión de inversión, evaluar la estructura y el riesgo financiero de las empresas, en base a un análisis del entorno económico, datos financieros históricos, el cálculo de ratios y la valoración de las propias empresas; al contrario del análisis técnico, donde su principal objeto de estudio es el análisis exclusivamente del precio de mercado de un activo financiero mediante el análisis de gráficos, indicadores , osciladores, etc.

El análisis fundamental y el análisis técnico son importantes y tienen características propias interesantes, pero su funcionalidad y su objetivo es

---

<sup>3</sup> Achelis, Steve B. (2004). El análisis técnico de la A la Z.

diferente, el análisis fundamental es el punto de partida de un buen análisis, nos indica dónde (sector) y en qué invertir (activo financiero o empresa) según la situación financiera de una empresa y su valor intrínseco, este tipo de análisis es adecuado para una temporalidad de inversión de medio o largo plazo; el análisis técnico es el complemento del análisis fundamental, ya que nos indica y nos orienta en la temporalidad (momentum), es decir, cuando comprar o vender según las tendencias del activo financiero, el comportamiento que presenta el mercado y el estudio de gráficos o señales que determinan ciertos indicadores cuantitativos u osciladores, este tipo de análisis puede adaptarse a cualquier temporalidad de inversión (sea corto, mediano o largo plazo). Para un buen análisis, con una perspectiva integral, es recomendable realizar un análisis fundamental y complementarlo con un análisis técnico y cuantitativo.

### ***1.1 Value Investing (Inversión en Valor)***

El value investing (inversión en valor), es una estrategia de inversión que desarrolló por primera vez el profesor e inversor Benjamin Graham y David Dodd por los años veinte en Estados Unidos, aunque se le atribuye al profesor Benjamin Graham.

La esencia de esta filosofía de inversión radica en dos conceptos básicos que se menciona en su libro *The Intelligent Investor*, el primer concepto se refiere al Mr. Market (Sr. Mercado), el cual hace referencia a que el mercado es cambiante y fluctúa. Graham describe a Mr. Market como un personaje humano que negocia todo el tiempo en base a su estado emocional, cuando es muy optimista vende caro y cuando es pesimista vende muy barato, el precio que está dispuesto a negociar se da en base a su estado emocional, con frecuencia es eficiente, pero hay lapsos que no lo es y es cuando se presentan oportunidades, siempre está dispuesto a negociar.

El otro concepto es Security Margin (Margen de Seguridad), el cual representa la divergencia entre el precio del mercado y el valor teórico de la acción, entre más amplio sea el margen de seguridad existen más probabilidades de obtener un beneficio a través del tiempo porque se ha hecho una buena inversión. Para conocer el margen de seguridad probable se tiene que analizar el valor y el precio de mercado de las acciones, para realizar esto es necesario conocer el valor intrínseco de la acción y determinar si se encuentra por arriba o por debajo de su precio del mercado, si el valor intrínseco de la acción se encuentra por encima del precio de mercado se considera una oportunidad y es factible invertir o comprar ese título o empresa, se dice que está infravalorada; en caso contrario no es factible invertir en ese título o empresa, porque se considera que está cara o sobrevalorada la empresa, por lo que se espera que se ajuste su precio. Esta forma de ver los negocios es lo que llevo a B. Graham a ser considerado el padre del value investing (inversión en valor). La inversión en valor generalmente consiste en comprar acciones de empresas o empresas con gran valor contenido a un precio de oportunidad o a un precio justo, determinado conforme a un análisis fundamental, ya que se considera que el valor intrínseco de una inversión se materializa con el tiempo y los precios tienden a aproximarse a su valor intrínseco.

Graham menciona que: “Una acción no es solo un símbolo de cotización o un blip electrónico; es un interés de propiedad en una empresa real, con un valor subyacente que no depende del precio de la acción.”<sup>4</sup>

En la actualidad con el creciente y veloz desarrollo tecnológico han surgido nuevas empresas denominadas startup<sup>5</sup> y grandes empresas tecnológicas ya consolidadas, donde la mayor parte de sus activos son intangibles, estas empresas son más difíciles de valuar y representan un nuevo reto.

---

<sup>4</sup> Graham, Benjamin. (2009). The intelligent investor.

<sup>5</sup> Startup es una empresa en su etapa temprana o de introducción, la cual se basa en un modelo de negocio con un gran crecimiento potencial escalable rápidamente, utilizando tecnologías digitales.

Es por esto, que hay que poner énfasis en la estructura general y fundamental de una empresa a la hora de invertir, porque se compra una parte del todo que compone a una empresa.

Warren Buffett CEO de Berkshire Hathaway; que aplicando los conocimientos adquiridos de su mentor B. Graham y siguiendo los principios del *value investing* ha logrado convertirse en el tercer hombre más rico del planeta en 2017 según la revista Forbes<sup>6</sup>.

En su obra *Security Analysis*, B. Graham dedica un apartado al análisis y definición de inversión que contrasta con la especulación<sup>7</sup>, ante la diversidad de conceptos que se pueden encontrar en el mundo financiero sobre el término inversión, él unifica el concepto aportando lo siguiente: “una operación de inversión es aquella que, después de un análisis cuidadoso, promete la seguridad del capital principal y un rendimiento satisfactorio. Las operaciones que no cumplen estos requisitos son especulativas” (Graham & Dodd, 2009), con lo anterior se puede tomar en consideración que el análisis es imprescindible en toda actividad inversora con base al fundamento empírico que justifique la toma de decisiones de inversión.

Warren Buffett, considerado como uno de los mejores inversores de todos los tiempos, sigue la filosofía y aplica los conocimientos aprendidos de su mentor Benjamin Graham, por lo cual su rentabilidad y constancia con la que abate al mercado son dignos de admiración y análisis, por tal motivo se deben considerar los puntos clave de su metodología y filosofía de inversión.

Con su propia firma de inversiones Berkshire Hathaway, empezó a utilizar y complementarse en aspectos fundamentales y cualitativos de otros dos grandes

---

<sup>6</sup> Forbes (2017). Consulta en línea: <https://www.forbes.com/billionaires/#7e9455cc251c>

<sup>7</sup> Los términos inversión y especulación tienen una naturaleza diferente.

inversores, Phil Arthur Fisher y Burr Williams, ambos autores e inversionistas conocidos en la escuela del value investing.

Galvin A. y Galindo E. (2015) mencionan: “En 1938 John Burr Williams planteó el primer modelo de valoración de acciones utilizando el concepto del NPV a los dividendos esperados, refiriéndose a él como el valor intrínseco (Williams, 1938, citado por Galvin A. y Galindo E.); luego, Harry Markowitz afirmó que el concepto de la teoría del portafolio que él formuló, se debe a los trabajos de Williams (Markowitz, 1990, citado por Galvin A. y Galindo E.); y por último, la fórmula de Gordon-Shapiro que es una extensión del modelo del NPV propuesto igualmente por Williams (Gordon y Shapiro, 1956, citado por Galvin A. y Galindo E.).”

Philip Fisher fue inicialmente analista de valores en Anglo-London Bank en San Francisco, después decidió crear su propio fondo de inversión Fisher & Company, Fisher fue un defensor de la inversión a largo plazo, prefiriendo y enfocándose en comprar excelentes compañías, bien administradas y de alta calidad cuando sus precios estaban en oportunidad y eran bajos en el mercado. A pesar de su extraordinaria habilidad como inversionista y su análisis tan minucioso, se le reconoció aún más cuando publicó su primer libro en 1958 "Common Stocks and Uncommon Profits", donde Fisher estableció y dio a conocer una lista de quince puntos para buscar en una acción común. En general Fisher recomendó buscar una administración con integridad, contabilidad conservadora, accesibilidad y buenas perspectivas a largo plazo, así como la apertura al cambio, excelentes controles financieros y buenas políticas de personal.

John Burr Williams fue un analista de valores que buscaba comprender lo que causó la caída del mercado de valores de 1929 y la posterior Gran Depresión. Como estudiante de doctorado en Harvard, publicó su tesis “The Theory of Investment Value”, en la que explora el valor intrínseco de las acciones comunes y articula la teoría de la valoración basada en el flujo de caja descontado, conocida como Discounted Cash Flow (DCF) y, en particular, la valoración basada en

dividendos. Con su tesis buscaba alentar a inversiones en valor y menos especulación.

A pesar de la volatilidad del mercado de valores, tanto Williams como Graham estuvieron en desacuerdo con la teoría del "capitalismo de casino" propugnada por John Maynard Keynes en su famosa Teoría General del Empleo, los Intereses y el Dinero (1936), que apuntó, de manera crítica, al auge y caída. Ciclos de existencias. "Por lo general, se acepta que los casinos deben ser inaccesibles y costosos para el público", escribió Keynes. "Y quizás lo mismo se aplica a las bolsas de valores". En contraste, Williams y Graham vieron los beneficios de los mercados libres, pero de manera importante, también la necesidad de un análisis riguroso en la determinación del valor intrínseco.<sup>8</sup>

Warren Buffett, en el Informe Anual de Berkshire Hathaway de 1992, escribió lo siguiente: "En <*The Theory of Investment Value*>, escrito hace más de 50 años, John Burr Williams estableció la ecuación para el valor, que condensamos aquí: el valor de cualquier acción, el bono, o el negocio hoy en día, está determinado por las entradas y salidas de efectivo, descontadas a una tasa de interés apropiada, que pueden ocurrir durante la vida restante del activo".<sup>9</sup>

## ***1.2 Métodos de Análisis Fundamental: Top Down y Bottom up.***

En el análisis fundamental se emplean dos tipos de enfoques para poder evaluar los valores de una inversión. Los inversores o asesores de inversión, tienen que tomar una decisión y analizar cuál es la mejor opción, con base a una

---

<sup>8</sup> Larrabee, D. (2012). The Theory of Investment Value: Four Enduring Takeaways on Dividend Investing from John Burr Williams: <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2012/08/03/dividend-investing-and-the-lasting-influence-of-john-burr-williams-the-theory-of-investment-value/>

<sup>9</sup> Letter of Berkshire Hathaway Inc. (1992): <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1992.html>

metodología o estrategia. Existen, entonces, dos tipos de enfoques dentro del análisis fundamental, para que los analistas tomen decisiones con respecto a un determinado valor y a su posición en el mercado. Estos dos enfoques se conocen como “Top-down” (de arriba hacia abajo) y “Bottom-up” (de abajo hacia arriba).

### ***Análisis Top-down (de arriba hacia abajo)***

En este tipo de enfoque del análisis fundamental, las decisiones de inversión son evaluadas partiendo de un análisis con una perspectiva de información global (macroeconómico), hasta ir abordando los valores y las variables más detalladas y específicas. En primera instancia, se analiza todo el mercado internacional, junto con sus diferentes fluctuaciones económicas para visualizar las posibles influencias que pudieran tener sobre la empresa o sobre el valor sobre el cual se está efectuando el estudio. Luego, se reduce el margen y el análisis se centra en todas las economías nacionales respectivas.

Por otra parte, dentro de las economías nacionales, se analizan las economías que mayor repercusión tienen y cuál es el sector más influyente. Una vez hecho este estudio, se lleva a cabo un análisis de las empresas y de los aspectos más importantes de cada una de ellas. Éste incluye: la posición competitiva, las cuotas de mercado, las calidades de los productos, las barreras de entrada, la rentabilidad y la eficiencia en costes. También, se debe evaluar el éxito financiero en las gestiones pasadas, la fuerza de inversión y de operación.

### ***Análisis Bottom-up (de abajo hacia arriba)***

En este tipo de enfoque del análisis fundamental, las decisiones de inversión son evaluadas partiendo de un análisis empresarial individual (microeconómico) hasta abordar las variables globales. El proceso comienza con el análisis de las oportunidades de inversión, de la economía local o de la internacional. Se evalúan los negocios, el tipo y la situación financiera, y los riesgos de inversión.

Posteriormente, se analizan las acciones, incluyendo sus variables como la volatilidad, la liquidez y el modo en el que ellas influyen en el mercado tan globalizado.

Un análisis fundamental con el método “Bottom-up”, el cual se utiliza en el presente trabajo, se centra fundamentalmente en la estructura y composición financiera de la empresa, la determinación de métricas fundamentales y en el valor teórico. En este tipo de análisis la economía nacional y el contexto del nivel sectorial al que pertenece la empresa no son prioritarios.

Una vez analizada la empresa, se procede a detectar si existe una divergencia o convergencia entre el valor teórico y el precio de mercado, mediante la comparación de ambos valores se puede determinar si la empresa está sobrevalorada (cara) o subvaluada (barata), de esta manera podremos encontrar posibles ineficiencias del mercado, y por tanto posibles oportunidades de inversión.

### ***1.3 Métricas Fundamentales de Value Investing (Inversión en valor)***

Se explican cinco métricas fundamentales que se utilizarán para el análisis de FIBRA UNO, las cuales son:

#### **1. Price to Book Value Ratio (Precio-Valor en Libros):**

La relación Precio-Valor en libros o la relación (P/B) muestra la diferencia entre el valor de mercado de las acciones de una compañía y su valor en libros (capital social). Ayuda a determinar si una acción está sobre o subvaluada comparando los activos netos de una empresa con el precio de las acciones en circulación.

Es una métrica que indica el precio que los inversores están dispuestos a pagar por cada peso de los activos de una empresa. Esta relación (P/B) brinda a los inversionistas una forma de conocer cuántas veces están

pagando el valor en libros al adquirir un título o valor de la empresa en el mercado.

Para obtener el valor de esta relación (P/B) es necesario dividir el precio de una acción entre el capital por acción (se obtiene al dividir el capital social entre el número de acciones en circulación).

$$P/B = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Capital por acción}}$$

Con una relación (P/B) de 0.95, 1 o 1.1, las acciones subyacentes se negocian a un valor casi contable. En otras palabras, la relación P / B es más útil si es más grande que 1. Para un inversionista que busca valor, una compañía que cotiza por una relación P / B de 0.5 es atractiva porque implica que el valor de mercado es uno. La mitad del valor en libros declarado de la empresa. A los inversores de valor a menudo les gusta buscar compañías con un valor de mercado inferior a su valor contable con la esperanza de que la percepción del mercado resulte errónea.

Se debe considerar comprar acciones cuando el precio de mercado cotiza a un nivel inferior al valor contable o al menos a un múltiplo bajo del valor contable del capital.

## **2. Book Value Per Share (BVPS); (Valor de Libros por acción):**

Es BVPS representa el Valor de Libros por acción, fórmula del valor en libros por acción se utiliza para calcular el valor contable por acción de una empresa, es decir representa el valor contable disponible para los accionistas. El término "valor contable" es el activo de una empresa menos sus pasivos y, al cual se lo denomina capital contable.

El BVPS puede ser utilizado para determinar el patrimonio de una empresa en relación con el precio de mercado de la empresa y se obtiene con la siguiente fórmula:

$$(\text{BVPS}) = \frac{\text{Capital Contable de la empresa}}{\text{Acciones en circulación}}$$

**3. Price Earnings Ratio (Relación precio-utilidad):**

La relación precio-ganancias (P/E) o (PER) determina el precio de mercado de una acción en comparación con las ganancias (utilidades) de la compañía.

La relación (P/E) muestra lo que el mercado está dispuesto a pagar hoy por una acción basada en sus utilidades pasadas o futuras.

Un (P/E) alto podría significar que el precio de una acción es alto en relación con las utilidades y posiblemente sobrevaluado. A la inversa, una P / E baja podría indicar que el precio actual de las acciones es bajo en relación con las utilidades.

$$(\text{P/E}) = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Utilidades por acción}}$$

Se debe considerar comprar acciones o activos financieros con un múltiplo bajo del P/E, ya que muestra una relación entre el precio que estás dispuesto a pagar por la acción y las utilidades que se perciben de esa acción.

**4. Earnings Per Share (Utilidad por acción):**

La utilidad por acción (EPS) indica la rentabilidad de una acción en un periodo determinado, la cual se calcula de la siguiente manera:

$$(\text{EPS}) = \frac{\text{Utilidad Neta para accionistas}}{\text{Acciones en circulación}}$$

#### ***5. Dividend Yields (Rendimiento del dividendo):***

El rendimiento de los dividendos<sup>10</sup> es la relación del dividendo anual de una empresa en comparación con el precio de sus acciones. El rendimiento del dividendo se representa como un porcentaje y se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Rendimiento de los Dividendos (\%)} = \frac{\text{Dividendo Anual}}{\text{Precio de las acciones}}$$

Se deben considerar las acciones con altos rendimientos de dividendos, entre mayor sea el porcentaje de este indicador mayor será la rentabilidad por dividendos.

#### ***1.4 El flujo de efectivo descontado (Discounted Cash Flow) como modelo de valuación de activos.***

El flujo de efectivo descontado, conocido internacionalmente como: Discounted Cash Flow (DCF), es una de las metodologías más utilizadas para determinar el valor de un activo, mediante la determinación del valor presente de los flujos futuros que se esperan recibir. Esta es una de las maneras más utilizadas para determinar si una acción de una empresa se encuentra subvaluada o sobrevaluada.

En este caso, se va a realizar una valuación de FIBRA UNO para determinar el valor teórico de los CFBI, por lo que se deben proyectar los flujos generados de manera consolidada, considerando su estructura de capital y deuda, posteriormente se descuentan los flujos de efectivo a una tasa determinada de esta manera se puede obtener el valor teórico del capital de la misma.

---

<sup>10</sup> Un dividendo es la cantidad monetaria que paga en efectivo la empresa a sus accionistas. Cada accionista recibe en su cuenta el efectivo para cada ejercicio fiscal y para la distribución de dividendos correspondiente.

Utilizando los flujos de efectivo proyectados, y descontándolos a una tasa de descuento determinada por el Weighted Average Cost of Capital (WACC) o Costo medio ponderado del capital correspondiente, se tendrá el valor de los flujos de efectivo a valor presente. A la suma de estos flujos traídos a valor presente bastará restarle la deuda neta para determinar el valor teórico de la empresa. Este valor teórico de la empresa se divide entre el número de acciones existentes para obtener un valor teórico de la acción.

Flujos de efectivo descontados (DCF):

$$DCF = \left( \frac{CF_1}{(1+r)^1} \right) + \left( \frac{CF_2}{(1+r)^2} \right) + \left( \frac{CF_3}{(1+r)^3} \right) + \dots + \left( \frac{CF_n}{(1+r)^n} \right)$$

DCF: Flujos de efectivo descontados

CF: Flujos de efectivo

r: tasa de descuento (WACC)

n: periodo de tiempo (año)

Tasa de descuento determinada por el WACC:

$$WACC = Ke * \left( \frac{E}{(E + D)} \right) + Kd * (1 - T) * \left( \frac{D}{(E + D)} \right)$$

WACC: Costo de Capital Ponderado

Ke: Tasa de costo de oportunidad de los inversionistas (Se utiliza el CAPM)

E: Capital aportado

D: Deuda Financiera

Kd: Costo de la Deuda Financiera

T: Tasa de Impuestos

## 1.5 Margen de Seguridad

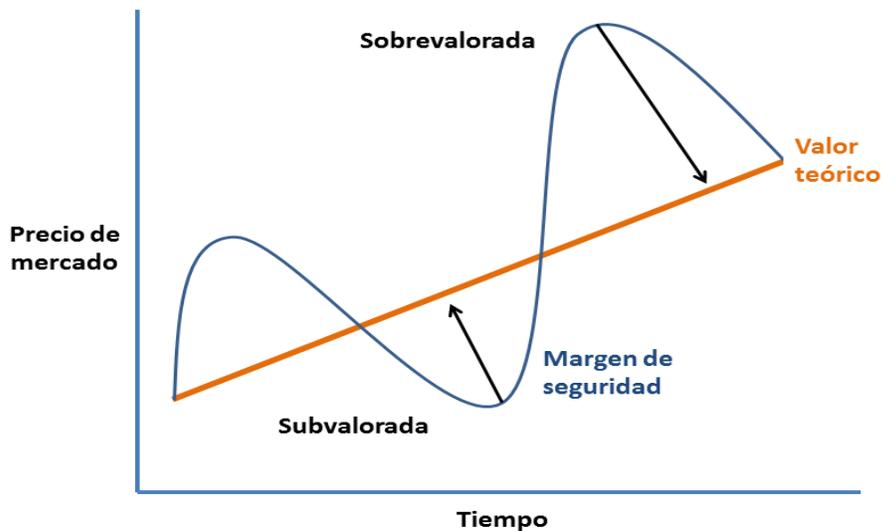
Benjamin Graham y Dodd menciona por primera vez el concepto de margen de seguridad en su libro *Security Analysis*, este concepto, en value investing (inversión en valor) representa la diferencia entre el precio de un activo financiero en el mercado y su valor teórico (como se observa en la Figura 1). Cuanto mayor sea tal diferencia, mayor margen de seguridad se presentará, lo que se traduce a un mayor potencial de revalorización del activo financiero y una oportunidad de inversión o compra.

El margen de seguridad se obtiene de la siguiente manera:

$$\text{Margen de Seguridad} = \text{Valor teórico} - \text{Precio de mercado}$$

$$\% \text{ Margen de Seguridad} = \frac{\text{Margen de seguridad}}{\text{Valor teórico}}$$

Figura 1. Margen de Seguridad en el value investing



Fuente: Elaboración propia.

## **CAPÍTULO 2. Las FIBRAS en México**

### ***2.1 Antecedentes históricos de las FIBRAS.***

El 17 de marzo del 2011 se realizó la oferta pública de la primera FIBRA en México, FIBRA UNO; sin embargo las FIBRAS tienen un antecedente histórico: los Fideicomisos de Inversión Inmobiliarios “REIT” (Real Investment Trust) <sup>11</sup>. Las hoy conocidas FIBRAS en México se basan en el modelo de negocio y muchos aspectos de los REIT (Real Investment Trust), los cuales provienen de los Estados Unidos y comenzaron su operación y su introducción en el mercado de valores en la década de los sesenta (1960).

Los Fideicomisos de Inversión Inmobiliarios “REIT” (Real Estate Investment Trust) son vehículos financieros de inversión en el mercado inmobiliario que fueron diseñados y aprobados por el Congreso estadounidense para dar a los inversionistas la oportunidad de invertir en portafolios de bienes raíces.

A partir de ese momento se revolucionó y se impulsó al sector inmobiliario estadounidense: “El cambio sustancial se dio a partir de noviembre de 1991 con la oferta pública de Kimco Realty, la cual fue muy demandada y abrió una ola de OPI<sup>12</sup> de los REIT entre 1992 y 1994. De 1991 a 1994 se dieron 95 ofertas públicas, alcanzando un valor de 16,000 millones de dólares; 62 de estas compañías han sido absorbidas o privatizadas, como una clara evidencia de que el sector de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos ha prevalecido en los últimos 20 años”.<sup>13</sup> Los REIT se han consolidado, han sido relevantes y han tenido grandes aportaciones a la economía norteamericana, por lo cual en 2001 se tomó la decisión de que los REIT formaran parte del índice Standard & Poor’s 500 (S&P 500).

---

<sup>11</sup> Los REIT se traducen como: Fideicomisos de Inversión Inmobiliarios (por sus siglas en inglés).

<sup>12</sup> OPI: Oferta Pública Inicial

<sup>13</sup> Análisis Financiero de las FIBRAS en México [PDF]. (2016, Mayo).

En nuestro país, a principios del nuevo milenio, los empresarios del sector inmobiliario mexicano necesitaban capital para ejercer sus proyectos y de asesoría especializada que los llevara a cabo. Este sector se consideraba uno de los más jóvenes pero con gran potencial y con grandes expectativas de crecimiento, por esto mismo se tenían algunas deficiencias, una de las más importantes es que no se tenía todavía la gran capacidad para atraer grandes volúmenes de capital de inversionistas institucionales; no había un mercado de deuda o de capital privado que pudieran financiar un proyecto inmobiliario de tamaño mediano y mucho menos grande, por lo que la creciente evolución y el desarrollo del mercado inmobiliario en México poco a poco dio las pautas necesarias para la creación paulatina de las FIBRAS, como un instrumento de inversión en México.

En 2003 Francisco Gil Díaz, entonces Secretario de Hacienda, consideró que los REIT en Estado Unidos eran una manera de democratizar la inversión del sector inmobiliario. Por lo que se impulsó un análisis para introducir la primera legislación en temas de FIBRAS, con modificaciones en la Ley del Impuesto Sobre la Renta.<sup>14</sup>

Este sector, en esos años, tenía una gran desventaja, la de ser totalmente dependiente de inversionistas de capital privado provenientes del extranjero. Posteriormente, la crisis hipotecaria originada en Estados Unidos en 2008 impactó en el mercado de inversión y hubo que buscar otras alternativas y horizontes para volver abrir la atracción de flujos del inversionista en México.

El mercado inmobiliario por sus propias características tiene momentos difíciles, ya que es cíclico, los precios de los bienes inmuebles se rigen bajo la ley de la oferta y la demanda; por lo cual hay fluctuaciones y existen años de bonanza donde la demanda y los precios de los inmuebles van a la alza. También existen años de decadencia donde la demanda y los precios de los inmuebles van a la baja; es precisamente en esos momentos difíciles, cuando hay correcciones y

---

<sup>14</sup> Análisis Financiero de las FIBRAS en México [PDF]. (2016, Mayo).

bajas de precio en el mercado inmobiliario, donde los grandes y experimentados inversionistas tienden a comprar aprovechando las oportunidades generadas por la divergencia de precios, buscando beneficiarse de la revalorización y la estabilización del mercado en los años posteriores y así realizar sus beneficios.

Prueba de momentos difíciles como se mencionó anteriormente, fue la crisis inmobiliaria de Estados Unidos en 2008, que comenzó a manifestarse desde 2007 y se convirtió en una crisis financiera global severa e impredecible, resultado de una burbuja inmobiliaria provocada por varios factores entre ellos, la avaricia de algunas instituciones financieras y las bajas tasas de interés que originaron créditos fáciles y baratos, esta crisis afectó no sólo a Estados Unidos sino también a la principales economías del mundo y México no fue la excepción, provocando una desaceleración de la economía mexicana. Durante esta crisis los bancos prácticamente dejaron de prestar dinero y los fondos de capital privado disminuyeron sus operaciones o algunos cerraron por completo, por lo que esto tuvo una reacción en el mercado inmobiliario mexicano, donde el desarrollo de nuevos inmuebles se vio afectado.

En el siguiente cuadro se describen las etapas del mercado inmobiliario mexicano antes de la crisis del 2008, en el transcurso de la misma y los cambios que se presentaron hasta la actualidad y que han generado grandes beneficios para el mercado inmobiliario mexicano.

**Figura 2.1. Características de las etapas en el mercado inmobiliario en México**

Ganancias en Bienes Raíces en México		
Antes de 2008	2008	Desde 2009 a la actualidad
<ul style="list-style-type: none"> <li>No había acceso a los mercados de capitales.</li> </ul>	CRISIS	<ul style="list-style-type: none"> <li>Acceso al mercado de capitales</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Liquidez, compra y venta de inmuebles exclusivamente en el mercado inmobiliario.</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>La illiquidez se convierte en liquidez</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Fuertemente dependientes de inversionistas extranjeros institucionales a través de fondos de inversión privados.</li> </ul>	El mercado privado colapso	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se atrae a capitales externos a través de un vehículo moderno y con liquidez, conocido mundialmente</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>El pequeño y mediano inversionista solo tenía acceso al mercado a través de la compra o leasing de una propiedad, con altos costos por transacción</li> </ul>	Inversiones privadas se detinen en el mercado inmobiliario (bancos, fondos de inversión)	<ul style="list-style-type: none"> <li>El mercado de bienes raíces en México tiene una nueva opción en la Bolsa de Valores</li> </ul>

Fuente: El Instrumento Activo en México, Una herramienta transparente del mercado inmobiliario Real Estate Market & Lifestyle. (No. 89), pp 24 -26.

Se observa en la tabla anterior cambios relevantes en el mercado inmobiliario mexicano, en 2008 el sector de Bienes Raíces no tenía acceso a los mercados de capitales por lo que las ganancias y las transacciones se realizaban únicamente en el mercado inmobiliario y no tenía relación alguna con el mercado de capitales, además que el pequeño y mediano inversionista únicamente tenía la posibilidad de comprar o rentar con altos costos por transacción, pero en años posteriores esto cambiaría y se tendría el acceso total al mercado de capitales, la naturaleza de las inversión inmobiliaria se transformó y se complementó al pasar de una inversión tradicional con menor liquidez a una nueva opción de inversión con mayor liquidez a través del mercado de capitales.

Entre el 2004 y el 2010, atendiendo a las deficiencias y la gran dependencia de inversión extranjera en el mercado inmobiliario mexicano, un grupo de expertos encargados del proyecto propuesto por Francisco Gil Díaz, ya habían diseñado la estructura básica en materia legislativa para este nuevo instrumento financiero en el mercado mexicano, este fue un periodo de ligeras modificaciones para poder alistar la colocación de la primer FIBRA.

Los expertos señalan que entre los retos más importantes estaban: instaurar las reglas para el surgimiento de un gobierno corporativo<sup>15</sup>, definir claramente las métricas de revelación de información, con lo que tuvo que evolucionar la transparencia en los reportes de información de los emisores<sup>16</sup>; otro punto fue la liquidez que estos vehículos requieren para seguir siendo atractivos para muchos de los grandes inversionistas.<sup>17</sup>

Mientras se sentaban las bases y se evolucionaba en materia legislativa se estaba generando un momento propicio para este tipo de vehículos financieros y el mercado inmobiliario mostraba signos importantes de crecimiento por lo que existían ya una gran cantidad de inmuebles y proyectos que requerían ser financiados, por lo que el financiamiento a través de la bolsa de valores mexicana podía ser la más eficiente y óptima para realizarse. Las tasas de interés bajas alentaron el apetito de inversionistas extranjeros en empezar a diversificar en instrumentos financieros alternativos, las Afores mostraban el mismo interés por diversificar su portafolio, en esencia crecía el interés, crecía la demanda, se empezaba a considerar en serio a México en el sector inmobiliario con un gran potencial y grandes expectativas de crecimiento.

---

<sup>15</sup> Deloitte, define al gobierno corporativo como el conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan la estructura y el funcionamiento de los órganos de gobierno de una empresa. En concreto, establece las relaciones entre la junta directiva, el consejo de administración, los accionistas y el resto de partes interesadas, y estipula las reglas por las que se rige el proceso de toma de decisiones sobre la compañía para la generación de valor.

<sup>16</sup> Las empresas inmobiliarias que quieren ser FIBRAS y ser listadas en la BMV deben cumplir requisitos y reglamentaciones exclusivas

<sup>17</sup> Fibra Uno revoluciona el mercado inmobiliario (2016). Real Estate Market & Lifestyle.

Es en estos años donde se da un gran paso en el mercado inmobiliario mexicano y se inicia un nuevo ciclo de desarrollo, de inversión, de revolución, donde surgen las FIBRAS como nuevos instrumentos de inversión, surgiendo así más y nuevos jugadores en el sector inmobiliario, como los inversionistas retail (pequeños inversionistas). Se resume lo más relevante de los años posteriores:

- Es en marzo de 2011, que oficialmente se emite la primera oferta pública de una FIBRA en México, la primera FIBRA en salir al mercado fue Fibra Uno (FUNO).
- En 2012 se listaron en la BMV dos nuevas FIBRAS, siendo FIBRA HOTEL y FIBRA MCQUIRE.
- En 2013 fue el año donde se presentaron el mayor número de Ofertas Públicas Iniciales (OPI) de CBFIs, cuatro nuevas FIBRAS hicieron su debut y formalmente cotizaron en la BMV: FIBRA INN, FIBRA TERRAFINA, FIBRA SHOP y FIBRA DANHOS.
- En 2014, dos FIBRAS más se sumaron a la lista: FIBRA PROLOGIS y FIBRA MTY
- En 2015 y 2016 únicamente se crearon una FIBRA por año, siendo FIBRA HD y FIBRA PLUS.

La siguiente tabla y línea del tiempo muestran en orden temporal la constitución y la fecha en la que se listaron las FIBRAS en la BMV, 2013 fue el año en que más FIBRAS salieron al mercado.

**Cuadro 2.1. FIBRAS y su fecha de listado en la BMV.**

FIBRA	CLAVE	FECHA DE CONSTITUCIÓN	FECHA DE LISTADO EN BMV (OPI)
FIBRA UNO	FUNO	10- Jan-11	18-mar-11
FIBRA HOTEL	FIHO	31-jul-12	30-nov-12
FIBRA MACQUIRE MÉXICO	FIBRAMQ	20-sep-12	14-Dec-12
FIBRA INN	FINN	21-feb-13	13-mar-13
FIBRA TERRAFINA	TERRA	05-mar-13	20-mar-13
FIBRA SHOP	FSHOP	21-jun-13	24-jul-13
FIBRA DANHOS	DANHOS	03-oct-13	09-oct-13
FIBRA PROLOGIS	FIBRAPL	13-Aug-13	04-jun-14
FIBRA MTY	FMTY	25-jul-14	11-Dec-14
FIBRA HD	FIBRAHD	10-jun-15	10-jun-15
FIBRA PLUS	FPLUS	03-nov-16	03-nov-16

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Mexicana de Valores

**Figura 2.2. Línea del tiempo de FIBRAS (2011-2016)**



Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

Como se puede observar en este capítulo, el que las FIBRAS se desarrollaran rápidamente y tuvieran, tras un intento fallido, una introducción exitosa en el mercado bursátil mexicano se debió en gran parte a que el momento de introducción era el ideal, a que los inversionistas buscaban nuevos esquemas y vehículos financieros y a un gran trabajo en el desarrollo e implementación en materia legislativa y regulatoria, para que se diera confianza a través de la certeza y la transparencia de información, de los modelos de negocios planteados.

Las FIBRAS en general han presentado una evolución muy grande desde su incorporación en el año 2011 hasta 2014, posteriormente en 2015 se presentó una pequeña desaceleración de crecimiento.

Durante los próximos años se espera una nueva dinámica de mayor atracción de nuevos inversionistas, de nuevos proyectos y de la creación de nuevas FIBRAS, esto será posible porque es un mercado muy joven, está en una etapa de introducción y tiende a una consolidación.

## ***2.2 FIBRAS y REIT: características y diferencias.***

Los Fideicomisos de Inversión Inmobiliarios: REIT (Real Estate Investment Trust) en USA al igual que las FIBRAS en México son vehículos financieros de inversión en el mercado inmobiliario, las FIBRAS (como se mencionó en el apartado anterior) se basan en el modelo de negocio y características de los REIT, por lo que es importante conocer las características y diferencias más relevantes entre ambos.

En el cuadro 2.2, se pueden observar las características y diferencias principales entre las FIBRAS y los REITS, con el fin de tener una visión más amplia de ambos vehículos de inversión en el mercado inmobiliario.

**Cuadro 2.2. Características comparativas entre FIBRAS y REITS**

	<b>FIBRAS (MÉXICO)</b>	<b>REITS (U.S.A.)</b>
<b>DISTRIBUCIONES</b>	a) Debe distribuir al menos el 95% de los ingresos gravables netos a los inversores anualmente.	a) Debe distribuir al menos el 90% de los ingresos gravables netos, con ciertos ajustes, a los inversores anualmente.
<b>ENFOQUE DE INVERSIÓN</b>	a) Debe invertir al menos el 70% del activo total en bienes inmuebles o derechos derivados de él. b) El restante 30% debe mantenerse en valores del Gobierno Federal registrados en el Registro Nacional de Valores o en acciones de fondos mutuos de inversión de instrumentos de deuda.	a) Debe invertir al menos el 75% de su activo total en activos inmobiliarios (capital y deuda), valores del gobierno, efectivo y elementos de efectivo (incluidas las cuentas por cobrar).
<b>PRUEBA DE INGRESOS</b>	a) Los bienes inmuebles deben arrendarse o mantenerse en arrendamiento, a menos que estén en proceso de desarrollo. b) Las FIBRA pueden proporcionar financiamiento a terceros para la adquisición o construcción de bienes inmuebles garantizados por hipotecas creadas sobre los activos arrendados.	a) Debe obtener al menos el 75% de sus ingresos brutos de fuentes calificadas relacionadas con bienes inmuebles, incluida la renta de bienes inmuebles, y debe obtener al menos el 95% de sus ingresos brutos de dichas fuentes relacionadas con bienes inmuebles y otras fuentes de ingresos pasivos. b) Sujeto a una multa del 100% sobre las ventas de propiedades "primarias mantenidas para la venta a clientes en el curso ordinario de los negocios".
<b>OTRAS CONSIDERACIONES</b>	a) Las propiedades deben ser mantenidas por la FIBRA y no deben venderse durante al menos cuatro años después de la finalización del desarrollo o la adquisición (está completamente desarrollada) a fin de retener los beneficios fiscales con respecto a esa propiedad. b) Las personas físicas mexicanas sin actividad comercial están exentas del impuesto a la renta sobre la venta de CBFi o acciones relacionadas con FIBRA en la medida en que la venta correspondiente se realice a través de la Bolsa Mexicana de Valores o un mercado reconocido, según lo define la Ley del Impuesto a la Renta. c) Los tenedores de CBFIs no mexicanos generalmente están sujetos al impuesto de retención en México sobre las distribuciones con respecto a la utilidad neta imponible de una FIBRA a una tasa del 30% sujeto a una reducción o exención para ciertas clases de inversionistas. d) Los tenedores no mexicanos de CBFi generalmente no están sujetos a impuestos mexicanos ni a retenciones sobre la venta de CBFIs, siempre que dichas ventas se realicen a través de la Bolsa Mexicana de Valores o un mercado reconocido, según lo define la Ley del Impuesto a la Renta. e) Las FIBRA no tienen derecho a deducir ninguna distribución pagada de los ingresos imponibles o el crédito de cualquier impuesto a la renta pagado como resultado de dicha distribución, en términos de la Ley del Impuesto Federal a la Renta.	a) No más del 25% de los activos pueden consistir en acciones en subsidiarias tributarias REIT o TRS. b) No U.S. los titulares generalmente no están sujetos a ingresos federales de EE. UU. ni a retención de impuestos sobre las ventas de dichas acciones, siempre que el REIT se cotice públicamente y el inversor posea no más del 5% de la clase de acciones cotizadas en bolsa del REIT o el REIT es "nacional Non -NOS los tenedores generalmente están sujetos a un 30% si retengan impuestos federales de EE. UU., sujeto a reducción conforme a un tratado tributario aplicable, sobre distribuciones de dividendos de REIT que son atribuibles a los ingresos de operaciones y sobre distribuciones de ganancias de capital, siempre que el REIT se cotice en bolsa y el inversionista no ha tenido más del 5% de la clase de acciones cotizadas en bolsa del REIT. c) Los REIT tienen derecho a deducir los dividendos pagados de los ingresos gravables, proporcionando generalmente la exención del impuesto a la renta federal de los EE. UU. a nivel corporativo.

Fuente: Elaboración y traducción propia con datos de Fibra Shop.

En el cuadro 2.2 se observa que hay gran similitud entre ambos vehículos de inversión inmobiliaria, en ambos existe una distribución de las utilidades a los inversores anualmente por ley, la diferencia radica en los porcentajes, en el caso de las FIBRAS se distribuyen al menos el 95 % de los ingresos gravables netos y en los REIT se distribuye al menos el 90%. El enfoque de inversión es muy similar, las FIBRAS deben invertir al menos el 70% del activo total en bienes inmuebles y el 30 % restante en instrumentos de deuda (valores del Gobierno Federal o acciones de fondos mutuos de inversión de instrumentos de deuda) y en el caso de los REIT deben invertir al menos el 75% de su activo total en activos inmobiliarios, valores del gobierno, efectivo y elementos de efectivo. Las pruebas de ingresos son más estrictas en los REIT, ya que son acreedores a una multa si al menos el 95% los ingresos brutos no provienen de fuentes inmobiliarias, en el caso de las FIBRAS no existe multa alguna.

### ***2.3 Forma de operación y modelo de negocio de las FIBRAS.***

Una FIBRA tiene la capacidad de poseer, arrendar, administrar y operar inmuebles: centros comerciales, edificios corporativos, naves industriales, almacenes, hoteles, centros educativos, inmuebles de uso mixto, etc.

El hecho de que los CFBIS de las FIBRAS sean un instrumento bursátil implica que, se tiene la posibilidad de invertir en el mercado inmobiliario a través de la BMV y no directamente en bienes inmuebles como tradicionalmente se realizaba en años anteriores, con esta nueva clase de instrumentos financieros, se crea una alternativa para el financiamiento en el sector inmobiliario y una alternativa de inversión, que favorece la diversificación del portafolio de inversión de todo tipo de inversionistas, por lo tanto la forma de operación y el desarrollo del modelo de

negocio de las FIBRAS son diferentes al negocio inmobiliario tradicional, por lo que son parte de objeto de estudio de este trabajo.

A continuación se mencionará la forma de operación y el modelo de negocios en el que se basan y se estructuran las FIBRAS, así como las partes que componen y hacen posible el funcionamiento de las mismas.

### **La estructura y los participantes de una FIBRA**

Los participantes de una FIBRA se definen de la siguiente manera:

**Propietarios de inmuebles:** Son las personas físicas o morales que poseen propiedades, inmuebles y estos son los futuros o posibles aportadores de los inmuebles al fideicomiso.

**Público Inversionista:** Son aquellas personas, instituciones que cuentan con liquidez y disponibilidad de dinero en busca de rendimientos atractivos.

**Administrador:** Es un grupo de personas que toman las decisiones sobre la administración del patrimonio del fideicomiso.

**Mercado Inmobiliario:** Es la oferta y la demanda de bienes inmuebles (residencial, comercial, industrial, educativo, etc.)

**FIBRA:** Es un Fideicomiso que se establece entre sus partes (Fideicomitente, Fideicomisario, Fiduciario, Comité Técnico, Administrador del Fideicomiso, Intermediario colocador, Agente estructurador y Representante Común) cuya finalidad consiste en la adquisición, arrendamiento o construcción de inmuebles, así como otorgar financiamiento para esos fines.

**Portafolio de Propiedades:** Los portafolios que constituyen a las FIBRAS están compuestos por inmuebles que fueron aportados al momento de la creación del

Fideicomiso, para los cuales a los propietarios se les otorgan Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFI); también se incluyen inmuebles adquiridos posteriormente, ya sea vía levantamiento de capital a través de ofertas públicas de CBFI en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) o por la adquisición de deuda bancaria y/o bursátil<sup>18</sup>

En la siguiente figura podemos observar la estructura de una FIBRA:

**Figura 2.3. Estructura de las fibras en México.**



Fuente: Elaboración propia con datos de la BMV

Las partes que componen una FIBRA son:

- **Fideicomitente**, aporta los inmuebles al fideicomiso.
- **Fideicomisario o beneficiario del fideicomiso**, son los tenedores de los CBFI, es decir el gran público inversionista.

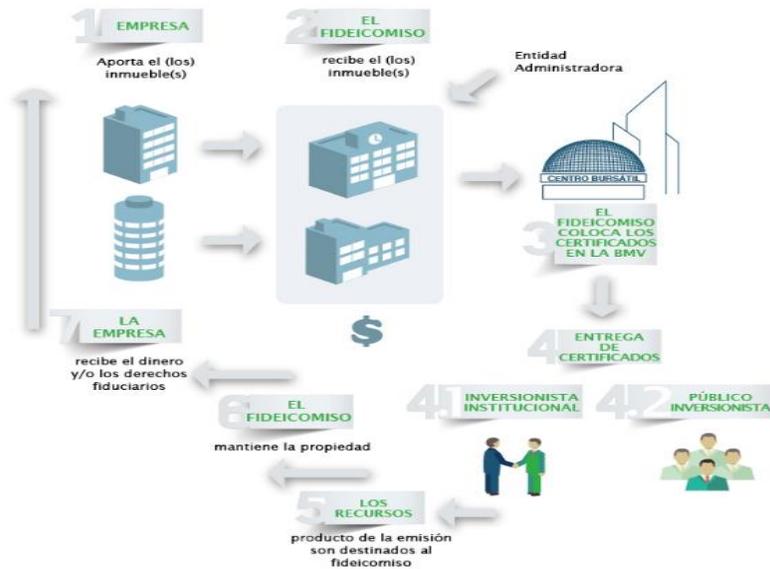
<sup>18</sup> Fibras en México. Análisis Sectorial [PDF]: HR Ratings

- **Fiduciario**, es la institución de crédito que tiene encargo de los inmuebles, la responsabilidad de vigilar el cobro de las rentas y el pago de los flujos generados.
- **Fideicomiso**, es el contrato que se establece entre el fideicomitente y el fiduciario.
- **Comité Técnico**, en el caso de un fideicomiso el Comité Técnico es el equivalente al Consejo de Administración, es un grupo de personas que representan a los fideicomitentes y toma las decisiones sobre la administración del patrimonio del fideicomiso.
- **Administrador del Fideicomiso**, es responsable de recolectar las rentas, el mantenimiento de los inmuebles, etc.
- **Agente estructurador**, es la institución que lleva a cabo la estructura legal y financiera del fideicomiso.
- **Intermediario colocador**, es la institución que realiza la venta inicial o colocación de los certificados en el mercado de valores.
- **Representante común**, es la institución que representa a los tenedores de los certificados y distribuye los rendimientos a cada tenedor.
- **CFBI (Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios)**, son los títulos bursátiles representativos del Fideicomiso que se dan a conocer y se comercian en la Bolsa Mexicana de Valores.

### **Forma de operación de una FIBRA**

Se describirá la forma en la que una FIBRA opera e intervienen los partícipes en cada etapa para que pueda realizarse de manera efectiva el funcionamiento de una FIBRA y poder brindar resultados a sus inversionistas, el cual se ilustra en la figura 2.4.

**Figura 2.4. Forma de operación de una FIBRA**



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

En primer instancia el fideicomitente es quien aporta los inmuebles, ya sea una persona física o persona moral (empresa), posteriormente el fideicomiso representa el contrato que se establece entre el fiduciario y el fideicomitente para poder recibir y administrar el o los inmuebles, según sea el caso, es así como el fideicomitente recibe los inmuebles para poder ser administrados, aquí es donde entran las partes que componen al fiduciario y realizan sus funciones, donde el administrador del fideicomiso es quien se responsabiliza por las rentas de los inquilinos, el mantenimiento de los inmuebles y todo lo relevante para que los inmuebles estén en óptimas condiciones y que luzcan lo mejor posible, el intermediario colocador se encarga de colocar los CFBI en la Bolsa Mexicana de Valores para poder ser comerciados primeramente en el mercado primario y posteriormente en el mercado secundario entre todo tipo de inversionistas, para poder hacer un intercambio de dichos certificados y recursos, los recursos captados de la emisión y las negociaciones se van a destinar y van a ser dirigidos al fideicomiso, donde se reinvierten en nuevos proyectos, posteriormente se

reparten el 95% de las utilidades a través de los dividendos trimestralmente entre los tenedores de los CFBI.

De forma general y práctica el funcionamiento de los Fibras se describe en 7 etapas:

1. Una persona o empresa aporta un inmueble y sus rentas a un fideicomiso.
2. El fideicomiso recibe el o los inmuebles.
3. El fideicomiso coloca los certificados (CFBI) en la BMV.
4. Se entregan los certificados a los inversionistas (esperando un rendimiento a futuro) derivados del intercambio y negociación en la bolsa de los CFBI por recursos monetarios
5. El fideicomiso recibe los recursos de la colocación de los certificados de participación.
6. El fideicomiso mantiene los inmuebles
7. El fideicomiso recibe el dinero y los derechos fiduciarios

### **Modelo de Negocios.**

Las FIBRAS, representan un modelo de negocio innovador para el sector inmobiliario, el cual se implantó y empezó operaciones en México en el año 2011, este paga retornos sobre la renta de portafolios de inmuebles, mediante títulos que cotizan en la BMV. Esta clase de nuevos activos financieros son muy atractivos y han sido de los instrumentos financieros más exitosos en levantar fondos del mercado en la BMV en los últimos años, gracias al modelo de negocios que los respalda, la capacidad de quienes integran una FIBRA, el sector en el que están inmersos y la gran confianza que han proyectado y generado hacia los diferentes tipos de inversionistas.

El modelo de negocio que plantea y presenta FIBRA UNO es muy claro, es una empresa exclusivamente inmobiliaria, integrada por un equipo de profesionales con un gran recorrido, reconocidos en el medio y con gran experiencia, el cual tiene un gran enfoque en la calidad y la reputación de sus inquilinos, para poder garantizar y dar mayor certidumbre a los flujos de efectivo provenientes de las rentas de los inmuebles, la ubicación de los inmuebles y la alta calidad de los

mismos son un distintivo, son determinantes y son la prioridad de FIBRA UNO, también se busca una buena relación entre la calidad de los inmuebles y el precio de las rentas considerando los beneficios que les otorga este aspecto a los inquilinos, como la generación de mayores ventas e ingresos y por ende un mayor margen de utilidad; con la buena integración de estos aspectos se logran altos niveles de ocupación lo que permite tener un portafolio sólido, creciente, con gran potencial y diversificado; además que se establece un punto muy importante en su modelo de negocio y es seguir una estrategia financiera prudente, es decir, no sobre endeudarse o apalancarse más allá de lo recomendable; con este modelo de negocio lo que se busca y en lo que se basa FIBRA UNO es en primer instancia una apreciación de capital, en segundo término, un flujo cada vez mayor y constante, para poder garantizar el mayor crecimiento posible y generar la máxima cantidad de valor en el tiempo y poder brindarles grandes beneficios a todos los que integran y están presentes en la FIBRA, primordialmente a sus inversionistas.

**Figura 2.5. Modelo de Negocio de FIBRA UNO.**



Fuente: Fibra Uno

Lo anterior es posible observarlo en el Informe Anual Sostenible 2016 de FIBRA UNO: “Hoy, a cinco años de nuestra oferta pública inicial, quiero recordarles la filosofía y el modelo de FUNO, que están fundamentados en un concepto de

retorno total a largo plazo, y que se logra en una mayor proporción mediante la apreciación de nuestras propiedades en el tiempo, y en una menor proporción de la generación de flujos estables a través del ciclo de negocio. Lo anterior se obtiene teniendo las mejores ubicaciones del País, y activos de altísima calidad con rentas competitivas, con excelentes relaciones de largo plazo con nuestros inquilinos, contando con espacio disponible para solucionar sus necesidades de crecimiento, y con una estrategia de apalancamiento prudente.”<sup>19</sup>

**Figura 2.6. Modelo de Negocio de FIBRA UNO para crear valor sostenible en el tiempo.**



Fuente: FIBRA UNO. Informe Anual Sostenible 2016.

Los ingresos que percibe el fideicomiso FIBRA UNO por administrar las propiedades son en base a un porcentaje de comisiones establecidas y determinadas en el contrato del fideicomiso, se cobra comisión por consultoría, comisión por gestión, comisión por incentivos y comisión de adquisición, en el cuadro 2.2 se presentan los porcentajes establecidos.

<sup>19</sup> FIBRA UNO. Informe Anual Sostenible (2016), [PDF]. Disponible en: [http://www.funio.mx/panel/archivos\\_subidos/data2678.pdf](http://www.funio.mx/panel/archivos_subidos/data2678.pdf)

**Cuadro 2.3. Comisiones de FIBRA UNO (FUNO)**

FIBRA	
Comisión por Consultoría	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 0.5% de valor no amortizado en el libro de valores de los activos. Deuda Neta.</li> <li>➤ Pagada Trimestralmente.</li> </ul>
Comisión por Gestión	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 1.0% del Ingreso por renta correspondiente al manejo de la propiedad (subsidiaria).</li> <li>➤ 2.0% del Ingreso correspondiente a la cuota de arrendamiento.</li> </ul>
Comisión por Incentivos	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 10%, 15% y 20% de rentabilidad total en exceso de 12%, 18% y 24% respectivamente.</li> </ul>
Comisión de Adquisición y Otras	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 5.0% del valor de adquisición de propiedad (excluyendo transacciones con grupos relacionados).</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia con datos de: FIBRAS, El Instrumento Activo en México, Una herramienta transparente del mercado inmobiliario. Real Estate Market & Lifestyle. (No. 89)

Las dos principales comisiones que el fideicomiso FIBRA UNO recibe por administrar las propiedades son: comisión por consultoría y comisión por gestión, además se cuenta con una comisión por adquisición de propiedades, pero la comisión por incentivos es una parte importante, porque de esta manera se incentiva a la parte administrativa del fideicomiso de FIBRA UNO a poder alcanzar y mejorar los resultados constantemente, se premia la eficiencia en base a la rentabilidad en exceso, lo cual es relevante para que los inversionistas mejoren su confianza en la parte administrativa del fideicomiso y esto muestra el compromiso y la profesionalidad que FIBRA UNO tiene con su función dentro del fideicomiso, agregando valor a la misma empresa y sus inversionistas.

## 2.4 Importancia y objetivos de las FIBRAS.

Las FIBRAS en México han impactado de manera positiva, han modificado y dinamizado el mercado inmobiliario mexicano, mostrando un crecimiento constante dentro del sector financiero.

Figura 2.7. Instituciones y actividades que conforman el sistema financiero



Fuente: Banco de México. Reporte del sistema financiero 2014.

En el reporte del sistema financiero de 2014, Banxico destacó que las Fibras son los intermediarios que han presentado un mayor crecimiento por tratarse de un instrumento de reciente creación que se encuentra en un proceso de consolidación de mercado. Las Otras entidades y actividades financieras, al que pertenecen las FIBRAS, en su conjunto crecieron a una tasa del 11.4 por ciento, mientras la banca comercial creció en promedio al 4.3 por ciento anual en los últimos tres años, lo anterior es en parte atribuible al proceso natural de profundización que se está produciendo en el sistema financiero mexicano. En el reporte del sistema financiero de 2015 que da a conocer el Banco de México menciona, que los activos de las FIBRAS ascendieron a 334 miles de millones de pesos, cifra que representó el 2.1 por ciento del valor de los activos del sistema financiero.

**Cuadro 2.4 La importancia de las FIBRAS para diversos jugadores.**

<b>Pequeños inversionistas</b>	<b>Inversionistas Institucionales</b>	<b>Gobiernos federal y locales</b>	<b>País y sector inmobiliario</b>	<b>Desarrolladores inmobiliarios</b>
<p>Acceso a una nueva clase de activo con altas distribuciones, así como potenciales ganancias de capital.</p> <p>Oportunidad de invertir en el sector inmobiliario a bajos costos de transacción.</p> <p>Acceso a un instrumento líquido (vs la iliquidez de los activos inmobiliarios).</p>	<p>Mejora la diversificación de los portafolios.</p> <p>Beneficios fiscales en términos de distribuciones y ganancias de capital.</p> <p>Instrumento indizado a la inflación.</p>	<p>Disminuye los incentivos para evadir impuestos, particularmente en el caso de pequeños inversionistas.</p> <p>Promueve la inversión doméstica y extranjera, beneficiando a la industria de la construcción.</p>	<p>Cierra la brecha de competitividad con otros mercados emergentes donde actualmente existe este tipo de instrumentos.</p> <p>Mecanismo de salida para inversionistas de capital de riesgo (Venture capital).</p>	<p>Diversifica las fuentes de financiamiento.</p> <p>Cierra la brecha entre desarrolladores con altos estándares de operación y la disponibilidad de instrumentos financieros.</p> <p>Disminuye el costo de capital y deuda debido a su acceso a mercados públicos.</p>

Fuente: Evercore.

Como se observa en el cuadro 2.4, la importancia de las Fibras radica en que son una clase de activos financieros que distribuyen dividendos altos y atractivos para todo tipo de inversionistas, lo que se traduce en flujos relativamente predecibles y seguros, aunado a posibles beneficios mediante ganancia de capital y por otro lado una revalorización a través del tiempo de los portafolios de los bienes inmuebles en los que se está invirtiendo, lo que lo hace un activo atractivo, ya que presenta características que un inversionista busca, obtener el mayor rendimiento posible con el mínimo riesgo posible.

Esta introducción de las FIBRAS, transformó, revolucionó e impulsó tanto al mercado inmobiliario como al sector financiero mexicano, la atracción de nuevos inversionistas nacionales como internacionales y la introducción paulatina de pequeños inversionistas al sector inmobiliario y al sector financiero fueron de los puntos más relevantes en estos años y en gran medida las FIBRAS hicieron posible este acercamiento y esta conexión de capitales hacia el negocio

inmobiliario que tanto hacía falta, ya que anteriormente se tenían pocas opciones de financiamiento, una opción de financiamiento era el llamado “*Friends and Family*” (familia y amigos), donde cada integrante ya sea amigo o familiar interesado en un proyecto ponía su propio capital, siendo esta opción una de las más comunes y más tradicionales en este sector, es una gran manera de financiar pero con grandes desventajas y riesgos. Otra opción era solicitar un crédito bancario, pero los bancos prestaban cantidades mínimas con altos requisitos, lo cual complicaba y frenaba el crecimiento y el potencial en el negocio inmobiliario; aunque todavía el mercado es joven y le falta madurar, esto le da una mayor expectativa de crecimiento, de mejoras y de transformaciones en todos los aspectos, porque aún falta para que este mercado se consolide.

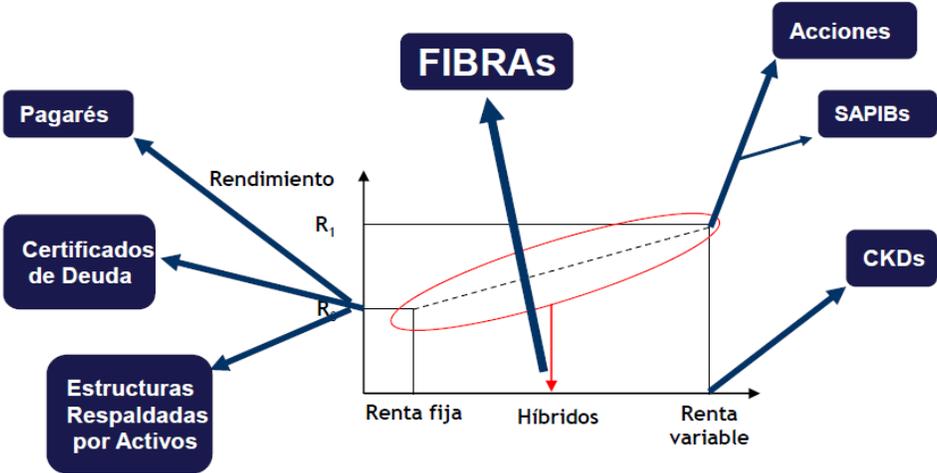
Los CFBI le dan una mayor transparencia al mercado inmobiliario en México, porque al cotizar en la bolsa mexicana de valores tienen que cumplir con ciertos requisitos y regulaciones, uno de los más importantes para el mercado inmobiliario fue que la información general fuera pública, esto le dio más certeza al mercado, más confianza a los inversionistas y mejoró el ordenamiento de la información de transacciones, precios, información del fideicomiso, eventos relevantes etc. en el mercado, ya que anteriormente existían ciertas deficiencias de información determinante para los inversionistas.

Uno de los principales objetivos de las FIBRAS es mejorar y revolucionar el sector inmobiliario del país, ofreciendo una alternativa de inversión con potencial a cualquier inversionista y en especial de los mejores fondos de inversión del mundo.

La introducción de estos nuevos instrumentos bursátiles en el mercado mexicano, ha modificado, aportado y creado una mejor relación entre los agentes económicos y la actividad económica del sector financiero e inmobiliario, ya que interconectó de forma importante el mercado inmobiliario con el mercado financiero en este país, lo cual ha beneficiado a los dos sectores de manera

considerable, le brindó apertura y mayor acceso a todo tipo de inversionistas; lo cual genera mayor liquidez, necesaria para el mercado inmobiliario, ya que antes era un sector de acceso limitado para los pequeños inversionistas, al cual sólo accedían los grandes inversores privados con una capacidad mayor de recursos, esto ha modificado la oferta y la demanda de los inmuebles que desarrollan las FIBRAS y ha presionado el precio de las propiedades en las zonas en las que se han desarrollado los proyectos, impulsando la actividad económica.

Figura 2.8. FIBRAS, un instrumento financiero híbrido.



Fuente: Evercore

En los últimos años los inversionistas han tenido mayor apetito por las FIBRAS que por otros tipo de instrumentos como los CKDes (Certificados de Capital de Desarrollo) , ya que las FIBRAS al ser instrumentos financieros híbridos (se muestra en la figura 2.8), presentan características de instrumentos de renta fija (bonos), por sus dividendos trimestrales y renta variable (acciones) por su posible y variable ganancia de capital, las FIBRAS tienen una naturaleza más líquida y menos riesgosa que los CKDes, características determinantes y consideradas ampliamente entre los inversionistas, ya que los CKDes solo pueden ser emitidos

a inversionistas calificados<sup>20</sup> y están enfocados al financiamiento de actividades y proyectos de infraestructura, inmobiliarios, empresariales y de capital privado entre otros, los cuales consumen recursos a corto plazo y generan flujos a largo plazo, al contrario de las FIBRAS donde hay más liquidez y alternativas de entrada y de salida, generan flujos en el corto plazo y hay posibilidad de ganancias de capital en el largo plazo, además que es más accesible a todo tipo de inversionistas.

Los CFBI de las FIBRAS son instrumentos de inversión estructurados para el largo plazo, no son recomendables para especulación, están diseñados para conformar una cartera de inversión en el largo plazo.

Un portafolio de inversión óptimo y sano debe ser diversificado para disminuir la exposición al riesgo, procura maximizar el beneficio minimizando el riesgo, esto es un principio básico de toda inversión. Una inversión tiene dos tipos de riesgo como menciona Gallardo (2002): el denominado riesgo propio y el denominado riesgo de mercado. El primero puede ser disminuido o eliminado mediante la diversificación, mientras que el riesgo de mercado no depende de la gestión del administrador financiero.

La inversión en bienes raíces son óptimas en periodos de largo plazo, la inversión en este sector es un tipo de inversión ideal para los fondos de pensiones. Los fondos de pensiones son inversionistas a largo plazo, ya que buscan mayor seguridad y una rentabilidad atractiva a través de los años, por lo cual el que un fondo de este tipo invierta en bienes raíces o activos de Real Estate beneficia a su portafolio de inversión, ya que ayuda a la diversificación y por ende a minimizar riesgos en el portafolio de los inversionistas institucionales.

Las FIBRAS brindan una exposición diversificada en el mercado inmobiliario mexicano, tanto por localización como por sector (comercial, habitacional,

---

<sup>20</sup> En México los principales inversionistas de CKDes son fondos de pensiones mexicanos (afores) como XXI Banorte, Sura, Banamex, Pensionisste, entre otros.

industrial, educativo, hotelero, etc.), además de ser operadas, administradas y diseñadas por profesionales que se encargan de optimizar y maximizar los procesos y la tasa de ocupación de los inmuebles, por esta razón podemos decir que las FIBRAS son de vital importancia en la actualidad y son una alternativa más para poder invertir y diversificar los portafolios de los inversionistas institucionales, así como de los pequeños inversionistas.

Es por esto que la cartera de inversión para cualquier inversionista, debe contener inversiones en el sector inmobiliario, ya que mantiene el valor en el tiempo, hace frente a la inflación y al dólar, al invertir en este sector se tiene mayor certeza porque la propiedad se ve físicamente, es una inversión tangible, lo que representa mayor seguridad. La problemática que representa a quienes invierten tradicionalmente en bienes raíces ya sea por propiedades o por renta de los mismo, es que implica un costo, parece un negocio sencillo, pero no lo es, porque requiere tiempo y dinero, y estar pendiente de tus inmuebles, las FIBRAS hacen más eficientes este negocio, este proceso y los recursos: tiempo y dinero, porque un inversionista en bienes raíces si lo hace a través de estos nuevos activos se olvida de la administración, de cobrar, de pagar los impuestos de cada bien inmueble, de lidiar con inquilinos, de buscar propiedades, de incrementar la tasa de ocupación de los inmuebles, etc.

De tal manera que, por lo expuesto anteriormente una FIBRA permite, como parte de sus objetivos<sup>21</sup> lo siguiente:

- ✓ Impulsar el desarrollo inmobiliario en México.
- ✓ Ser una fuente de liquidez para desarrolladores.
- ✓ Permite invertir en bienes inmuebles a todo tipo de inversionista.
- ✓ Contribuir a la diversificación de portafolios de inversión, al proporcionar una nueva alternativa de inversión en un mercado regulado.
- ✓ Impulsar el financiamiento para diversos segmentos comerciales, industriales, entre otros.

---

<sup>21</sup>Consulta en línea:

[https://www.bmv.com.mx/es/Grupo\\_BMV/Instrumentos\\_disponibles/rid/965/mod/TAB\\_CAPITALES](https://www.bmv.com.mx/es/Grupo_BMV/Instrumentos_disponibles/rid/965/mod/TAB_CAPITALES)

### **CAPITULO 3. Características de las FIBRAS en la Bolsa Mexicana de Valores.**

Las FIBRAS se encuentran listados en el mercado de Capitales, el tipo de instrumento son FIBRAS, son instrumentos del mercado de capitales y aparecen listados junto a las Acciones, los Warrants, Trac's, los CKD's y los Fideicomisos Hipotecarios.

Conforme a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) las FIBRAS poseen las siguientes características:

- Considerados como un instrumento híbrido, ya que puede otorgar rendimientos predecibles producto del arrendamiento (deuda) y rendimientos variables producto de la plusvalía de los inmuebles.
- No cuentan con un plazo determinado ni con calificación,
- Operados en el segmento "Capitales", bajo la normatividad semejante a cualquier acción que cotiza en la Bolsa Mexicana.
- Cuentan con un administrador profesional para la operación de los bienes inmuebles fideicomitidos.
- Instrumentos con demanda por parte de inversionistas institucionales. El régimen de las Afores, Aseguradoras y Afianzadoras les permiten invertir en FIBRAS.
- Instrumento novedoso en México y Latinoamérica.

Las FIBRAS se clasifican como sección VII en el reglamento interior de la BMV del apartado del Listado de valores autorizados para cotizar en la Bolsa.

Las instituciones fiduciarias que pretendan listar valores en las Secciones VII u VIII de Fibras o Fibras E, respectivamente, del apartado de valores autorizados para cotizar en la bolsa deberán cumplir como mínimo con lo siguiente<sup>22</sup>:

- I. Que el precio de los valores objeto de listado en ningún caso sea inferior al importe equivalente a una unidad de inversión por título.
- II. Que el número de valores a listar, una vez celebrada la Operación de colocación o el alta correspondiente representen por lo menos el 15% del patrimonio fiduciario distribuido entre el gran público inversionista.
- III. Se deroga.
- IV. Que dentro del contrato de fideicomiso emisor, se prevea la formación de un comité técnico, el cual deberá integrarse conforme a lo previsto en las Disposiciones aplicables.  
Se deroga.
- V. Que en el prospecto de colocación o folleto informativo, según sea el caso, se revele la información a que se refiere el cuarto o sexto párrafo de la disposición 4.008.00<sup>23</sup> de este Reglamento, según corresponda.

---

<sup>22</sup> Reglamento Interior de la BMV (consulta en línea):

[https://www.bmv.com.mx/docspub/MARCO\\_NORMATIVO/CTEN\\_MNRST/REGLAMENTO%20INTERIOR%20BMV%20VIGENTE-10092018-Reg.%20D.A..pdf](https://www.bmv.com.mx/docspub/MARCO_NORMATIVO/CTEN_MNRST/REGLAMENTO%20INTERIOR%20BMV%20VIGENTE-10092018-Reg.%20D.A..pdf)

<sup>23</sup> Se tomará en consideración lo siguiente: I. Capital contable. II. Utilidades operativas. III. Potencial de crecimiento. IV. Accionistas de control e integrantes del consejo de administración de la promovente. V. Cumplimiento por parte de la promovente de sus obligaciones con la Bolsa y con el mercado. VI. Historial crediticio de la promovente, de sus accionistas de control y consejeros. VII. Solvencia moral de los accionistas de control, consejeros y principales directivos de la promovente, de la fideicomitente, del administrador de activos o de cualquier otra persona, cuando tengan una obligación en relación a los valores que se emitan al amparo de un fideicomiso. VIII. Calificación crediticia otorgada por Institución Calificadora. IX. Garantías o avales de las emisiones.

En el caso de Fibras, la Bolsa además tomará en consideración el prospecto de colocación o folleto informativo sobre el avalúo practicado a los bienes inmuebles, así como la información sobre el estado que guardan estos últimos, incluyendo gravámenes, adeudos que presenten los bienes inmuebles o litigios, la experiencia del administrador y operador de los inmuebles, el programa de mantenimiento de los inmuebles y el grado de concentración de los ingresos provenientes del arrendamiento de los citados bienes, así como la relación de contratos de arrendamiento y los términos, condiciones y situación de los mismos.

### ***3.1 Marco legal y aspectos fiscales para los inversionistas***

Las FIBRAS deben estar constituidas de conformidad con las leyes mexicanas y la fiduciaria debe ser una institución de crédito residente en México autorizada para actuar como tal en el país y debido a que las FIBRAS cuentan con estímulos fiscales se encuentran reguladas por la Ley del Impuesto Sobre la Renta (art. 187 y 188).

La Ley del ISR en su capítulo III trata de los Fideicomisos dedicados a la adquisición o construcción de bienes inmuebles. En el artículo 13 de la Ley del ISR se menciona: “Cuando se realicen actividades empresariales a través de fideicomiso, la fiduciaria determinará en los términos del Título II de esta Ley, el resultado o la pérdida fiscal de dichas actividades en cada ejercicio y cumplirá por cuenta del conjunto de los fideicomisarios las obligaciones señaladas en esta Ley, incluso la de efectuar pagos provisionales.”

De acuerdo con el régimen fiscal que regula a las FIBRAS en México, estos instrumentos son tratados como una entidad de traspaso por lo que no están sujetas al pago del Impuesto Sobre la Renta (ISR), siendo un gran beneficio para los inversionistas. Sin embargo, deben de cumplir con ciertos términos y condiciones, los cuales están establecidos en el artículo III DE LOS FIDEICOMISOS DEDICADOS A LA ADQUISICIÓN O CONSTRUCCIÓN DE BIENES INMUEBLES, presente en el artículo 187 y 188 de la Ley del ISR dentro de los cuales los puntos más relevantes son:

1. Que el fin primordial del fideicomiso sea la adquisición o construcción de bienes inmuebles destinados al arrendamiento o la adquisición del derecho a percibir ingresos provenientes del arrendamiento de dichos bienes, así como otorgar financiamiento para esos fines con garantía hipotecaria de los bienes arrendados.

2. Al menos el 70% del patrimonio o el activo de la FIBRA esté invertido en bienes inmuebles, los derechos o créditos a los que se refiere el punto anterior, el remanente debe ser invertido en valores a cargo del Gobierno Federal o en acciones de fondos de inversión en instrumentos de deuda.
3. Las propiedades que forman parte de una FIBRA no se enajenen, es decir que no pueden ser vendidas hasta después de 4 años de haber sido adquiridas o que haya terminado su construcción.
4. La fiduciaria debe emitir certificados de participación (CFBI) por los bienes que integran el patrimonio del fideicomiso y que dichos certificados se coloquen entre el público inversionista del país en la bolsa de valores. Estos deben ser adquiridos por un grupo de inversionistas conformado por al menos diez personas, que no sean partes relacionadas entre sí y que ninguna de ellas en lo individual debe ser poseer más del 20% de la totalidad de los certificados emitidos.
5. La fiduciaria tiene la obligación por Ley de distribuir entre los tenedores de CFBI al menos el 95% del resultado fiscal del ejercicio inmediato anterior por los bienes que integran el patrimonio del fideicomiso.

El régimen fiscal y los requisitos más relevantes que deben cumplir los fideicomisos para la adquisición o construcción de bienes inmuebles son los siguientes:

- 1) El resultado fiscal obtenido del ejercicio inmediato anterior se dividirá entre el total de certificados de participación (CFBI) que haya emitido el fiduciario por el fideicomiso para poder determinar equitativamente el monto que le corresponde del resultado fiscal a cada uno de los poseedores de CFBI.

- 2) Los fondos de pensiones y jubilaciones<sup>24</sup> a los que se refiere el artículo 153 de la Ley del ISR que adquieran los CFBI tienen la posibilidad de aplicar la exención a los ingresos que reciban proveniente de los bienes, derechos, créditos y valores que integren el patrimonio del fideicomiso y a la ganancia de capital que obtengan por la enajenación de los CFBI.

Según el Artículo 223 y 224 de la Ley del ISR tiene el objeto de fomentar el mercado inmobiliario mexicano, por lo que las FIBRAS por su estructura corporativa y su modelo de negocios no pagan el ISR, el fiduciario es el encargado de determinar el resultado del ejercicio fiscal y darlo conocer públicamente a sus inversionistas y el público en general según la normativa de la BMV.

Como menciona Ramiro Gonzáles y Fernanda Estrada: “Los tenedores de los CBFI generarán Impuesto sobre la Renta por la ganancia que obtengan en la enajenación de dichos Certificados, que resulte de restar al ingreso que perciban en la enajenación, el costo promedio de cada CBFI enajenado.

Estarán exentos del pago del Impuesto sobre la Renta los residentes en el extranjero que no tengan establecimiento permanente en el país y las personas

---

<sup>24</sup> En la página oficial de Fibra Shop se menciona que:

Las AFORES han clasificado a FIBRAS como “instrumentos estructurados”. Como resultado, los fondos mutuos mexicanos especializados en fondos de jubilación (Sociedades de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro, o SIEFORES) pueden dirigir recursos a Los CBFI emitidos por FIBRA, sujetos a sus limitaciones de inversión (para SIEFORES 2, un máximo del 10%, y SIEFORES 3, 4 y 5, un máximo del 15% de sus activos netos, respetando los criterios de diversificación establecidos en la Orden 15-19 de Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR). Además, ciertos fondos de pensiones privados mexicanos, sujetos al cumplimiento de las disposiciones aplicables del Artículo 224 de la Ley del Impuesto sobre la Renta de México, pueden invertir hasta el 10% de sus reservas en CBFI emitidos por FIBRAS.

físicas residentes en México por la ganancia que obtengan en la enajenación de dichos Certificados.

La enajenación de CBFI no genera Impuesto Empresarial a Tasa Única ni Impuesto al Valor Agregado cuando se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y su enajenación se realice en Bolsa de Valores concesionada en los términos de la Ley del Mercado de Valores.<sup>25</sup>

Los CBFI confieren a los Tenedores, de conformidad con el artículo 63, fracción II de la Ley del Mercado de Valores, el derecho a una parte de los frutos, rendimientos y en su caso, al valor residual de los bienes o derechos afectos con ese propósito al Fideicomiso, por lo que confieren el derecho a recibir Distribuciones de Efectivo del Patrimonio del Fideicomiso, en la medida en que éste sea suficiente para realizar dichas Distribuciones de Efectivo. Lo anterior en el entendido que los CBFI no otorgan derecho alguno sobre la propiedad de los Activos a sus Tenedores.

Con esto se puede observar que se incentiva y existen estímulos fiscales para las FIBRAS y sus participantes, para los fideicomitente: el diferimiento del pago del ISR por la ganancia de capital en la enajenación de los inmuebles; para las personas físicas residentes en México y las residentes en el extranjero: únicamente si existe ganancia o beneficio en la enajenación de los certificados, según cada caso, además existe la posible exención del Impuesto Empresarial a Tasa Única e Impuesto al Valor Agregado de capital por la venta de los CFBI realizada en la bolsa de valores o en mercados regulados y reconocidos; para el fiduciario: la no obligación de efectuar pagos provisionales del ISR; Invertir en FIBRAS tiene ventajas fiscales que un pequeño inversionista (inversionista retail) e inversionistas de todo tipo deberían considerar al momento de invertir sus recursos monetarios para optimizar y maximizar sus beneficios.

---

<sup>25</sup> El régimen fiscal de las FIBRAS en México: <https://realestatemarket.com.mx/articulos/capital-markets/11684-el-regimen-fiscal-de-las-fibras-en-mexico>

### 3.2 FIBRAS listadas en la BMV.

En México, en 2011 hasta el cierre de 2016 a través de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) estaban listadas 11 fideicomisos de inversión en bienes raíces (FIBRAS). De las cuales seis cuentan con propiedades en diversos sectores, mientras que las demás se enfocan a sectores específicos: en propiedades industriales, centros comerciales y en hoteles.

**Cuadro 3.1. Fibras listadas en la BMV.**

	CLAVE EMISORA	SERIE	FIDEICOMITENTE	FIDUCIARIO	SECTOR DE PROPIEDADES
1	DANHOS	13	CONCENTRADORA FIBRA DANHOS, S.A. DE C.V.	BANCO NACIONAL DE MEXICO, S.A. INTEGRANTE DEL GRUPO FINANCIERO BANAMEX	COMERCIAL, OFICINAS Y USO MIXTO
2	FIBRAHD	15	ACTINVER CASA DE BOLSA S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO ACTINVER, DIVISIÓN FIDUCIARIA.	BANCO ACTINVER, S.A. INSTITUCIÓN DE BANCA MULTIPLE, GRUPO FINANCIERO ACTINVER.	INDUSTRIAL, COMERCIAL Y EDUCATIVO
3	FIBRAMQ	12	MACQUARIE MÉXICO REAL STATE MANAGEMENT, S.A. DE C.V.	CIBANCO S.A. INSTITUCION DE BANCA MULTIPLE	INDUSTRIAL, COMERCIAL Y OFICINAS
4	FIBRAPL	14	PROLOGIS PROPERTY MÉXICO, S.A. DE C.V.	DEUTSCHE BANK MEXICO, S.A., INSTITUCIÓN DE BANCA MULTIPLE	INDUSTRIAL
5	FIHO	12	CONCENTRADORA FIBRA HOTELERA MEXICANA, S.A. DE C.V.	DEUTSCHE BANK MEXICO, S.A., INSTITUCIÓN DE BANCA MULTIPLE	HOTELES
6	FIIN	13	ASESOR DE ACTIVOS PRISMA, S.A.P.I. DE C.V.	DEUTSCHE BANK MEXICO, S.A., INSTITUCIÓN DE BANCA MULTIPLE	HOTELES
7	FMTY	14	FIBRA MTY S.A.P.I. DE C.V.	BANCO INVEX, S.A., INSTITUCIÓN DE BANCA MULTIPLE, INVEX GRUPO FINANCIERO	INDUSTRIAL, COMERCIAL Y OFICINAS
8	FPLUS	16	NFD S.A. DE C.V.	BANCO AZTECA S.A. INSTITUCION DE BANCA MULTIPLE	COMERCIAL Y OFICINAS
9	FSHOP	13	FIBRA SHOP PORTAFOLIOS INMOBILIARIOS S.A.P.I. DE C.V.	CIBANCO S.A. INSTITUCION DE BANCA MULTIPLE	CENTROS COMERCIALES
10	FUNO	11	FIBRA UNO ADMINISTRACIÓN S.A. DE C.V.	DEUTSCHE BANK MEXICO, S.A., INSTITUCIÓN DE BANCA MULTIPLE	INDUSTRIAL, OFICINAS, COMERCIAL Y USO MIXTO
11	TERRA	13	PLA ADMINISTRADORA INDUSTRIAL, S. DE R.L. DE C.V.	CIBANCO S.A. INSTITUCION DE BANCA MULTIPLE	INDUSTRIAL

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Mexicana de Valores

### ***3.3 Índice de FIBRAS y su evolución.***

Un índice bursátil es una composición de múltiples valores, acciones o instrumentos financieros más representativos que reflejan el comportamiento de precios de los activos, sirven como referencia en un sector o en un mercado específico.

Los índices buscan brindar mayor información y que esta sea representativa de las tendencias del mercado, así que sirven de referencia para el desarrollo y el comportamiento de los precios del sector o el mercado en específico que representan, así como también puede utilizarse como subyacente de productos financieros.

Como menciona Joaquín Alducín: “El Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) es el principal indicador del Mercado Mexicano de Valores. Es un indicador que expresa el rendimiento del mercado accionario en función de las variaciones de precios de una muestra balanceada, ponderada y representativa del conjunto de Emisoras cotizadas en la Bolsa, basado en las mejores prácticas internacionales.”<sup>26</sup>

Los Índices de la Bolsa Mexicana de Valores y S&P Dow Jones Indices, dependiendo de su enfoque y especialidad, son indicadores que buscan reflejar el comportamiento del mercado accionario mexicano en su conjunto, o bien de diferentes grupos de empresas con alguna característica en común.<sup>27</sup>

Estos Índices son conocidos como de Rendimiento Simple, pues toman para su cálculo las fluctuaciones de precios derivados de movimientos del mercado.

---

<sup>26</sup> Alducín, Joaquín. (2015). Futuros del Índice Bursátil: conoce opera y gana con el futuro del Índice de la Bolsa Mexicana de Valores. Primera edición. México, D.F.

<sup>27</sup> [https://www.bmv.com.mx/es/Grupo\\_BMV/Tipos\\_de\\_indices/IPC%20SUSTENTABLE-445](https://www.bmv.com.mx/es/Grupo_BMV/Tipos_de_indices/IPC%20SUSTENTABLE-445)

La Bolsa Mexicana de Valores desarrolló un índice dedicado exclusivamente a las FIBRAS: S&P/BMV FIBRAS<sup>28</sup>; su ticker (código bursátil) es: FBMEX.

S&P/BMV FIBRAS<sup>29</sup> es un índice que refleja y expresa el rendimiento simple, contempla únicamente el comportamiento de los precios de los CFBI de mayor tamaño y liquidez en su conjunto que cotizan en la BMV.

La BMV considera que el Índice S&P/BMV FIBRAS constituye un fiel indicador de las fluctuaciones del precio de los certificados de FIBRAS en el mercado de capitales, considerando dos conceptos fundamentales:

- Representatividad: La muestra que lo compone, refleja el comportamiento y la dinámica operativa de esta clase de activos.
- Invertibilidad: Los pesos relativos de la muestra se definen en función del importe operado en Bolsa, así se asegura que el Índice responde a las necesidades de operatividad y liquidez del mercado mexicano.

En relación a la metodología de los índices S&P Dow Jones Índices hace referencia a que:

“El índice es reconstituido bianualmente, con fecha efectiva después del cierre de mercado del tercer viernes de junio y diciembre. La fecha de referencia para cada reconstitución es el último día hábil de abril y octubre. La cuenta de acciones del índice se calcula tomando los precios de cierre de los siete días hábiles previos a la fecha efectiva del rebalanceo.”<sup>30</sup>

---

<sup>28</sup> Fecha de lanzamiento: Oct 11, 2011

<sup>29</sup> <https://www.bmv.com.mx/es/indices/principales/>

<sup>30</sup> *S&P/BMV Índices Metodología* [PDF]. (2018, June). S&P Dow Jones Índices, a division of S&P Global.

El índice de Fibras está conformado por 10 emisoras<sup>31</sup> que son: Fibra Danhos, Fibra HD, Fibra Mcquaire, Fibra Prologis, Fibra Hotel, Fibra Inn, Fibra Monterrey, Fibra Shop, Fibra Uno y Terrafina.<sup>32</sup>, como se muestra en la siguiente figura:

**Figura 3.1. FIBRAS que componen el índice S&P/BMV FIBRAS**



Fuente: Elaboración propia.

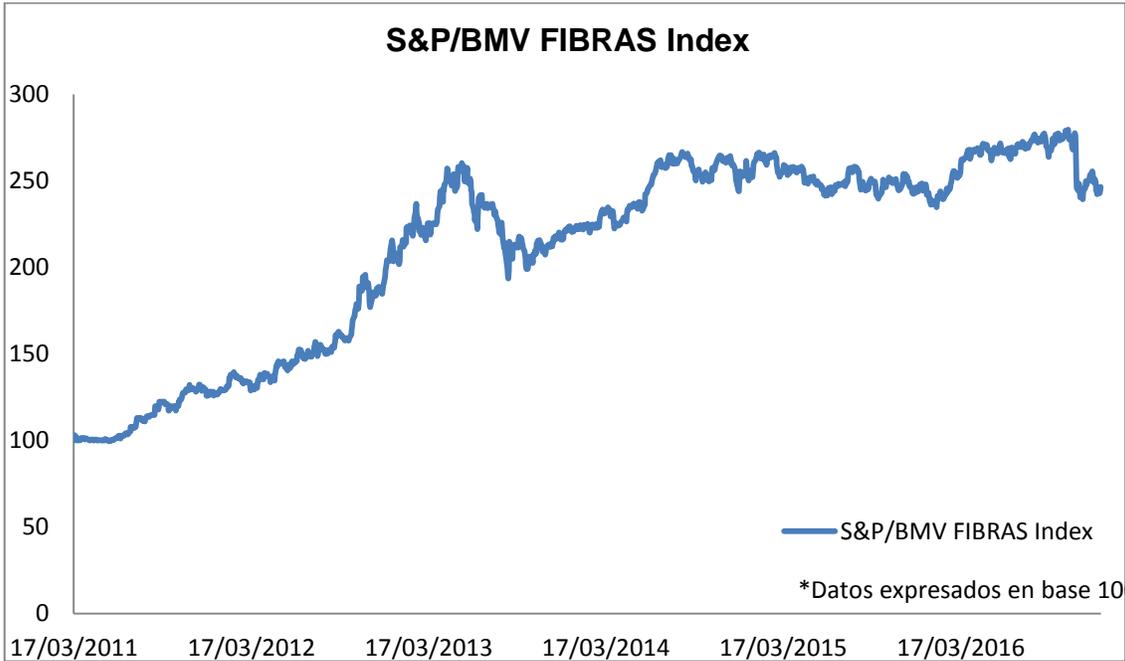
La evolución que ha presentado el índice de FIBRAS en México (S&P/ BMV FIBRAS) a través de los años ha sido la siguiente:

<sup>31</sup> **S&P/BMV FIBRAS.** El índice está diseñado para parametrizar el desempeño de los 20 Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces o FIBRAS con mayor liquidez, según su volumen operado en la BMV. Los componentes del índice son ponderados por su valor total por capitalización de mercado, de conformidad con los requisitos de diversificación de la sección *Criterios de Elegibilidad y Construcción del Índice.*

<sup>32</sup> Esta es la muestra de los 10 componentes principales por ponderación del índice S&P/BMV FIBRAS

El índice muestra un comportamiento creciente en los primeros años, presentó un crecimiento del 25.90% en el 2011, en el transcurso del 2012 el índice presentó un crecimiento del 71.26%, siendo este el año de mayor crecimiento. Desde el 17 de marzo del 2011 hasta el 31 de diciembre del 2013 se presentó un crecimiento del 123.68%, el cual es significativo, posteriormente hay un ligero retroceso entre el 2013 y 2014, posteriormente empieza una recuperación latente del índice para dar lugar a un comportamiento lateral en los próximos años, el crecimiento del índice de FIBRAS en 5 años desde el 2011 al 2016 es de 146.59%<sup>33</sup>, se considera un comportamiento y un crecimiento atractivo.

**Gráfica 3.1. S&P/BMV Index (2011-2016)**



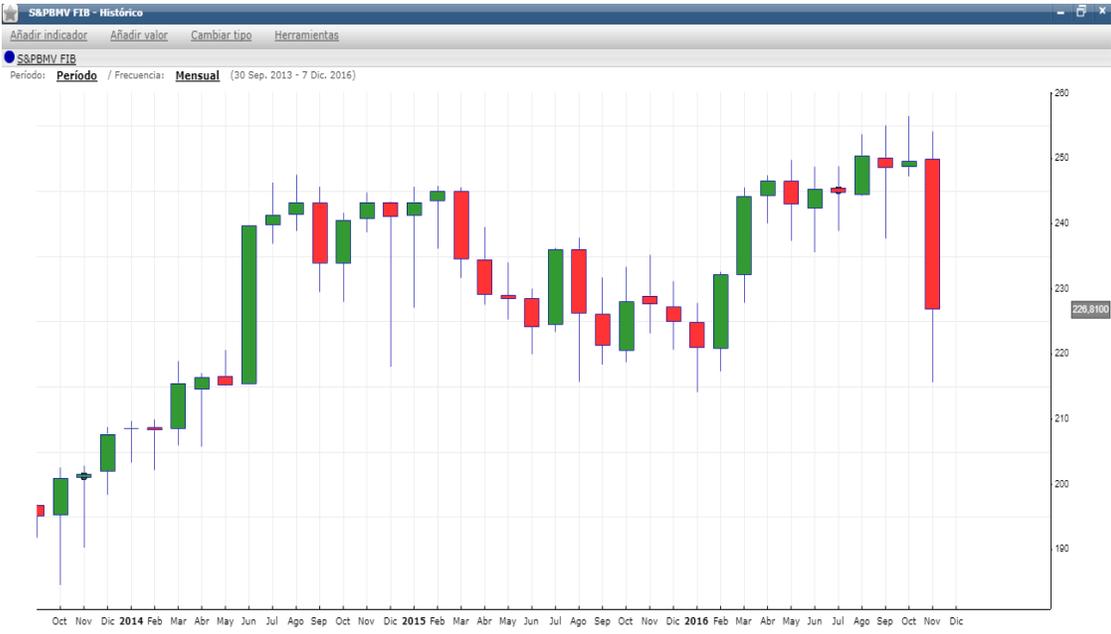
Fuente: Elaboración propia con datos de S&P Dow Jones Índices. A Division of S&P Global.

En la siguiente gráfica de velas japonesas con una frecuencia mensual podemos observar que en junio de 2014 se presenta un alza en el índice de FIBRAS, posteriormente se observa un comportamiento lateral entre junio de 2014 hasta octubre de 2016, es entre noviembre y diciembre del mismo año que se presenta

<sup>33</sup> Crecimiento presentado del 17 de marzo de 2011 al 30 de diciembre de 2016.

un movimiento fuerte a la baja del índice. Este movimiento fue derivado de la partida de capital foráneo de la Bolsa Mexicana, provocada por la incertidumbre que se empezó a sentir en los mercados financieros internacionales y las expectativas inciertas de México en algunos sectores clave al ser nombrado como presidente de Estados Unidos, Donald Trump, algunos factores que afectaron fueron: el movimiento de las tasas de interés por parte de la FED y por parte del Banco de México, la creciente volatilidad en el tipo de cambio peso-dólar y la reducción de los pronósticos de crecimiento.

**Gráfica 3.2. S&P/BMV Index (2013-2016) Frecuencia Mensual.**



Fuente: Elaboración propia en plataforma SiBOLSA

## CAPITULO 4. FIBRA UNO.

**“Price is what you pay, value is what you get”  
Warren Buffett**

### ***4.1 INFORMACIÓN GENERAL DE FIBRA UNO en 2016.***

#### a) Descripción de la Emisora



TICKER:	FUNO 11
SERIES:	Capitales - Deuda
Web:	<a href="http://www.funo.mx/">http://www.funo.mx/</a>



El ticker (clave de cotización) es un código bursátil alfanumérico, el cual se utiliza para identificar a los valores que cotizan en un determinado mercado bursátil y poder dar órdenes de compra o venta. En el caso de FIBRA UNO, su ticker en la Bolsa Mexicana de Valores es FUNO 11.

En la página oficial de FIBRA UNO se conjunta toda la información relevante: reportes y estados financieros, comunicados de prensa, presentaciones, prospectos de colocación, calendario, etc. esta información es pública y de fácil acceso. Esto con el objetivo de que FIBRA UNO tenga una relación con los inversionistas transparente y precisa.

Con el propósito de dar una visión general de lo que es la Emisora FIBRA UNO y poder brindar una mejor recomendación de inversión a los pequeños inversionistas, a continuación se describen sus características generales<sup>34</sup>.

<sup>34</sup> Página web oficial de FIBRA UNO: <http://funo.mx/>

FUNO se enfoca en la generación de valor sostenible para sus inversionistas mediante la operación, adquisición, venta y desarrollo de inmuebles para uso comercial.

La filosofía de negocio de FUNO tiene sus cimientos en un extenso y profundo conocimiento, así como en un proceso de decisión enfocado 100% en bienes raíces.

Los tres pilares básicos que sostienen el negocio enfocado en la creación de valor sostenible a través del tiempo son:

- 1) La diversificación del portafolio en segmentos, clientes y geografías.
- 2) Ofrecer a los clientes el mejor producto (localización); a un precio competitivo que lleve a ser el primero en rentarse y el último en desocuparse a través del ciclo del negocio de bienes raíces.
- 3) Mantener una estructura financiera sólida, con moderados niveles de apalancamiento.

FIBRA UNO tiene como visión el enfoque para llegar al logro de su misión a través del cumplimiento de sus principales objetivos, que incluyen:

- a) Ser la primera opción para satisfacer las necesidades inmobiliarias de los arrendatarios.
- b) Una diversificación geográfica y por segmento de negocio en mercados que ofrezcan un alto potencial de crecimiento.
- c) Mantenerse como el arrendador, operador y desarrollador de inmuebles, líder en México.
- d) Contribuir positivamente al desarrollo de México, y transformar a las comunidades donde se participa.
- e) Ampliar el portafolio a través de adquisiciones y desarrollos rentables, en condiciones favorables de financiamiento y orientadas a generar valor sostenible para los tenedores de certificados.

- f) Mantener un compromiso de responsabilidad social y ambiental.
- g) Buscar siempre un enfoque de sostenibilidad.

La Misión de la empresa que nos ocupa se enfoca en la creación de valor sostenible en los inmuebles mediante el arrendamiento, operación, adquisición y desarrollo de bienes inmuebles en ubicaciones clave con alto dinamismo económico y perspectivas de crecimiento en México. Buscando siempre sincronizar el modelo de negocio con la estrategia de crecimiento de los arrendatarios, principalmente en los segmentos industrial, comercial y de oficinas

b) Sector al que pertenece.

FIBRA UNO es un fideicomiso inmobiliario, conforme a la clasificación de la BMV pertenece al sector servicios financieros y la actividad económica que realiza es un fideicomiso.

**Figura 4.1. Sector de FIBRA UNO.**

Sector:	SERVICIOS FINANCIEROS
Subsector:	ENTIDADES FINANCIERAS
Ramo:	BANCOS
Subramo:	BANCOS COMERCIALES
Actividad Económica:	FIDEICOMISO

Fuente: tomado de la Bolsa Mexicana de Valores

FIBRA UNO es un Fideicomiso de Infraestructura y Bienes Raíces (FIBRA) con un portafolio diversificado en diferentes sectores inmobiliarios: industrial, oficinas,

comercial y uso mixto, algunas de sus propiedades más representativas se mencionan en el siguiente cuadro:

c) Portafolio de propiedades.

En 2016 el portafolio de propiedades de FIBRA UNO incluyó 497 propiedades en diversos estados de la república mexicana, a continuación se presentan los inmuebles más representativos:

**Cuadro 4.1. Propiedades más representativas de FIBRA UNO**

Propiedad	Ubicación	Uso	ABR* (m2)
Samara	Santa Fe, Ciudad de México	Mixto	53,870 comercial/ 80,434 oficinas
Torre Reforma Latino	Paseo de la Reforma, Ciudad de México	Oficinas	45,298
Torre Caballito	Paseo de la Reforma, Ciudad de México	Oficinas	39,084
Torre Diana	Paseo de la Reforma, Ciudad de México	Oficinas	63,000
Torre Mexicana	Xola, Ciudad de México	Oficinas	29,614
Torre Mayor	Paseo de la Reforma, Ciudad de México	Oficinas	83,971
Hotel Centro Histórico (Hilton)	Av. Juárez, Ciudad de México	Hotel	40,000
Zapopan UVM	Zapopan, Jalisco	Universidad	74,070
La Isla Cancún	Cancún, Quintana Roo	Comercial	39,752
Patio Santa Fe	Santa Fe, Ciudad de México	Comercial	67,500
Patio Universidad	Av. Universidad, Ciudad de México	Comercial	23,321
Galerías Valle Oriente	Monterrey, Nuevo León	Comercial	26,131
Fashion Mall Chihuahua	Chihuahua	Comercial	52,867
GM940 Monterrey	Nuevo León	Comercial	24,522
Patio Patria	Zapopan, Jalisco	Comercial	29,150
Gran Patio Texcoco	Texcoco, Estado de México	Comercial	46,319
Gran Patio Pachuca	Pachuca, Hidalgo	Comercial	40,522
Tultitlán I	Tultitlán, Estado de México	Industrial	136,827
San Martín Obispo I Y II	Cuautitlán, Estado de México	Industrial	153,253/ 86,061
Tultipark (Ex Goodyear)	Tultitlán, Estado de México	Industrial	187,663
Tultipark (Purísima)	Tultitlán, Estado de México	Industrial	206,618
Cuatripark II (Tejuelos)	Cuautitlán, Estado de México	Industrial	95,274

\*Área Bruta Rentable (ABR) ó GLA (Gross Leseable Area)

Fuente: Elaboración propia con datos de Real Estate Market & Lifestyle, 2016. (No.107)

**Figura 4.2. Patio Universidad**



Fuente: Imagen tomada de Informe Anual Sostenible 2016. Fibra Uno.

En el siguiente mapa (Figura 4.3.) se puede visualizar los principales estados donde se tiene presencia, así como el Área Bruta Rentable (ABR) por distribución geográfica, donde el Estado de México lidera con 39.2%, seguido por la Ciudad de México con 16.2% y Jalisco con 11% respectivamente. En FIBRA UNO las propiedades en operación están geográficamente diversificadas en 31 entidades federativas (todas las entidades federativas, excepto el estado de Zacatecas).

**Figura 4.3. Mapa de la presencia de FIBRA UNO en la República Mexicana.**

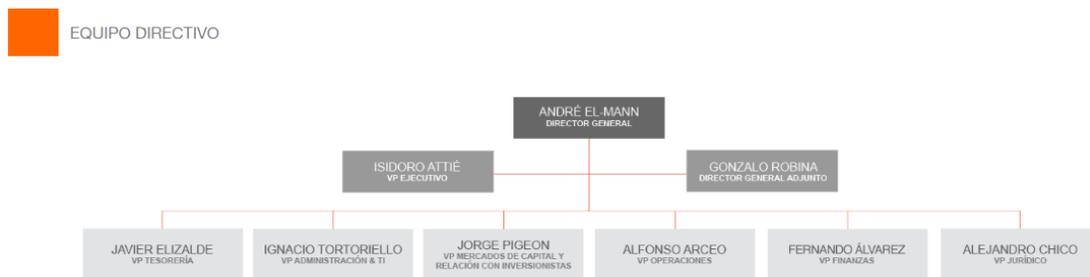


Fuente: Informe Anual Sostenible 2016. FIBRA UNO

#### d) Organigrama.

En el organigrama se puede observar cómo está conformada la administración de FIBRA UNO en 2016. En sentido descendente se tiene un director general, seguido un vicepresidente ejecutivo y un director general adjunto, a su vez cinco vicepresidentes encargados de diferentes áreas: tesorería, administración, mercado de capitales y relación con los inversionistas, operaciones, finanzas y finalmente el área jurídica.

**Figura 4.4. Organigrama de FIBRA UNO.**



Fuente: FIBRA UNO

#### e) Estrategia a Futuro.

Existen planes y estrategias de crecimiento de la empresa, por medio de adquisiciones que ayuden al crecimiento del portafolio de propiedades e innovación en el modelo de negocio. En 2016 se desarrolló e implementó una estrategia sustentable, ambiental y social. Fue un proceso totalmente desarrollado internamente, lo que colocó a FUNO como una de las pocas empresas inmobiliarias en el mundo que no utilizan servicios de terceros para la implementación de estas estrategias. Lo anterior, junto con la iniciativa de

sumarse al Pacto Mundial de las Naciones Unidas y adoptar sus 10 principios habla del compromiso de FUNO con su gente, las comunidades y el planeta.

Algunas de las adquisiciones más destacadas del 2016 son:

- Adquisiciones de Puerta del Hierro y El Salto,
- Incorporación de las propiedades en desarrollo a operación como Patio Revolución, Torre Latino, San Martín Obispo I y II, La Purísima, Torre Diana y Gustavo Baz I
- Inicio del desarrollo de Mitikah con Co-inversionistas

Durante el 2017, se continuará con el desarrollo de usos mixtos al sur de la Ciudad de México, donde Fibra Uno aportó los terrenos de la Cartera Buffalo y la Cartera Colorado.

La creación de desarrollos ecológicos con certificación LEED<sup>35</sup> es un diferenciador de FIBRA UNO en el mercado inmobiliario mexicano; ya que existen pocos desarrollos con estas certificaciones; en 2016 los desarrollos bajo estándares LEED se muestran en el siguiente cuadro:

**Cuadro 4.2. Inmueble Metros cuadrados de Construcción Total**

Inmueble	Certificado	Fecha	Superficie (m2)
Torre Mayor	LEED Gold	2013	157,000
Torre Reforma Latino	Pre certificado LEED Silver	2013	88,513
Torre Diana	Pre certificado LEED Gold	2015	138,634
CENTRUM Park Corporativo Tlalnepantla	Pre certificado LEED Gold	2015	180,000
Mitikah Torre Churubusco	Pre certificado LEED Silver	2016	67,178
Midtown Jalisco Oficinas	Pre certificado LEED Gold	2016	279,600

Fuente: INFORME ANUAL Y SOSTENIBLE DE FIBRA UNO 2016

<sup>35</sup> Son desarrollos ecológicos, cuentan con la certificación más reconocida y utilizada a nivel internacional: LEED ( Leadership in Energy and Environmental Design ),

Un proyecto Certificado LEED equivale a espacios más saludables y productivos, una reducción en la presión al medio ambiente al propiciar edificios con uso de energía y recursos eficientes, y ahorros por un mayor valor inmobiliario y menores costos de mantenimiento.<sup>36</sup>

Es relevante conocer las características de los Certificados Bursátiles Fiduciarios inmobiliarios (CFBI), porque es a través de estos, que el pequeño inversionista puede acceder a los beneficios de FIBRA UNO o de cualquier FIBRA que cotice en la Bolsa Mexicana de Valores, estos certificados representan los instrumentos bursátiles con los que el pequeño inversionista adquiere los derechos del fideicomiso, los cuales pueden comerciarse (comprarse y venderse) a través de cualquier intermediario bursátil regulado ante la CNVB.

#### INFORMACIÓN REFERENTE A LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES FIDUCIARIOS INMOBILIARIOS O CBFIs<sup>37</sup>.

- ❖ *Número de fideicomiso y datos relativos al contrato de fideicomiso:* Contrato de fideicomiso irrevocable celebrado con Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria, e identificado bajo el número F/1401, constituido con fecha 10 de enero de 2011 mediante escritura pública número 115,636, otorgada ante la fe del Licenciado Gerardo Correa Etchegaray, Notario Público número 89 de la Ciudad de México.
- ❖ *Nombre del Fiduciario:* Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria.
- ❖ *Fideicomitente:* Fibra Uno Administración, S.A. de C.V.

---

<sup>36</sup> Consulta en línea:

<https://www.nestle.com.mx/media/pressreleases/documents/certificaci%C3%B3n%20leed.pdf>

<sup>37</sup> Reporte anual que se presenta de acuerdo con las disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores por el periodo terminado el 31 de diciembre de 2016.

- ❖ *Fideicomitentes Adherentes*: Cualquier Propietario que aporte Bienes Inmuebles al Patrimonio del Fideicomiso, por cuya aportación adquiera los derechos y obligaciones establecidos en el Fideicomiso y en el Convenio de Adhesión respectivo.
- ❖ *Fideicomisarios en Primer Lugar*: Los Tenedores de los CBFIs.
- ❖ *Fideicomisarios en Segundo Lugar*: Los Fideicomitentes Adherentes; quienes sujeto a los términos del Fideicomiso, tendrán derecho a readquirir la propiedad de los Bienes Inmuebles que hayan aportado al Patrimonio del Fideicomiso.
- ❖ *Bolsas en las que los CBFIs están registrados*: Los CBFIs están registrados en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. Asimismo la Emisora tiene CBFIs registrados en “*the Official List and trading on the Global Exchange Market of the Irish Stock Exchange*”.

#### **4.2 Información Bursátil de FIBRA UNO en 2016.**

La información bursátil que se presenta en el cuadro 4.3 brinda un resumen de mercado de FIBRA en 2016, donde se puede observar el precio del CFBI con el que se empezó a comerciar a principios de 2016 con un precio de \$37.99 por CFBI y el precio al cierre del 2016, con un precio de \$31.91. El total de CFBI en circulación es de 3, 249,305.75 (miles), los cuales están distribuidos entre todos los inversionistas (tenedores de CFBI), el valor de capitalización<sup>38</sup> de FIBRA UNO en 2016 fue de \$103, 694, 119,600, este el indica el valor de la empresa en el mercado o el valor total de los CFBI que circulan en el mercado. El dividend yield es el rendimiento anual, que se obtiene en promedio por concepto de dividendos, el cual para FIBRA UNO fue de 6.25%, el cual se considerará y explicará en el apartado 4.3.3.

---

<sup>38</sup> El valor de capitalización se calcula multiplicando el precio de los CFBI en circulación por el precio de los CFBI en el mercado.

**Cuadro 4.3. Resumen de mercado de FIBRA UNO en 2016**

CONCEPTO	2016
Precio del CFBI apertura de 2016	\$37.99
Precio del CFBI al cierre de 2016 (pesos)	\$ 31.9127
Número de CFBI en circulación (miles)	3,249,305.75
Valor de capitalización (miles de pesos)	\$103,694,119.60
Dividend Yield	6.21 %

Fuente: Elaboración propia con datos de la BMV.

### Comportamiento de precios.

El análisis fundamental no se especializa en el estudio de precios de los activos, pero para fines de este trabajo el comportamiento de precios brinda información complementaria para poder observar y analizar cómo ha sido la evolución de los precios en los que se ha comercializado FIBRA UNO, desde su primer día de cotización en la bolsa en 2011 hasta el 2016.

En la siguiente gráfica se puede observar el histórico de precios de FIBRA UNO, su precio mínimo se negoció el 19 de Mayo del 2011 en aprox. \$17.64 por CFBI y el precio máximo se negoció el 11 de Noviembre del 2014 a un precio de \$47.25 por CFBI. Esto representa un crecimiento del 167.85 % de los precios de los CFBI de FIBRA UNO en tres años, desde meses posteriores de su lanzamiento en la BMV a su precio máximo histórico.

**Gráfica 4.1. Precios históricos de los CFBI de FIBRA UNO**



Fuente: Plataforma GBM

### 4.2.1 Dividendos

Una característica y un diferenciador de FIBRA UNO es que al ser una FIBRA es capaz de brindar dividendos atractivos, derivados de los ingresos por arrendamiento de los inmuebles, los cuales son beneficios más predecibles, que se traducen en flujos de efectivo a largo plazo. A continuación se presenta, en el cuadro 4.4, los montos de dividendos que se han distribuido a los inversionistas por cada CFBI que se posea, desde 2011 hasta el 2016.

Existe un incremento histórico de los dividendos distribuidos trimestralmente a los tenedores de CFBI por el 83.07%, lo cual representa que las utilidades han incrementado año con año de forma considerable, esto se puede observar en el siguiente cuadro (4.4).

**Cuadro 4.4. Distribuciones de dividendos 2011-2016  
(Pesos por CFBI)**

AÑO	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1er Trimestre	0.0343	0.1960	0.3700	0.4366	0.4921	0.5020
2do Trimestre	0.3022	0.3000	0.4100	0.4014	0.4934	0.4801
3er Trimestre	0.3779	0.4045	0.4504	0.4976	0.5005	0.4894
4to Trimestre	0.3689	0.4216	0.4800	0.4890	0.5097	0.5116
Total	1.0833	1.3221	1.7104	1.8246	1.9957	1.9831

Fuente: Elaboración propia con datos del Informe Anual y Sostenible 2016 de Fibra Uno.

### 4.3 Análisis Fundamental de FIBRA UNO en 2016.

Como última parte de este capítulo se presenta el análisis fundamental de FIBRA UNO en 2016. En primera instancia se realiza un análisis financiero<sup>39</sup> con un

<sup>39</sup> Se considera el análisis de la información al 31 de diciembre de 2016

método vertical<sup>40</sup> para poder determinar la estructura financiera de FIBRA UNO, como primer paso se realiza un análisis de activos y de pasivos, para conocer la naturaleza y la composición de su estructura financiera. Posteriormente se utilizan razones financieras para cuantificar el comportamiento financiero de FIBRA UNO con el propósito de analizar, comprender e interpretar de mejor manera la situación de la estructura financiera. Después se muestran las métricas fundamentales del value investing que permiten evaluar de mejor manera y por último se determina el valor intrínseco de FIBRA UNO en 2016 por el método de descuento de flujos (Discounted Cash Flow), abreviado como (DCF), por sus siglas en inglés.

#### **4.3.1 Análisis Financiero.**

El análisis financiero vertical que se presenta en este trabajo, es de gran importancia para conocer la composición estructural de sus activos y pasivos y ambos estén distribuidos de manera equilibrada de acuerdo a las necesidades financieras y operativas de FIBRA UNO.

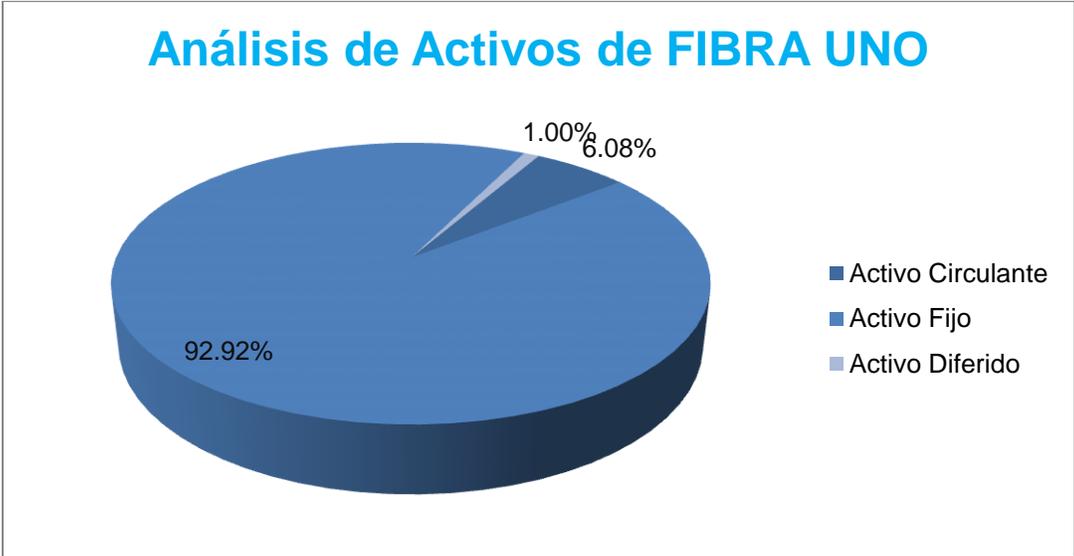
Analizando los Activos de FIBRA UNO (véase anexo 1), se puede observar en la gráfica 4.2, que el Activo Fijo es predominante con un 92.92% del total de los Activos, siendo el principal componente las propiedades del fideicomiso, esto es de gran importancia por la naturaleza del fideicomiso ya que es el tipo de activo con el que cuentan para realizar las actividades principales del modelo de negocio y generar los ingresos del ejercicio fiscal correspondiente.

---

<sup>40</sup> Se considera un análisis financiero de método vertical al análisis de las cuentas de los estados financieros de un solo periodo y se determina el peso proporcional (en porcentaje) que tiene cada cuenta dentro del estado financiero analizado, lo cual permite determinar la composición y estructura financiera.

La totalidad de los Activos Fijos de FIBRA UNO en 2016 lo representa el portafolio de inmuebles, el cual se compone por 497 Propiedades con 519 Operaciones, diversificadas en términos de tipo de operación en: 325 comerciales, 105 industriales y 89 de oficinas, con aproximadamente 7.4 millones de metros cuadrados de Área Bruta Rentable (ABR) y una tasa de ocupación, al 31 de diciembre de 2016, del 94.4% <sup>41</sup>, por lo que hay un buen posicionamiento y presenta una gran tasa de ocupación de los Activos en el fideicomiso. Lo cual es significativo y da a conocer a los inversionistas la importancias y la magnitud del fideicomiso.

**Gráfica 4.2. Análisis de Activos de FIBRA UNO.**



Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

En el cuadro 4.5 se puede observar la composición segregada de los Activos de FIBRA UNO, los montos, el porcentaje que representa en la totalidad de los activos y su participación (en porcentaje) en su tipo de activo.

<sup>41</sup> Datos obtenidos del INFORME ANUAL Y SOSTENIBLE 2016 de FIBRA UNO.

**Cuadro 4.5. Activos de FIBRA UNO.**

<b>Activos</b>	<b>Descripción</b>	<b>Monto (miles)</b>	<b>Porcentaje</b>	<b>Participación en su Tipo de Activo</b>
Activo Circulante	Efectivo y Equivalentes de efectivo	\$5,554,120	2.89%	47.58%
	Inversiones en valores	\$1,956,101	1.02%	16.76%
	Rentas por cobrar a clientes y otras	\$1,510,294	0.79%	12.94%
	Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$80,293	0.04%	0.69%
	Impuestos por recuperar, principalmente IVA	\$2,141,696	1.12%	18.35%
	Pagos anticipados	\$430,717	0.22%	3.69%
Activo Fijo	Propiedades, Anticipos e Inversiones Asociadas	\$178,433,233	92.92%	100.00%
Activo Diferido	Otros Activos	\$1,920,523	1.00%	100.00%
<i>Total</i>		\$192,026,977	100.00%	

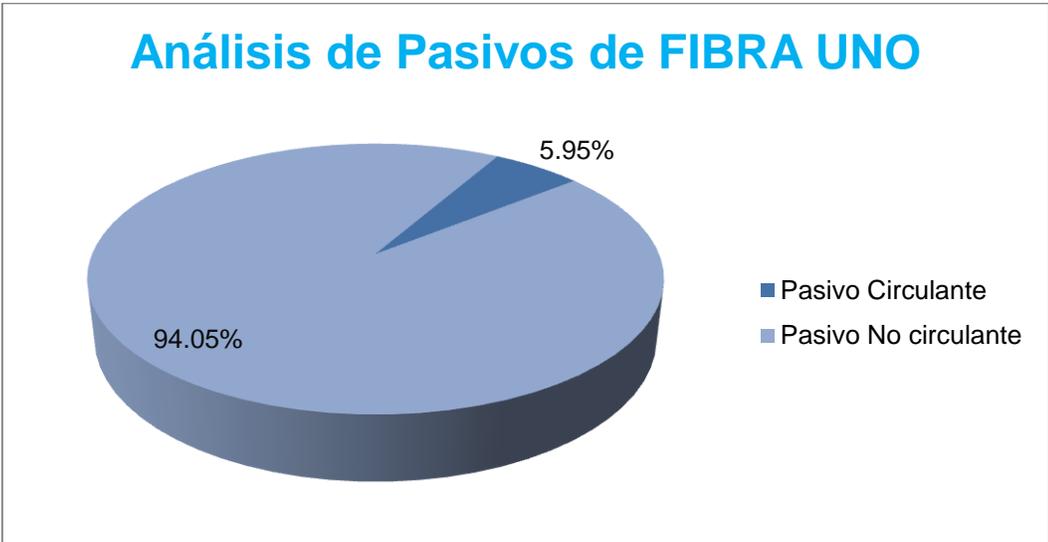
Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

Como se observa en el cuadro 4.5, el activo circulante representa el 6.08% de los activos totales, donde el concepto de efectivo y equivalentes de efectivo es del 2.89%, siendo el más representativo. Le siguen los impuestos por recuperar con el 1.12% (principalmente el IVA), posteriormente, las inversiones en valores con 1.02% y las rentas por cobrar a clientes que representa el 0.79% del activo circulante, el activo circulante es la cantidad de dinero con el que puede disponer el fideicomiso en cualquier momento, lo cual favorece a la liquidez del fideicomiso ante obligaciones a corto plazo.

Las propiedades, anticipos e inversiones asociadas componen el 100% de los activos fijos (el cual representa el 92.2% de los activos totales de FIBRA UNO), este porcentaje es una buena proporción para la naturaleza del fideicomiso, por lo que da certeza al inversionista que su inversión está respaldada por activos inmobiliarios que le brindarán flujos de efectivo por medio de las rentas a inquilinos y además una posible ganancia de capital por la plusvalía de los inmuebles del portafolio del fideicomiso.

Analizando los Pasivos de FIBRA UNO (véase anexo 1), se puede observar en la gráfica 4.3, que de manera general, gran parte de los pasivos de FIBRA UNO son a largo plazo (Pasivos No Circulantes) representando el 94.05% del total de los pasivos y los pasivos no circulantes (pasivos de corto plazo) representan el 5.95%, la segregación y el análisis de dichos pasivos se presenta en el cuadro 4.6.

**Gráfica 4.3. Análisis de Pasivos de FIBRA UNO.**



Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

Como se observa en el cuadro 4.6, el concepto de préstamos a largo plazo, es el tipo de pasivo que predomina con el 92.49 % del total de pasivos. Para mitigar el riesgo de sus deudas a largo plazo en dólares, FIBRA UNO tiene como política establecer coberturas cambiarias con contratos swap de moneda extranjera, para cubrir pagos específicos en moneda extranjera, entre 15% y 20% de la exposición generada, por lo que el riesgo cambiario real, se reduce, en función de que el servicio de la deuda de los préstamos en dólares, se cubre parcialmente con ingresos denominados en la misma moneda.

**Cuadro 4.6. Pasivos de FIBRA UNO**

<b>Pasivos</b>	<b>Descripción</b>	<b>Monto (miles)</b>	<b>Porcentaje</b>	<b>Participación en su Tipo de Activo</b>
Pasivo Circulante	Préstamos	\$633,911	0.91%	15.37%
	Cuentas por pagar y gastos acumulados	\$3,232,397	4.66%	78.36%
	Rentas cobradas por anticipado	\$165,362	0.24%	4.01%
	Cuentas por pagar a partes relacionadas	\$93,266	0.13%	2.26%
Pasivo No circulante	Préstamos	\$64,172,642	92.49%	98.34%
	Otras cuentas por pagar a largo plazo	\$125,530	0.18%	0.19%
	Depósitos arrendarios	\$825,067	1.19%	1.26%
	Rentas cobradas por anticipo a largo plazo	\$135,467	0.20%	0.21%
<i>Total</i>		\$69,383,642	100.00%	

Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

#### **4.3.2 Razones Financieras**

Se utilizan razones financieras para cuantificar el comportamiento financiero de FIBRA UNO con el propósito de analizar, comprender e interpretar de mejor manera la estructura financiera y el modelo de negocio.

Las razones financieras que se utilizan para analizar la liquidez, el nivel de apalancamiento y el rendimiento de FIBRA UNO, son las siguientes:

##### **Razón de Liquidez o Prueba Ácida**

Es relevante evaluar la Razón de Liquidez o comúnmente conocida como Prueba Ácida, ya que, ésta mide la capacidad de hacer frente a los compromisos adquiridos en el corto plazo y se calcula dividiendo el Activo Circulante entre el Pasivo Circulante de la empresa.

**Cuadro 4.7. Razón de Liquidez de FIBRA UNO**

Activo Circulante	\$11,673,221.00
Pasivo a Corto Plazo	\$4,124,936.00
<b>Liquidez</b>	<b>\$2.83</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

Aplicando la razón de liquidez de la empresa de FIBRA UNO se establece que tiene la capacidad para hacer frente a sus compromisos de corto plazo con sus activos circulantes en una proporción de 2.83. Es decir, por cada peso de deuda tiene \$ 2.83 pesos para cubrir dicho compromiso. Esto indica que FIBRA UNO presenta un gran indicador de liquidez (gran capacidad de pago en el corto plazo), esta proporción se debe principalmente a la cantidad de efectivo, los impuestos por cobrar, las inversiones en valores y la capacidad de FIBRA UNO de generar flujos de efectivo por medio de las rentas de los clientes (activos circulantes), donde el total de estos, representa 2.83 veces los compromisos a corto plazo.

### **Recuperación de cartera**

Esta razón financiera es otro indicador de liquidez, indica los días que tarda la empresa en cobrar las cuentas que le adeudan. Se calcula multiplicando la Cuentas por Cobrar por el número de días en el año y dividiéndolo entre los ingresos totales.

**Cuadro 4.8. Recuperación de Cartera de FIBRA UNO**

Cuentas por cobrar	\$80,293.00
Ventas Netas	\$13,252,848.00
<b>Recuperación de Cartera</b>	<b>2.18</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

En FIBRA UNO la recuperación de cartera es buena, se recupera al 100 % la cartera en 2 días, el cual es un excelente indicador para la compañía, ya que esto expresa que el riesgo de impago por parte de los clientes a FIBRA UNO es mínimo. Esto se debe a la calidad de los clientes, una buena gestión y estrategias de cobro para la recuperación de cartera, lo cual genera certeza en la generación y realización de flujos de efectivo.

## Indicador de Apalancamiento

El apalancamiento mide en qué grado o proporción han sido financiados los activos de la empresa por los acreedores.

**Cuadro 4.9. Indicador de Apalancamiento de FIBRA UNO**

<b>Total de Pasivo</b>	\$69,383,642.00
<b>Total de Activos</b>	\$192,026,977.00
<b>Apalancamiento Externo</b>	<b>36%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

Considerando que el 92.2% de los activos de FIBRA UNO son Activos Fijos (Propiedades, Anticipos e Inversiones Asociadas), FIBRA UNO presenta un apalancamiento del 36%, el cual es un apalancamiento sólido para la empresa, ya que por cada \$100 pesos, sólo se han financiado \$ 36 pesos por parte de los acreedores. Lo cual es razonable y está dentro de los estándares que la CNBV<sup>42</sup> establece para regular los niveles de deuda para las FIBRAS.

## Return of Assets (ROA)

El ROA o comúnmente conocido como el rendimiento sobre los activos, mide el porcentaje de rentabilidad que existe sobre el activo total, es decir, la proporción de utilidad generada por el activo total de la empresa.

**Cuadro 4.10. ROA de FIBRA UNO**

<b>Utilidad Neta</b>	\$12,393,912.00
<b>Activos Totales</b>	\$192,026,977.00
<b>Retorno de Activos</b>	<b>6.45%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

El ROA brinda a los inversores actuales y potenciales el nivel de efectividad del dinero invertido, es decir, de cómo los recursos aportados empresa se convierten de forma rápida en dinero. El ROA en FIBRA UNO es de 6.45 %. Este representa el rendimiento de los activos, es decir, que por cada \$100 pesos de los Activos Totales de FIBRA UNO se genera un rendimiento de \$ 6.45 pesos.

<sup>42</sup> En 2014, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) estableció límites a los niveles de deuda para que no sea mayor al 50% como proporción de sus activos.

## Resumen del Análisis Financiero

De acuerdo al análisis financiero de FIBRA UNO muestra razones financieras favorables y sólidas, debido a la estructura y características del fideicomiso, muestra una proporción significativa de activos, donde las propiedades inmobiliarias del portafolio del fideicomiso representan el 92.2% de los activos, casi la totalidad de los mismos. El portafolio de propiedades es el argumento y la base del modelo de negocios de FIBRA UNO, estas le están generando flujos de efectivo a través de las rentas, además de la plusvalía de los inmuebles derivada de las ubicaciones estratégicas que se da a través del tiempo, lo cual genera confianza en los inversionistas.

### 4.3.3 Métricas Fundamentales de Value Investing (Inversión en valor)

En el *value investing* (inversión en valor) se deben considerar métricas o criterios básicos para poder tomar una mejor decisión de inversión en valor, para FIBRA UNO en 2016 se consideran las siguientes métricas:

1. Price to Book Value Ratio (Relación Precio-Valor en libros): Se debe considerar invertir o comprar acciones cuando el precio de mercado cotiza a un nivel aproximado o inferior al valor contable (valor en libros):
  - Inferior a 1: El precio al que cotiza la empresa es inferior a su valor en libros. En este caso podríamos estar ante una oportunidad de inversión o compra
  - Igual a 1: La empresa cotiza a un precio aproximado a su valor en libros.
  - Superior a 1: La empresa cotiza a un precio superior a su valor en libros, en este caso se deben analizar y considerar más factores.

2. Book value per share (Valor en libros por acción): Indica el valor en libros por acción de una empresa, es decir representa el valor contable disponible para los accionistas, si todos los activos se vendieran a su valor en libros del balance y si todos los acreedores se liquidaran.
3. Price Earnings Ratio (Relación precio- utilidad): Se debe considerar comprar acciones en donde el capital se cotice a un múltiplo bajo del P/E, ya que muestra una relación entre el precio que estás pagando por la acción y las ganancias que se perciben por acción.
4. Earnings Per Share (Utilidad por CFBI): Se debe considerar una acción con un EPS mayor, debido a que indica la rentabilidad que tiene la acción.
5. Dividend Yields (Rendimiento de los dividendos): Se deben considerar las acciones con altos rendimientos de dividendos, entre mayor sea el porcentaje de este indicador mayor será la rentabilidad por dividendos.

Se calculan las métricas fundamentales para FIBRA UNO en 2015 y 2016, de la siguiente manera:

1. Price to Book Value Ratio (Relación Precio-Valor en libros):

$$P/B = \frac{\text{Precio de CFBI}}{\text{Capital contable por CFBI}}$$

$$P/B (2015) = \frac{\$36.02}{\$35.45} = 1.0161$$

$$P/B (2016) = \frac{\$31.91}{\$37.74} = 0.8455$$

2. Book value per share (Valor en libros por acción):

$$(\text{BVPS}) = \frac{\textit{Capital Contable de la empresa}}{\textit{CFBI's en circulación}}$$

$$\text{BVPS}(2015) = \frac{\$113,358,378}{3,197,579.14} = \$35.45$$

$$\text{BVPS}(2016) = \frac{\$122,643,335}{3,249,305.75} = \$37.74$$

3. Price Earnings Ratio (Relación precio- utilidad):

$$(\text{P/E}) = \frac{\textit{Precio por CFBI}}{\textit{Utilidad por CFBI}}$$

$$(\text{P/E})_{2015} = \frac{\$36.02}{\$1.79} = \$20.086$$

$$(\text{P/E})_{2016} = \frac{\$31.91}{\$3.63} = \$8.768$$

4. Earnings Per Share ( Utilidad por CFBI):

$$(\text{EPS}) = \frac{\textit{Utilidad Neta para tenedores de CFBI}}{\textit{CFBI's en circulación}}$$

$$(\text{EPS})_{2015} = \frac{\$5,734,490}{3,197,579.14} = \$1.79$$

$$(\text{EPS})_{2016} = \frac{\$11,824,632}{3,249,305.75} = \$3.63$$

5. Dividend Yields(Rendimiento de los dividendos):

$$\text{Rendimiento de los Dividendos (\%)} = \frac{\text{Dividendo Anual}}{\text{Precio de CFBI}}$$

$$\text{Rendimiento de los Dividendos en 2015 (\%)} = \frac{\$1.9957}{\$36.02} = 5.54\%$$

$$\text{Rendimiento de los Dividendos en 2016(\%)} = \frac{\$1.9831}{\$31.91} = 6.21\%$$

En el cuadro siguiente se muestran las métricas fundamentales obtenidas en FIBRA UNO en 2015 y 2016

**Cuadro 4.11. Métricas Value Investing de FIBRA UNO (2015 - 2016)**

CONCEPTO	2016	2015
Numero de CFBI's (miles)	3,249,305.75	3,197,579.14
Precio del CFBI (Al 31 de Diciembre)	\$31.91	\$36.02
Capital contable (miles de pesos)	\$122,643,335	\$113,358,378
Utilidad Neta para tenedores de CFBI's (miles de pesos)	\$11,824,632	\$5,734,490
Dividendo anual	\$1.9831	\$1.9957
Price to Book Value		
Precio / Valor en Libros	0.8455	1.0161
Book Value Per Share (BVPS)		
Valor en Libros por CFBI (pesos)	\$37.74	\$35.45
Price Earnings Ratio (P/E) o (PER)		
Precio / Utilidad	\$8.76	\$20.08
Earnings Per Share (EPS)		
Utilidad por CFBI	\$3.63	\$1.79
Dividend Yield		
Rentabilidad por Dividendo (%)	6.21%	5.54%

Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

Las métricas del value investing para FIBRA UNO mostradas en el cuadro 4.11, se explican de la siguiente forma:

1. Price to Book Value Ratio (Relación Precio-Valor en libros): En 2015 se obtuvo una razón de 1.0161, mostrando una relación del precio con respecto al valor en libros ligeramente superior a 1 y en 2016 una razón de 0.8455, una razón que muestra el precio al que cotiza la empresa es inferior a su valor en libros. En este caso, esta métrica indica que podríamos estar ante una oportunidad de inversión o compra en 2016.
2. Book value per share (Valor en libros por acción): En 2015 se obtuvo un valor de \$35.45 por CFBI y en 2016 un valor de \$37.74, el cual representa un crecimiento de valor en libros por CFBI de 6.45 %.
3. Price Earnings Ratio (Relación precio- utilidad): Se debe considerar comprar acciones en donde el capital se coticie a un múltiplo bajo del P/E, ya que muestra una relación entre el precio que estás pagando por la acción y las ganancias que se perciben por acción.  
En 2015 la relación precio-utilidad fue de \$20.086 y en 2016 fue \$8.768, esta relación precio-utilidad bajó considerablemente y favorece, en el sentido de que se abarató esta relación y es una posible oportunidad de compra.
4. Earnings Per Share (Utilidad por CFBI): En 2015 la utilidad por CFBI fue de \$1.79 y en 2016 la utilidad por CFBI fue de \$3.63, esto representa un crecimiento de 102.79% de utilidad por CFBI en un año.
5. Dividend Yields (Rendimiento de los dividendos): En 2015 se obtuvo un rendimiento de los dividendos por 5.54% y en 2016 el rendimiento de los dividendos obtenido fue de 6.21%, mostrando un incremento de 0.67% en un año, un rendimiento de dividendos mayor es atractivo para inversionistas de largo plazo en el value investing.

#### 4.3.4 DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)

Se determina el valor teórico de FIBRA UNO en 2016 utilizando la metodología de valuación de flujos de efectivo descontados, conocida internacionalmente como Discounted Cash Flow (DCF).

Inicialmente se presentan los flujos de efectivo proyectados a diez años en el siguiente cuadro:

**Cuadro 4.12. Proyección de los flujos futuros y el DCF de los CFBI de FIBRA UNO (miles de pesos)**

	2016	2017*	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	2023*	2024*	2025*	2026*
FCF CFBI	11,824,632	13,598,327	15,638,076	17,983,787	20,681,355	23,783,559	27,351,092	31,453,756	36,171,820	41,597,593	47,837,231

\*Se considera un crecimiento constante de 15% anual

Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

Para el flujo de efectivo (FCF) de los CFBI de FIBRA UNO, se considera la utilidad neta correspondiente a los tenedores de CFBI (participación controladora)<sup>43</sup> al 31 de diciembre de 2016 (véase anexo 2), se realiza una proyección de estos flujos de efectivo a diez años, considerando un 15% de crecimiento constante.

Posteriormente, para determinar el valor teórico (valor intrínseco), es necesario conocer el valor presente de todos los flujos de efectivo esperados, descontados a la tasa de descuento, dada por Coste Medio Ponderado de Capital (WACC), el valor presente de los flujos de efectivo se calcula de la siguiente manera:

<sup>43</sup> La participación controladora representa los ingresos o flujos de efectivo de los poseedores de CFBI, esta utilidad corresponde a la distribución del 95.41% del total de los ingresos, el 4.59 % de los ingresos restantes corresponden a la administradora FIBRA UNO.

Flujos de efectivo descontados (DCF):

$$DCF = \left( \frac{CF_1}{(1+r)^1} \right) + \left( \frac{CF_2}{(1+r)^2} \right) + \left( \frac{CF_3}{(1+r)^3} \right) + \dots + \left( \frac{CF_n}{(1+r)^n} \right)$$

Donde:

DCF: Flujos de efectivo descontados

CF: Flujos de efectivo

r: tasa de descuento (WACC)

n: periodo de tiempo (año)

Para obtener el valor presente de los flujos de efectivo proyectados anteriormente en el cuadro 4.12, se procede a obtener en primer instancia el Weighted Average Cost of Capital (WACC) que se traduce al Coste Medio Ponderado de Capital, el valor del WACC determina a que tasa de descuento se deben descontar los flujos de efectivo. Esta tasa depende en gran medida de la estructura de capital, por lo que se asume una mezcla de capital y deuda, lo cual se observa en la siguiente fórmula:

$$WACC = Ke * \left( \frac{E}{(E + D)} \right) + Kd * (1 - T) * \left( \frac{D}{(E + D)} \right)$$

Donde:

WAAC: Costo de Capital Ponderado

Ke: Tasa de costo de oportunidad de los inversionistas (Se utiliza el CAPM)

E: Capital aportado

D: Deuda Financiera

Kd: Costo de la Deuda Financiera

T: Tasa de Impuestos

Para obtener el Costo de Capital (Ke) se utiliza el Capital Asset Pricing Model (CAPM), y la fórmula para obtener este valor es la siguiente:

$$CAPM = Rf + \beta(Rm - Rf) + Rp$$

Donde

Rf: Tasa libre de Riesgo (risk free)

$\beta$ : Beta

Rm: Riesgo del mercado

Rp<sup>44</sup>: Riesgo país

---

<sup>44</sup> Se considera el riesgo país y se añade al cálculo del CAPM

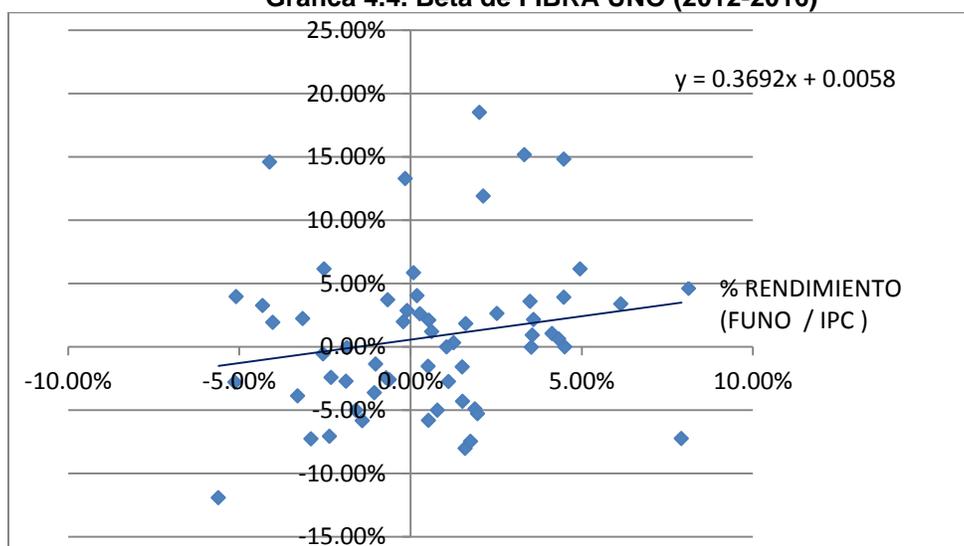
El primer paso para obtener el CAPM, es obtener la Beta<sup>45</sup> de FIBRA UNO:

$$\beta = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

$$\beta = \frac{0.000323101}{0.000875224}$$

$$\beta = 0.3692$$

**Gráfica 4.4. Beta de FIBRA UNO (2012-2016)**



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Investing.com (Agosto 2018)

La Beta resultante (gráfica 4.4) de 0.3692 significa que históricamente (en los cinco años descritos) FIBRA UNO muestra una volatilidad o un riesgo sistémico bajo. Si el índice con el que se analiza la relación (IPC) sube, el precio del CFBI de FIBRA UNO sube menos (sólo una media del 36.92 % de esa subida) y si el IPC baja, el precio del CFBI de FIBRA UNO baja menos (sólo una media del 36.92 % de esa bajada). En conclusión FIBRA UNO tiene una Beta ( $\beta$ ) mucho menor que 1, es decir, que es un valor con una sensibilidad baja con respecto al mercado mexicano (IPC), lo cual es favorable si se pretende proteger y diversificar el riesgo en un portafolio de inversión.

<sup>45</sup> Cálculo de la Beta de cinco años de FIBRA UNO (2012 - 2016). (Véase anexo 6)

Una vez determinada la Beta, se sustituye en la siguiente ecuación, con lo cual se obtiene el CAPM:

$$\text{CAPM} = 7.25 \% + (0.3692 * (7.4\% - 7.25\%)) + 1.38 \%$$

$$\text{CAPM} = 8.69 \%$$

Donde:

Rf<sup>46</sup> : 7.25%

B: 0.3692

Rm<sup>47</sup> : 7.4%

Rp<sup>48</sup> : 1.38%

Al obtener el valor del CAPM, se procede a obtener el WACC de FIBRA UNO con los siguientes datos:

$$\text{WACC} = 8.69\% * \left( \frac{64\%}{(64\% + 36\%)} \right) + 5.93\% * (1 - 0\%) * \left( \frac{36\%}{(64\% + 36\%)} \right)$$

$$\text{WACC} = 4.33\%$$

Donde:

WAAC: Costo de Capital Ponderado

Ke: 8.69%

E: 64%

D: 36%

Kd: 5.93%

T<sup>49</sup> : 0%

---

<sup>46</sup> Se utiliza el Bono de 10 años de México, publicado en Diciembre de 2016 por el Banco de México.

<sup>47</sup> Prima de riesgo del Mercado Mexicano obtenido de: Pablo Fernandez and Isabel Fernandez Acín [PDF] "Market Risk Premium used in 71 countries in 2016:a survey with 6,932 answers". IESE Business School. University of Navarra.

<sup>48</sup> Country Default Spreads and Risk Premiums:

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>49</sup> No se considera tasa impositiva alguna porque: "Fibra UNO, como un fideicomiso de inversión en bienes raíces ("FIBRA"), califica para ser tratado como una entidad de traspaso en México con fines de la Ley del Impuesto Sobre la Renta. Por lo tanto, todos los ingresos fiscales netos generados por las operaciones de Fibra UNO se atribuyen a los titulares de sus Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios ("CBFIs") para fines fiscales y por lo tanto Fibra UNO no está sujeto a Impuesto Sobre la Renta en México. Para mantener el estado de FIBRA, el Servicio de Administración Tributaria Mexicano ("SAT") ha establecido, en los artículos 187 y 188 de la Ley de Impuesto Sobre la Renta, que Fibra UNO debe distribuir anualmente al menos el 95%

Al obtener la tasa de descuento (WACC) de 4.33%, se utiliza ésta para descontar y traer a valor presente los flujos de efectivo de FIBRA UNO proyectados durante los siguientes diez años.

Utilizando los flujos de efectivo proyectados, y aplicando la tasa de descuento (WACC), se obtiene la suma de los flujos proyectados a valor presente.

A la sumatoria de los flujos proyectados traídos a valor presente, se le resta la deuda neta para determinar el valor teórico de los CFBI de FIBRA UNO. Posteriormente, este valor teórico del conjunto de los CFBI se divide entre el número total de los CFBI en circulación para obtener un valor teórico unitario de CFBI de FIBRA UNO.

Flujos de efectivo descontados (DCF):

$$DCF = \left(\frac{13,598,327}{(1 + 0.043)^1}\right) + \left(\frac{15,638,076}{(1 + 0.043)^2}\right) + \left(\frac{17,983,787}{(1 + 0.043)^3}\right) + \left(\frac{20,681,355}{(1 + 0.043)^4}\right) + \left(\frac{23,783,559}{(1 + 0.043)^5}\right) + \dots + \left(\frac{47,837,231}{(1 + 0.043)^{10}}\right)$$

$$DCF = \$ 210,003,921.27$$

**Cuadro 4.13. DCF de los CFBI de FIBRA UNO (miles de pesos)**

	2016	2017*	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	2023*	2024*	2025*	2026*
FCF CFBI	11,824,632	13,598,327	15,638,076	17,983,787	20,681,355	23,783,559	27,351,092	31,453,756	36,171,820	41,597,593	47,837,231
DFC	11,824,632	13,033,956	14,366,961	15,836,293	17,455,897	19,241,140	21,208,963	23,378,038	25,768,948	28,404,381	31,309,344

de su resultado fiscal neto a los titulares de los CBFIs emitidos por él". Información obtenida del INFORME ANUAL Y SOSTENIBLE 2016 de FIBRA UNO.

Empleando la metodología de descuento de flujos de efectivo (DCF), se obtuvo un valor presente de los flujos de efectivo de \$ 210,003,921.27 (miles de pesos), a los cuales le descontamos la deuda neta, lo cual brinda el valor teórico de los CFBI de FIBRA UNO en 2016 de \$133,582,000 (miles de pesos), este valor, se divide entre el número de CFBI en circulación y proporciona el valor teórico por CFBI (ver cuadro 4.13), el cual se estima en \$43.28 para 2016.

**Cuadro 4.14. Determinación del valor teórico de FIBRA UNO en 2016**

∑ DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)	\$ 210,003,921.27
DEUDA NETA	\$ 69,383,642
∑ DFC - DEUDA	\$ 140,620,279
NÚMEROS DE CFBI EN CIRCULACIÓN	3,249,306
<b>VALOR TEÓRICO (TRUE VALUE)</b>	<b>\$ 43.28</b>
PRECIO DE MERCADO CFBI	\$ 31.9127
WACC	4.33%

Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

#### **4.4 Análisis del valor teórico con respecto al precio de los CFBI en la BMV.**

En el siguiente cuadro se pueden observar, el precio de mercado, el valor en libros y el valor teórico de FIBRA UNO en 2016.

**Cuadro 4.15. Valor teórico y precio de los CFBI de FIBRA UNO en 2016**

Concepto	Pesos(\$)
Precio en la BMV	\$ 31.91
Valor en libros (Book Value)	\$ 37.74
Valor teórico (True Value)	\$ 43.28
Margen de Seguridad	\$ 11.37
% Margen de Seguridad	% 26.27

Fuente: Elaboración propia con datos de FIBRA UNO

En 2016 los CFBI de FIBRA UNO presentan un precio de mercado inferior al valor teórico, inclusive inferior al valor en libros, tal diferencia entre el precio de mercado y el valor teórico equivale al margen de seguridad de \$ 11.37, lo cual representa una revalorización potencial de 26.27 % en el largo plazo, esto indica que los CFBI están subvaluados (por debajo de su valor teórico), por lo cual se recomienda invertir o comprar los CFBI de FIBRA UNO.

## Conclusiones.

Este trabajo tiene el propósito de realizar un análisis fundamental, con el objetivo de determinar las métricas fundamentales, así como determinar el valor teórico de los CFBI de FIBRA UNO y analizar si se encuentran sobrevalorados o subvalorados en el mercado, para determinar la factibilidad de una recomendación de compra o inversión patrimonial de largo plazo para los pequeños inversionistas nacionales.

Con el análisis financiero realizado en el apartado 4.3.1 se estableció la situación financiera de FIBRA UNO, la cual es sólida, hay una proporción considerable de Activo (2 a 1) con respecto a los Pasivos, donde los Activos componen el 64% y los Pasivos 36%, además las razones financieras empleadas muestran en general un buen fundamento financiero de FIBRA UNO.

Con la determinación de las métricas fundamentales descritas en el apartado 4.3.3, se concluye que las métricas muestran oportunidades de compra.

En este sentido, considerado la teoría del análisis fundamental y utilizando una metodología práctica del *value investing*, así como la información pública disponible, en el apartado 4.3.4, se estimó que el valor teórico para los CBFI de FIBRA UNO fue de \$43.28 por CFBI, mientras que el precio en el mercado al cierre del ejercicio fiscal de 2016 fue de \$31.91, presentando un margen de seguridad de \$11.37, lo que representa 26.27 % de potencial revalorización. Existe una divergencia considerable, con esto se determina que los CFBI de FIBRA UNO están subvalorados en 2016.

Esto representa una oportunidad de compra o inversión en el largo plazo, por lo tanto, los CFBI de FIBRA UNO son una buena alternativa de inversión, si se pretende optimizar y diversificar el portafolio de inversión de los pequeños inversionistas, considerando el sector inmobiliario, a través de los CFBI de FIBRA UNO y aumentar su patrimonio por su potencial revalorización en el largo plazo,

ya que fundamentalmente FIBRA UNO muestra solidez, gran potencial y grandes expectativas de crecimiento en los próximos años considerando la teoría fundamental y el *value investing* como la metodología de análisis empleada en el presente trabajo.

#### Recomendaciones:

Debido al poco tiempo de la introducción de FIBRA UNO y las FIBRAS en México, es necesario desarrollar análisis complementarios e integrales para conocer a más detalle las características, fortalezas, debilidades y riesgos de este tipo de instrumentos financieros, desde la perspectiva de la ingeniería financiera o las finanzas cuantitativas, con el objetivo de detectar vulnerabilidades u áreas de oportunidad en las que se pueda mejorar y desarrollar futuras líneas de investigación dirigidas al conocimiento, comprensión y optimización de las FIBRAS en el sector financiero mexicano.

Dentro de las líneas de investigación futuras se encuentran:

- Realizar un análisis técnico y un análisis cuantitativo de FIBRA UNO, para crear una estrategia de inversión.
- Analizar el comportamiento y el rendimiento histórico de las FIBRAS en México (S&P/BMV FIBRAS), para realizar una comparación con el Índice de Precios y Cotizaciones (S&P/BMV IPC) u otros índices accionarios.
- Desarrollar un análisis fundamental sobre las FIBRAS alternas que componen el índice de Fibras de México como los son: Fibra Danhos, Fibra HD, Fibra Mcquaire, Fibra Prologics, Fibra Hotel, Fibra Inn, Fibra Monterrey, Fibra Shop y Terrafina.

## Caso hipotético.

Con una inversión en CBFI's de FIBRA UNO de \$1, 000,000 de pesos, en cinco años (2012 al 2016) se obtendría un rendimiento total del 106.83 %, es decir una cantidad de \$ 1,068,320.20 de pesos, considerando la ganancia de capital y el flujo de efectivo de los dividendos distribuidos en este período , la ganancia de capital sería de \$ 619,796.95 lo cual representa el 61.98 % del rendimiento total y por medio de la distribución de dividendos sería de \$448, 523.25 que representa el 44.85% del rendimiento total, por lo que al final del periodo tendríamos \$ 2,068,320,20, es decir, la inversión inicial, más la ganancia de capital y dividendos.

INVERSIÓN EN CFBI DE FIBRA UNO (2011-2016) en pesos	
FECHA DE INVERSIÓN INICIAL	31/12/2011
PRECIO POR CFBI:	19.7
NÚMERO DE CFBI ADQUIRIDOS:	50,761
MONTO INVERTIDO:	\$1,000,000
FECHA FINAL DE INVERSIÓN:	31/12/2016
PRECIO POR CFBI:	31.9
<b>GANANCIA DE CAPITAL POR CFBI</b>	
GANANCIA DE CAPITAL POR CFBI	12.2
VALOR DE INVERSIÓN	\$ 1,619,796.95
GANANCIA DE CAPITAL TOTAL:	\$ 619,796.95
% RENDIMIENTO TOTAL CFBI's	61.98%
<b>DIVIDENDOS POR CFBI</b>	
2012	\$ 1.32
2013	\$ 1.71
2014	\$ 1.82
2015	\$ 2.00
2016	\$ 1.98
DIVIDENDO TOTAL POR CFBI	\$ 8.84
DIVIDENDOS RECIBIDOS	\$ 448,523.25
% RENDIMIENTO DIVIDENDOS DE CFBI	44.85%
VALOR DE INVERSIÓN FINAL TOTAL*:	\$ 2,068,320.20
INVERSION INICIAL	\$1,000,000
<b>RENDIMIENTO TOTAL</b>	<b>\$ 1,068,320.20</b>
<b>% RENDIMIENTO TOTAL</b>	<b>106.83%</b>

## REFERENCIAS.

1. AB Asesores. (2000). *Análisis Fundamental*. En B. Hernández, Bolsa y estadística bursátil. Madrid: Ediciones Días de Santos S.A.
2. *ABC para entender las Fibras*. *Forbes México*. EVERCORE. (Mayo de 2012). Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS).
3. Achelis, Steve B. (2004). *El análisis técnico de la A la Z*. Traducido por Manuel Cabedo. España: Mc Graw-Hill.
4. Adam, J., Ibáñez, F., Mena, M. (2005). (Coordinadores). *Valuación de empresas y creación del valor: nuevas formas de reportar sobre la creación de valor en las empresas*. México: Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas-UNAM, 2005.
5. Alducin, Joaquin. (2015). *Futuros del Índice Bursátil: conoce opera y gana con el futuro del Índice de la Bolsa Mexicana de Valores*. Primera edición. México, D.F.
6. *Análisis Financiero de las FIBRAS en México* [PDF]. (2016, Mayo). Serrano, García Itzel América. Rodríguez García, Martha del Pilar. Méndez Sáenz, Alma Berenice. Treviño, Saldivar & Eduardo Javier. Monterrey Nuevo León, México. Facultad de Contaduría Pública y Administración. (en línea): <http://www.web.facpya.uanl.mx/vinculategica/Revistas/R2/480-499%20-%20An%C2%A0lisis%20Financiero%20de%20las%20FIBRAS%20en%20M%E2%80%9Axico.pdf>
7. Arellano Augusto. (2013). *FIBRAS, El Instrumento Activo en México, Una herramienta transparente del mercado inmobiliario*. Real Estate Market & Lifestyle. (No. 89)

8. Banco de México. *Sistema de Información Económica*:  
<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CF1>
9. Calvo, C. (2002). *Análisis e interpretación de los estados financieros*. México: Pac.
10. *Country Default Spreads and Risk Premiums*:  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
11. Downes, J., y Elliot, J. (2002). *Diccionario de términos de Finanzas e Inversiones*. México: Grupo Patria- CECOSA.
12. *El régimen Fiscal de las FIBRAS en México*:  
<https://realestatemarket.com.mx/articulos/capital-markets/11684-el-regimen-fiscal-de-las-fibras-en-mexico>
13. Fama, E. (1970). *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. Journal of Finance.
14. *Fibra Uno revoluciona el mercado inmobiliario*. (2016). Real Estate Market & Lifestyle. (No.107)
15. *Fibras revolucionan mercado de bienes raíces en México; van por más en 2015*. EL FINANCIERO en alianza con Bloomberg. (21 de Noviembre de 2014):  
<https://www.elfinanciero.com.mx/empresas/fibras-revolucionan-mercado-de-bienes-raices-en-mexico-van-por-mas-en-2015>

16. *Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS)*. EVERCORE. (Mayo 2012):  
<https://www.asofiduciarías.org.co/wp-content/uploads/2017/10/augusto-arrellano-asofiduciarías-1.pdf>
17. Gallardo, J. (2002). *Evaluación económica y financiera: Proyectos y portafolios de inversión bajo condiciones de riesgo*. México, D.F. Universidad Nacional Autónoma de México. Dirección General de Publicaciones y Fomento Editorial.
18. Galvis A. y Galindo E. (2015). *El concepto del Riesgo de Valor y su Cuantificación Mediante la Estructura Estocástica de la Formación de Capital* [PDF]:  
[https://www.revistapolitecnica.epn.edu.ec/images/revista/volumen37/tomo2/El\\_Concepto\\_del\\_Riesgo\\_de\\_Valor\\_y\\_su\\_Cuantificacion\\_Mediante\\_la\\_Estructura\\_Estocastica\\_de\\_la\\_Formacion\\_de\\_Capital.pdf](https://www.revistapolitecnica.epn.edu.ec/images/revista/volumen37/tomo2/El_Concepto_del_Riesgo_de_Valor_y_su_Cuantificacion_Mediante_la_Estructura_Estocastica_de_la_Formacion_de_Capital.pdf)
19. Gitman, L. (2009). *Fundamentos de inversiones*. D.F., México Pearson.
20. Graham, Benjamin. (2009). *Security Analysis*. Deusto.
21. Graham, Benjamin. (2009). *The intelligent investor*. Deusto
22. Keown A., Martin J, Petty J, Scott D. (2006). *Foundations of Finance: the logic and practice of financial management*. 5th. Pearson.
23. Krugman, P. (2008) *Fundamentos de Economía*. Barcelona: Reverté
24. *La Crisis Financiera de los Estados Unidos y su impacto en México* [PDF]:  
<http://www.cefp.gob.mx/intr/edocumentos/pdf/cefp/2009/cefp0012009.pdf>

25. Larrabee, D. (2012). *The Theory of Investment Value: Four Enduring Takeaways on Dividend Investing from John Burr Williams*: <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2012/08/03/dividend-investing-and-the-lasting-influence-of-john-burr-williams-the-theory-of-investment-value/>
26. Lee, Cheng F, Joseph Finnerty, John Lee, Alice Lee, Donald Wort. (2013). *Security Analysis, Portfolio Management, and Financial Derivatives*. Singapore: World Scientific Publishing.
27. *Letter of Berkshire Hathaway INC.* (1992): <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1992.html>
28. *Ley Impuesto Sobre la Renta* [PDF]: <http://imcp.org.mx/wp-content/uploads/2017/04/ISR-2017.pdf>
29. Merton R. y Bodie Z. (1999). *Finanzas*. México. Prentice Hall.
30. Miskin, F. (2014). *Moneda, banca y mercados financieros*. D.F, México: Pearson Educación.
31. Pablo Fernandez and Isabel Fernandez Acín [PDF] "*Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: a survey with 6,932 answers*". IESE Business School. University of Navarra.
32. Palepu, K. &. (2013). *Business analysis and valuation: using financial statements*. Cengage Learning.
33. Pigeon S. Jorge H. (2013). *FIBRAS, El Instrumento Activo en México, Una herramienta transparente del mercado inmobiliario*. Real Estate Market & Lifestyle.

34. Pigeon S. Jorge H. (2013). *FIBRAS, El Instrumento Activo en México, Una herramienta transparente del mercado inmobiliario*. Real Estate Market & Lifestyle. (No. 89), pp 108 -109.
35. Ponce, Carlos. (2009). *Valuación de empresas por múltiplos*. En J.A. Adam Siade, *Análisis Bursátil*. Instituto Mexicano de Contadores Públicos.
36. Rodríguez Darinka. (02 Septiembre de 2014) *¿Invertir en bienes raíces o estar en Fibras?* EL FINANCIERO en alianza con Bloomberg:  
<https://www.elfinanciero.com.mx/mis-finanzas/invertir-en-bienes-raices-o-estar-en-fibras>
37. Ross, S. Westerfield, R., & Jaffe, J. (2009). *Finanzas corporativas*. D.F., México: McGraw Hill.
38. *S&P/BMV Índices Metodología* [PDF]. (2018, June). S&P Dow Jones Índices, a division of S&P Global.
39. Sosa, M.d. (2014). *Análisis fundamental para la valoración y la toma de decisiones*. Alfaomega.
40. Trejo, C. Noguera, M., & White, S. (2015). *Financial ratios used by equity analyst in México and stock returns*. Contaduría y Administración.
41. Valle, Ana. (21 de Junio 2014). *Fibras de México dan dividendos más atractivos que las de EU*. EL FINANCIERO en alianza con Bloomberg :  
<https://www.elfinanciero.com.mx/empresas/las-fibras-tienen-dividendos-mas-atractivos-que-los-reits>
42. *Valuación DFC: discounted cash flow*. GBM Homebroker. [PDF]:  
<http://info.gbmhomebroker.com/hs-fs/hub/407190/file-1372506093-pdf/Homebroker/Documentos/HB-HR-S1-eBook-DCF-1.pdf>

## Anexo 1. Estados consolidados de posición Financiera de FIBRA UNO (2014-2016)

Fideicomiso Irrevocable No. F/1401 (Deutsche Bank México, S. A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria) y Subsidiarias

### Estados consolidados de posición financiera

Al 31 de diciembre de 2016, 2015 y 2014  
(En miles de pesos)

Activo	Notas	2016	2015	2014
<b>Activo circulante:</b>				
Efectivo y efectivo restringido	6.	\$ 5,554,120	\$ 5,995,918	\$ 500,848
Inversiones en valores	7.	1,956,101	2,300,596	19,528,446
Rentas por cobrar a clientes y otras	8.	1,510,294	797,869	763,723
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	17.	80,293	-	-
Impuestos por recuperar, principalmente impuesto al valor agregado		2,141,696	4,161,762	3,082,513
Pagos anticipados		<u>430,717</u>	<u>459,660</u>	<u>171,658</u>
Total de activo circulante		11,673,221	13,715,805	24,047,188
<b>Activo no circulante:</b>				
Propiedades de inversión	9.	172,739,278	151,822,122	113,303,350
Anticipos para la adquisición de propiedades de inversión	10.	-	-	1,121,095
Inversiones en asociadas	11.	5,178,900	3,113,889	2,854,011
Instrumentos financieros derivados	13.	515,055	-	-
Otros activos	12.	<u>1,920,523</u>	<u>2,121,525</u>	<u>2,289,490</u>
Total de activo no circulante		<u>180,353,756</u>	<u>157,057,536</u>	<u>119,567,946</u>
Total de activo		<u>\$ 192,026,977</u>	<u>\$ 170,773,341</u>	<u>\$ 143,615,134</u>
<b>Pasivo y patrimonio de los fideicomitentes</b>				
<b>Pasivo circulante:</b>				
Préstamos	14.	\$ 633,911	\$ 10,123,627	\$ 1,791,924
Cuentas por pagar y gastos acumulados	15.	3,232,397	1,913,159	1,928,023
Rentas cobradas por anticipado		165,362	100,010	57,023
Cuentas por pagar a partes relacionadas	17.	<u>93,266</u>	<u>104,488</u>	-
Total de pasivo circulante		<u>4,124,936</u>	<u>12,241,284</u>	<u>3,776,970</u>
Préstamos	14.	64,172,642	44,209,408	34,128,710
Otras cuentas por pagar a largo plazo		125,530	-	-
Depósitos de los arrendatarios		825,067	702,303	474,809
Rentas cobradas por anticipado a largo plazo	16.	<u>135,467</u>	<u>261,968</u>	<u>159,174</u>
Total de pasivo		<u>69,383,642</u>	<u>57,414,963</u>	<u>38,539,663</u>

Pasivo y patrimonio de los fideicomitentes	Notas	2016	2015	2014
Patrimonio de los fideicomitentes:				
Aportaciones de los fideicomitentes	19.	95,383,575	97,742,580	93,500,173
Utilidades retenidas		25,524,669	15,615,798	11,575,298
Valuación de instrumentos financieros derivados en coberturas de flujo de efectivo	13.	(103,006)	-	-
Total de participación controladora		<u>120,805,238</u>	<u>113,358,378</u>	<u>105,075,471</u>
Participación no controladora		<u>1,838,097</u>	-	-
Total de patrimonio de los fideicomitentes		<u>122,643,335</u>	<u>113,358,378</u>	<u>105,075,471</u>
Total de pasivo y patrimonio de los fideicomitentes		<u>\$ 192,026,977</u>	<u>\$ 170,773,341</u>	<u>\$ 143,615,134</u>

Las notas adjuntas son parte de los estados financieros consolidados.

## Anexo 2. Estados Consolidados condensados de resultados de FIBRA UNO (2016 y 2015).

FUNO

Estados consolidados condensados de resultados  
Por el periodo del 1 de enero al 31 de diciembre 2016 y 2015, y por los de tres meses que terminaron el 31 de diciembre de 2016 y 2015  
(En miles de pesos)

Notas	31/12/2016	Transacciones del cuarto trimestre 2016	30/09/2016	31/12/2015	Transacciones del cuarto trimestre 2015	30/09/2015
Ingresos de propiedades de inversión	16. \$ 11,756,607	\$ 3,111,151	\$ 8,645,456	\$ 9,574,616	\$ 2,785,077	\$ 6,789,539
Ingresos por mantenimiento	1,230,420	327,295	903,125	963,376	271,360	692,016
Dividendos sobre rentas de derechos fiduciarios	157,821	41,834	115,987	148,573	43,362	105,211
Comisión por administración	108,000	51,750	56,250	38,333	18,750	19,583
	<u>13,252,848</u>	<u>3,532,030</u>	<u>9,720,818</u>	<u>10,724,898</u>	<u>3,118,549</u>	<u>7,606,349</u>
Honorarios de administración	(678,686)	(172,374)	(506,312)	(612,928)	(157,095)	(455,833)
Gastos de operación	(824,967)	(219,823)	(605,144)	(668,237)	(179,817)	(488,420)
Gastos de mantenimiento	(1,293,772)	(338,121)	(955,651)	(1,065,230)	(310,742)	(754,488)
Predial	(323,074)	(82,415)	(240,659)	(258,801)	(77,508)	(181,293)
Seguros	(143,918)	(48,390)	(95,528)	(87,012)	(31,602)	(55,410)
	<u>(3,284,417)</u>	<u>(661,123)</u>	<u>(2,403,284)</u>	<u>(2,692,208)</u>	<u>(766,764)</u>	<u>(1,935,444)</u>
<b>Utilidad antes de gastos e Ingresos por intereses</b>	<b>9,968,431</b>	<b>2,670,907</b>	<b>7,317,524</b>	<b>6,032,690</b>	<b>2,361,785</b>	<b>6,670,905</b>
Gastos por intereses	(3,826,836)	(1,083,271)	(2,743,565)	(2,681,540)	(729,743)	(1,951,797)
Ingresos por intereses	263,833	96,442	167,391	412,083	40,913	371,170
<b>Utilidad después de gastos e Ingresos por intereses</b>	<b>6,425,428</b>	<b>1,684,078</b>	<b>4,741,350</b>	<b>5,763,233</b>	<b>1,672,955</b>	<b>4,090,278</b>
Pérdida cambiaria, Neta	(4,752,607)	(1,938,680)	(2,813,927)	(3,878,142)	(388,686)	(3,489,456)
Efecto de valuación en instrumentos financieros	(46,624)	(47,566)	942	-	-	-
Ajustes al valor razonable de propiedades de inversión y de inversiones en asociadas	7. 11,266,275	6,185,606	5,080,669	4,714,042	1,876,330	2,837,712
Amortización plataforma administrativa	(194,984)	(48,746)	(146,238)	(194,984)	(48,746)	(146,238)
Amortización de comisiones y otros gastos financieros	(133,579)	(35,333)	(98,246)	(81,867)	(32,069)	(49,798)
Bono ejecutivo	13. (169,997)	158,991	(328,988)	(587,792)	(318,152)	(269,640)
<b>Utilidad neta e Integral consolidada</b>	<b>\$ 12,393,912</b>	<b>\$ 6,968,350</b>	<b>\$ 6,436,582</b>	<b>\$ 6,734,490</b>	<b>\$ 2,761,632</b>	<b>\$ 2,972,858</b>
Participación controladora	\$ 11,824,632	\$ 5,930,226	\$ 5,894,406	\$ 5,734,490	\$ 2,761,632	\$ 2,972,858
Participación no controladora	10. 569,280	28,124	541,156	-	-	-
	<u>\$ 12,393,912</u>	<u>\$ 6,968,350</u>	<u>\$ 6,436,582</u>	<u>\$ 6,734,490</u>	<u>\$ 2,761,632</u>	<u>\$ 2,972,858</u>

## Anexo 3. Estados Consolidados condensados de resultados de FIBRA UNO (2015 y 2014).



### Estados consolidados condensados de utilidad Integral

Por el período del 1 enero al 31 de diciembre de 2015 y 2014, y por los períodos de tres meses que terminaron el 31 de diciembre de 2015 y 2014

(En miles de pesos)

	Notas	31/12/2015	Transacciones del cuarto trimestre 2015	30/09/2015	31/12/2014	Transacciones del cuarto trimestre 2014	30/09/2014
Ingresos de propiedades de inversión		\$ 9,574,616	\$ 2,785,077	\$ 6,789,539	\$ 6,989,751	\$ 1,887,189	\$ 5,102,562
Ingresos por mantenimiento		963,376	271,360	692,016	707,842	198,233	509,609
Dividendos sobre rentas de derechos fiduciarios		148,573	43,362	105,211	124,387	36,391	87,996
Comisión por administración		38,333	18,750	19,583	-	-	-
		<b>10,724,898</b>	<b>3,118,549</b>	<b>7,606,349</b>	<b>7,821,980</b>	<b>2,121,813</b>	<b>5,700,167</b>
Honorarios de administración		(612,928)	(157,095)	(455,833)	(490,832)	(139,297)	(351,535)
Gastos de operación		(668,237)	(179,817)	(488,420)	(530,623)	(144,230)	(386,393)
Gastos de mantenimiento		(1,065,230)	(310,742)	(754,488)	(807,394)	(212,412)	(594,982)
Predial		(258,801)	(77,508)	(181,293)	(155,104)	(35,017)	(120,087)
Seguros		(87,012)	(31,602)	(55,410)	(84,179)	(19,845)	(64,334)
		<b>(2,662,208)</b>	<b>(756,764)</b>	<b>(1,835,444)</b>	<b>(2,068,132)</b>	<b>(550,801)</b>	<b>(1,517,331)</b>
<b>Utilidad antes de gastos e ingresos por interés</b>		<b>8,032,690</b>	<b>2,361,785</b>	<b>5,670,905</b>	<b>5,753,848</b>	<b>1,571,012</b>	<b>4,182,836</b>
Gastos por intereses		(2,681,540)	(729,743)	(1,951,797)	(2,019,111)	(456,896)	(1,562,215)
Ingresos por intereses		412,083	40,913	371,170	430,494	160,646	269,848
<b>Utilidad después de gastos e ingresos por interés</b>		<b>5,763,233</b>	<b>1,672,955</b>	<b>4,090,278</b>	<b>4,165,231</b>	<b>1,274,762</b>	<b>2,890,469</b>
Pérdida cambiaria, Neta		(3,878,142)	(388,686)	(3,489,456)	(2,222,097)	(1,824,278)	(397,819)
Ajustes al valor razonable de propiedades de inversión y de inversiones en asociadas	8 y 9	4,714,042	1,876,330	2,837,712	4,659,760	2,994,685	1,665,075
Amortización plataforma administrativa		(194,984)	(48,746)	(146,238)	(194,984)	(48,746)	(146,238)
Amortización de comisiones bancarias		(81,867)	(32,069)	(49,798)	(168,545)	(12,842)	(153,703)
Bono ejecutivo	12.	(587,792)	(318,152)	(269,640)	(530,280)	(109,564)	(420,716)
<b>Utilidad neta e Integral consolidada</b>		<b>\$ 5,734,490</b>	<b>\$ 2,781,632</b>	<b>\$ 2,972,858</b>	<b>\$ 5,711,085</b>	<b>\$ 2,274,017</b>	<b>\$ 3,437,088</b>

Las notas adjuntas son parte de los estados financieros consolidados condensados.

## Anexo 4. Estados consolidados de flujos de efectivo (2016,2015 y 2014).

### Estados consolidados de flujos de efectivo

Por los años que terminaron el 31 de diciembre de 2016, 2015 y 2014  
(En miles de pesos)

	2016	2015	2014
<b>Actividades de operación:</b>			
Utilidad neta consolidada del año	\$ 12,393,912	\$ 5,734,490	\$ 5,711,085
Ajustes para partidas que no generaron efectivo:			
Ajustes al valor razonable en propiedades de inversión e inversión en asociadas	(11,266,275)	(4,714,041)	(4,659,760)
Pérdida (ganancia) no realizada en moneda extranjera	4,276,168	4,022,379	2,030,618
Amortización de comisiones bancarias	133,579	81,867	166,545
Amortización de plataforma	194,984	194,984	194,984
Bono ejecutivo	169,997	587,792	530,280
Intereses a favor	(263,833)	(412,083)	(430,494)
Intereses a cargo	3,826,836	2,681,540	2,019,111
Efecto de valuación de instrumentos financieros derivados	46,624	-	-
<b>Total</b>	<b>9,511,992</b>	<b>8,176,928</b>	<b>5,562,369</b>
<b>Cambios en el capital de trabajo:</b>			
(Incremento) disminución en:			
Rentas por cobrar y otras	(712,425)	(34,146)	(31,275)
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	(80,293)	-	125,609
Impuestos por recuperar, principalmente impuesto al valor agregado	2,020,066	(1,079,249)	653,489
Pagos anticipados y otros activos	28,943	(315,021)	(153,973)
Incremento (disminución) en:			
Cuentas por pagar y gastos acumulados	1,358,051	(340,660)	(607,019)
Rentas cobradas por anticipado	(61,149)	145,781	40,667
Otras cuentas por pagar a largo plazo	86,717	-	-
Depósitos de los arrendatarios	122,764	227,494	85,231
Cuentas por pagar a partes relacionadas	(11,222)	104,488	(60,767)
<b>Flujo neto de efectivo generado por actividades de operación</b>	<b>12,263,444</b>	<b>6,885,615</b>	<b>5,614,331</b>
<b>Actividades de inversión:</b>			
Inversiones en desarrollo de proyectos y gastos de adquisición	(5,878,590)	(8,122,203)	(3,573,709)
Anticipos para la adquisición de propiedades de inversión	-	-	(1,121,095)

	2016	2015	2014
Adquisiciones de propiedades de inversión	(2,529,171)	(16,818,476)	(6,067,057)
Adquisiciones de negocios	-	-	-
Inversión en valores	344,495	17,227,850	(18,804,470)
Inversión en derechos fiduciarios	-	(138,564)	(248,970)
Intereses recibidos	171,698	412,083	430,494
Flujo neto de efectivo utilizado en actividades de inversión	<u>(7,891,568)</u>	<u>(7,439,310)</u>	<u>(29,384,807)</u>
Actividades de financiamiento:			
Pagos y prepagos de préstamos	(13,403,201)	(2,612,737)	(15,320,277)
Préstamos obtenidos	17,561,558	16,920,892	13,101,441
Aportación participación no controladora	1,100,000	-	-
Distribuciones a los fideicomitentes	(6,370,708)	(5,903,646)	(4,282,562)
Intereses pagados	(3,701,323)	(2,355,744)	(1,824,540)
Aportaciones de los fideicomitentes	-	-	31,232,804
Flujo neto de efectivo obtenido de actividades de financiamiento	<u>(4,813,674)</u>	<u>6,048,765</u>	<u>22,906,866</u>
Efectivo y efectivo restringido:			
(Disminución) incremento neto en efectivo y efectivo restringido	(441,798)	5,495,070	(863,610)
Efectivo y efectivo restringido al inicio del período	<u>5,995,918</u>	<u>500,848</u>	<u>1,364,458</u>
Efectivo y efectivo restringido al final del período	<u>\$ 5,554,120</u>	<u>\$ 5,995,918</u>	<u>\$ 500,848</u>

Las notas adjuntas son parte de los estados financieros consolidados.

## Anexo 5. Estados Consolidados condensados de resultados de FIBRA UNO (2013 y 2012).

### Estados Consolidados Auditados de Resultados Integrales

(Cifras en miles de pesos)

	Por los años terminados al 31 de diciembre		Por el periodo comprendido del 12 de enero al 31 de diciembre
	2013	2012	2011
Ingresos de propiedades de inversión	3,566,311	1,372,696	476,200
Ingresos por mantenimiento	237,479	180,523	54,930
Dividendos de derechos fiduciarios	100,312	-	-
<b>Total Ingresos</b>	<b>3,904,102</b>	<b>1,553,219</b>	<b>531,130</b>
Honorarios de administración	-328,187	-178,730	-32,170
Gastos de operación y predial	-369,416	-105,859	-14,793
Gastos de mantenimiento	-240,042	-181,641	-42,598
Seguros	-26,762	-20,584	-4,272
<b>Resultado de operación</b>	<b>2,939,695</b>	<b>1,066,405</b>	<b>437,297</b>
Gastos por interés	-757,588	-185,678	-2,089
Ingresos por interés	680,573	131,920	42,029
<b>Resultado de operación ajustado</b>	<b>2,862,680</b>	<b>1,012,647</b>	<b>477,237</b>
Ganancia (pérdida) cambiaria, Neta	-16,426	71,554	174
Otros (gastos) ingresos, Netos	-1,491,323	41,062	574
Ajustes al valor razonable de propiedades de inversión y de inversiones en asociadas	7,720,462	148,995	-
<b>Utilidad neta e integral consolidada</b>	<b>9,075,393</b>	<b>1,274,258</b>	<b>477,985</b>
Utilidad neta e integral por CBFi básica (pesos)	5,7895	1,7151	1.3110
Utilidad neta e integral por CBFi diluida (pesos)	4.4511	1.3329	-

## Anexo 6. Rendimiento de FIBRA UNO y el IPC (2012-2016)

FECHA	FIBRA UNO Precio de Cierre (pesos)	IPC Precio de Cierre (pesos)	Ri (Retorno Fibra Uno)	Rm (Retorno de Mercado)
01/12/2016	31.76	46913.47	-0.03%	3.53%
01/11/2016	31.77	45315.96	-11.92%	-5.61%
01/10/2016	36.07	48009.28	1.84%	1.62%
01/09/2016	35.42	47245.80	-2.59%	-0.62%
01/08/2016	36.36	47541.32	-4.92%	1.89%
01/07/2016	38.24	46660.67	-1.60%	1.51%
01/06/2016	38.86	45966.49	-2.75%	1.12%
01/05/2016	39.96	45459.45	-2.44%	-0.71%
01/04/2016	40.96	45784.77	1.99%	-0.21%
01/03/2016	40.16	45881.08	6.16%	4.96%
01/02/2016	37.83	43714.93	4.04%	0.19%
01/01/2016	36.36	43630.77	-4.29%	1.52%
01/12/2015	37.99	42977.50	-1.35%	-1.02%
01/11/2015	38.51	43418.55	6.15%	-2.52%
01/10/2015	36.28	44542.76	3.92%	4.48%
01/09/2015	34.91	42632.54	-2.73%	-1.89%
01/08/2015	35.89	43452.36	-7.26%	-2.91%
01/07/2015	38.70	44752.93	3.73%	-0.67%
01/06/2015	37.31	45053.70	-5.02%	0.78%
01/05/2015	39.28	44703.62	2.61%	0.27%
01/04/2015	38.28	44582.39	-5.27%	1.96%
01/03/2015	40.41	43724.78	-3.63%	-1.05%
01/02/2015	41.93	44190.17	-7.23%	7.91%
01/01/2015	45.20	40950.58	3.96%	-5.09%
01/12/2014	43.48	43145.66	-7.05%	-2.36%
01/11/2014	46.78	44190.47	-0.04%	-1.86%
01/10/2014	46.80	45027.52	5.86%	0.09%
01/09/2014	44.21	44985.66	-5.84%	-1.41%
01/08/2014	46.95	45628.09	1.05%	4.13%
01/07/2014	46.46	43817.69	2.63%	2.53%
01/06/2014	45.27	42737.17	15.16%	3.32%
01/05/2014	39.31	41362.51	-8.03%	1.60%
01/04/2014	42.74	40711.56	1.21%	0.62%
01/03/2014	42.23	40461.60	0.62%	4.33%
01/02/2014	41.97	38782.89	-2.80%	-5.13%
01/01/2014	43.18	40879.75	3.25%	-4.32%
01/12/2013	41.82	42727.09	2.10%	0.54%
01/11/2013	40.96	42499.13	0.94%	3.56%
01/10/2013	40.58	41038.65	11.91%	2.12%
01/09/2013	36.26	40185.23	-7.48%	1.75%
01/08/2013	39.19	39492.37	-3.88%	-3.29%
01/07/2013	40.77	40837.88	-5.82%	0.53%
01/06/2013	43.29	40623.30	-2.41%	-2.32%
01/05/2013	44.36	41588.32	-5.01%	-1.60%

01/04/2013	46.70	42263.48	14.60%	-4.11%
01/03/2013	40.75	44077.09	2.85%	-0.10%
01/02/2013	39.62	44120.99	-0.55%	-2.56%
01/01/2013	39.84	45278.06	2.15%	3.60%
01/12/2012	39.00	43705.83	14.81%	4.48%
01/11/2012	33.97	41833.52	-1.54%	0.51%
01/10/2012	34.50	41619.96	18.52%	2.01%
01/09/2012	29.11	40799.24	3.59%	3.49%
01/08/2012	28.10	39421.65	2.22%	-3.15%
01/07/2012	27.49	40704.28	0.33%	1.26%
01/06/2012	27.40	40199.55	3.40%	6.14%
01/05/2012	26.50	37872.95	1.92%	-4.02%
01/04/2012	26.00	39461.00	13.29%	-0.15%
01/03/2012	22.95	39521.24	0.00%	4.51%
01/02/2012	22.95	37816.69	0.00%	1.05%
01/01/2012	22.95	37422.68	-	-
RENDIMIENTO DEL PERIODO:			0.73%	0.43%

Fuente: Datos obtenidos de Investing.com (Julio 2018).

## **Anexo 7. Índice de figuras, cuadros y gráficas por capítulos.**

### **Capítulo 1. Marco Teórico: Teoría del Análisis Fundamental**

Figura 1. Margen de Seguridad en el value investing.....	24
--	----

### **Capítulo 2. Las FIBRAS en México.**

Figura 2.1. Características de las etapas en el mercado inmobiliario en México.....	28
Figura 2.2. Línea del tiempo de FIBRAS (2011-2016).....	31
Figura 2.3. Estructura de las fibras en México.....	36
Figura 2.4. Forma de operación de una FIBRA.....	38
Figura 2.5. Modelo de Negocio de FIBRA UNO.....	40
Figura 2.6. Modelo de Negocio de FIBRA UNO para crear valor sostenible en el tiempo.....	41
Figura 2.7. Instituciones y actividades que conforman el sistema financiero.....	43
Figura 2.8. FIBRAS, un instrumento financiero híbrido.....	46
Cuadro 2.1. FIBRAS y su fecha de listado en la BMV.....	31
Cuadro 2.2. Características comparativas entre FIBRAS y REIT.....	33
Cuadro 2.3. Comisiones de FIBRA UNO (FUNO).....	42
Cuadro 2.4 La importancia de las FIBRAS para diversos jugadores.....	44

### **Capítulo 3. Características de las FIBRAS en la Bolsa Mexicana de Valores.**

Figura 3.1. FIBRAS que componen el índice S&P/BMV FIBRAS.....	58
Cuadro 3.1. Fibras listadas en la BMV.....	55
Gráfica 3.1. S&P/BMV Index (2011-2016).....	59
Gráfica 3.2. S&P/BMV Index (2013-2016) Frecuencia Mensual.....	60

### **Capítulo 4. FIBRA UNO.**

Figura 4.1. Sector de FIBRA UNO.....	63
Figura 4.2. Patio Universidad.....	65
Figura 4.3. Mapa de la presencia de FIBRA UNO en la República Mexicana.....	65
Figura 4.4. Organigrama de FIBRA UNO.....	66
Cuadro 4.1. Propiedades más representativas de FIBRA UNO.....	64
Cuadro 4.2. Inmueble Metros cuadrados de Construcción Total.....	67
Cuadro 4.3. Resumen de mercado de FIBRA UNO en 2016.....	70
Cuadro 4.4. Distribuciones de dividendos 2011-2016 (Pesos por CFBI).....	71

<b>Cuadro 4.5. Activos de FIBRA UNO.....</b>	<b>74</b>
<b>Cuadro 4.6. Pasivos de FIBRA UNO.....</b>	<b>76</b>
<b>Cuadro 4.7. Razón de Liquidez de FIBRA UNO.....</b>	<b>77</b>
<b>Cuadro 4.8. Recuperación de Cartera de FIBRA UNO.....</b>	<b>77</b>
<b>Cuadro 4.9. Indicador de Apalancamiento de FIBRA UNO.....</b>	<b>78</b>
<b>Cuadro 4.10. ROA de FIBRA UNO.....</b>	<b>78</b>
<b>Cuadro 4.11. Métricas Value Investing de FIBRA UNO (2015-2016).....</b>	<b>82</b>
<b>Cuadro 4.12. Proyección de los flujos futuros y el DCF de los CFBI de FIBRA UNO.....</b>	<b>84</b>
<b>Cuadro 4.13. DCF de los CFBI de FIBRA UNO (miles de pesos).....</b>	<b>88</b>
<b>Cuadro 4.14. Determinación del valor teórico de FIBRA UNO en 2016.....</b>	<b>99</b>
<b>Cuadro 4.15. Valor teórico y precio de los CFBI de FIBRA UNO en 2016.....</b>	<b>90</b>
<b>Gráfica 4.1. Precios históricos de los CFBI de FIBRA UNO.....</b>	<b>70</b>
<b>Gráfica 4.2. Análisis de Activos de FIBRA UNO.....</b>	<b>73</b>
<b>Gráfica 4.3. Análisis de Pasivos de FIBRA UNO.....</b>	<b>75</b>
<b>Gráfica 4.4. Beta de FIBRA UNO (2012-2016).....</b>	<b>86</b>