

Contactos

María José Arce

Asociada de Corporativos
mariajose.arce@hrratings.com

Luis R. Quintero

Director Ejecutivo de Corporativos / ABS
luis.quintero@hrratings.com

Calificaciones HR Ratings FIBRAS

FSHOP	HR AAA	25 de enero de 2017
FSHOP 15	HR AAA	25 de enero de 2017
FSHOP Prog CP	HR +1	25 de enero de 2017
FUNO 13	HR AAA	25 de noviembre de 2016
FUNO 13-2	HR AAA	25 de noviembre de 2016
FUNO 13U	HR AAA	25 de noviembre de 2016
FUNO 15	HR AAA	25 de noviembre de 2016
FUNO 16	HR AAA	25 de noviembre de 2016
FUNO 16U	HR AAA	25 de noviembre de 2016
FINN 15	HR AA+	7 de septiembre de 2016
DANHOS	HR AAA	1 de junio de 2016
DANHOS 16	HR AAA	10 de junio de 2016
DANHOS 16-2	HR AAA	10 de junio de 2016

Fuente: HR Ratings al 29 de marzo de 2017.

HR Ratings espera que las FIBRAS se enfoquen en el desarrollo de propiedades de uso mixto en los siguientes años, y continúen recurriendo al mercado de deuda como fuente de financiamiento.

Desde la autorización de las FIBRAS en 2011 hasta el cierre de 2016, en el mercado se han constituido un total de 11 FIBRAS, lo cual es una muestra de un elevado dinamismo en términos de crecimiento. Entre las 11 FIBRAS que operan en el mercado mexicano, existen FIBRAS especializadas en uno o varios sectores: FUNO, Fibra Danhos (DANHOS), FibraHD, Fibra Monterrey (FMTY), Fibra Macquarie (FIBRAMQ) y Fibra Plus (FPLUS) cuentan con propiedades de diversos sectores, mientras que las que se enfocan en un solo sector son Terrafina (TERRA) y Fibra Prologis (FIBRAPL) en propiedades industriales, Fibra Shop (FSHOP) en centros comerciales y Fibra Inn (FINN) y Fibra Hotel (FIHO) en hoteles.

Estas FIBRAS suman una superficie bruta arrendable (SBA) de 18,568,130m² y 17,135 cuartos (vs. 17,423,999m² y 15,168 cuartos en 2015); el valor de sus propiedades de inversión asciende a P\$392,038m en 2016 (vs. P\$332,230m en 2015). Para llevar a cabo la adquisición y desarrollo de estas propiedades, desde su inicio hasta finales de 2016, las FIBRAS han colocado un monto total de P\$156,072m¹ en el mercado de capitales, P\$32,875m en el mercado de deuda bursátil nacional y US\$1,425m en el mercado de deuda bursátil internacional.

Con base en lo anterior y en la evolución que el segmento de FIBRAS ha presentado en los últimos años, HR Ratings ha identificado ciertas tendencias dentro de la industria:

- Mercado de deuda.** Las FIBRAS han recurrido al mercado de deuda bursátil, porque les brinda una mayor flexibilidad en términos de plazos que se alinean con la vida de sus activos, además de que les permite liberar inmuebles cedidos en garantía que ahora pueden ser desarrollados por las FIBRAS. HR Ratings prevé que en el futuro el mercado de deuda siga siendo una herramienta de fondeo recurrente para las FIBRAS.
- Mayor desarrollo de propiedades.** En los UDM se ha percibido una desaceleración en el monto destinado a nuevas adquisiciones de propiedades, debido principalmente al encarecimiento de los inmuebles. Es por eso que hemos observado una mayor tendencia por parte de las FIBRAS al desarrollo de propiedades, las cuales ofrecen mayores retornos. Apoyando lo anterior, los nuevos desarrollos tienden en su mayoría a ser propiedades de uso mixto, que buscan aumentar el flujo de tráfico y aprovechar las sinergias que cada sector presenta. Asimismo, las FIBRAS han incursionado en nuevos sectores como el educativo y los hospitales con miras a ampliar su portafolio de activos, y se espera que en el futuro se sigan explorando nuevos tipos de inmuebles.
- Volatilidad del peso contra el dólar.** Las rentas de las propiedades industriales están referenciadas al dólar y sus gastos se realizan en pesos, por lo que este sector (TERRA y FIBRAPL) se ha visto beneficiado con la depreciación que ha sufrido en los UDM el peso contra el dólar. Por su parte, la volatilidad en el tipo de cambio ha llevado a que en el sector de oficinas los contratos que se encuentran en dólares se hayan estado renegociando y convirtiendo a pesos, debido a que muchos de los arrendatarios no generan ingresos en dólares. HR Ratings estima que esta práctica se siga presentando entre los arrendatarios que presenten algún descalce entre dólares y pesos dentro del sector de oficinas.
- Distribuciones relacionadas al FFO.** Como parte de la regulación de las FIBRAS en México, éstas están obligadas a pagar al menos el 95.0% del resultado fiscal neto (RFN) a los tenedores de los CBFIs. Sin embargo, desde su inicio las FIBRAS han estado distribuyendo un monto mayor, basando dicho pago en la generación de los fondos de operaciones (FFO) y se estima que esta tendencia continúe para los siguientes periodos. En 2016 se observa que en promedio las distribuciones totales de las FIBRAS representaron el 96.8% del FFO (vs. 100.3% en 2015). Es importante señalar que bajo un escenario de estrés se esperaría que las FIBRAS tan sólo distribuyeran el 95.0% del RFN, lo cual representa una fortaleza en caso de un escenario de estrés.
- Administración interna vs. externa.** Las FIBRAS pueden ser administradas de manera externa por medio de un asesor que cobra una comisión sobre el valor de las propiedades o internamente bajo la designación de un presupuesto anual. Actualmente en México, existe un debate sobre cuál de estas dos estructuras es más eficiente, debido a que el esquema externo puede prestarse a posibles conflictos de interés en caso de que no estén alineados los intereses de la FIBRA con el asesor, por lo cual en mercados más maduros, como EUA, este tipo de vehículos han cambiado a una administración interna; sin embargo mantener una estructura interna puede resultar más caro. En conclusión, ambos esquemas presentan debilidades y fortalezas que deben ser analizadas.

¹ Este monto no considera los CBFIs que se han entregado por la adquisición de propiedades.

Evolución de las FIBRAs en México

El presente reporte sectorial de Corporativos se enfoca en la evolución del sector de Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAs) en México, detallando la creación, evolución y perspectivas de la industria, de acuerdo con las FIBRAs que HR Ratings califica y sus principales competidores.

Antecedentes

Las FIBRAs se enfocan en la adquisición, desarrollo y administración de propiedades con la finalidad de arrendar dichos inmuebles, ya sean comerciales, industriales, oficinas, de uso mixto, hoteles, entre otras. 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 (CBFIs); también se incluyen inmuebles adquiridos posteriormente, ya sea vía levantamiento de capital a través de ofertas públicas de CBFIs en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) o por la adquisición de deuda bancaria y/o bursátil.

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). Sin embargo, deben de cumplir con ciertos términos y condiciones, dentro de los cuales se encuentran:

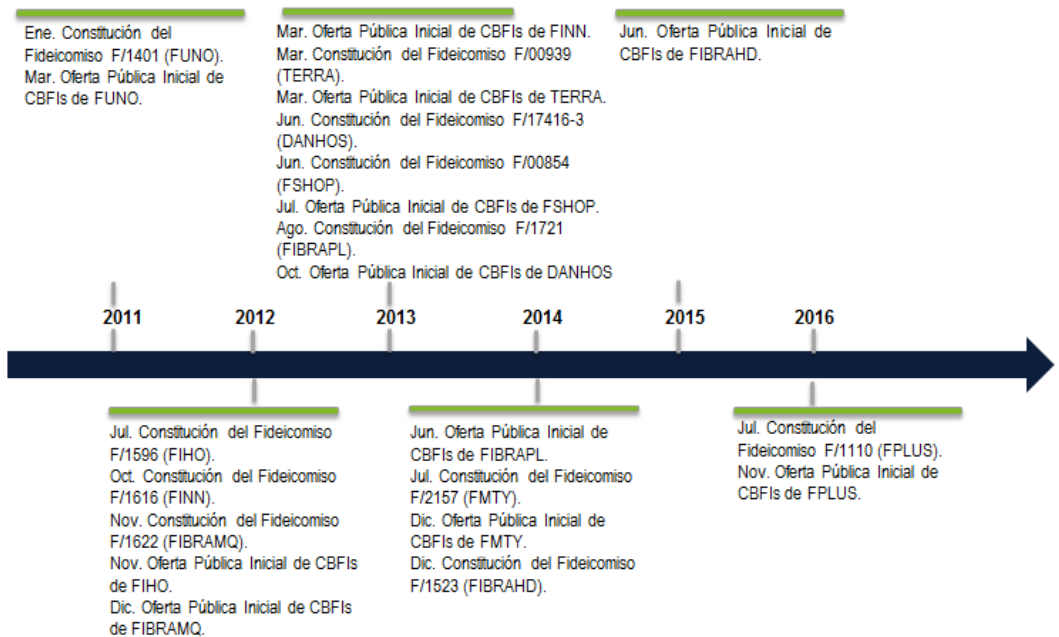
1. Al menos 70.0% de los activos de la FIBRA deben estar invertidos en bienes raíces destinados al arrendamiento.
2. Las propiedades que forman parte de una FIBRA no pueden ser vendidas hasta después de 4 años de haber sido adquiridas o que haya terminado su construcción.
3. Se deben realizar distribuciones a los tenedores por lo menos una vez al año, por un monto equivalente al 95.0% de su resultado fiscal neto (RFN).
4. Deben cumplir con las siguientes métricas relacionadas a los niveles de endeudamiento: la razón de apalancamiento² no puede ser mayor a 50.0% y la razón del servicio de la deuda³ no puede ser menor a 1.0x.

Las FIBRAs se autorizaron desde 2011 en México, aunque estos instrumentos datan desde 1960 en Estados Unidos de América (EUA), conocidos como *Real Estate Investment Trust* (REIT por sus siglas en inglés). En México la primera FIBRA en salir al mercado fue Fibra Uno (FUNO), enfocada en propiedades de tipo industrial, comercial, oficinas y de uso mixto. Posteriormente fueron saliendo distintas FIBRAs enfocadas en uno o varios tipos de inmuebles; 2013 fue el año donde el mayor número de Ofertas Públicas Iniciales (OPI) de CBFIs se llevaron a cabo.

² Razón de Apalancamiento = deuda total / activos totales.

³ Razón del Servicio de la Deuda = Σ (activos líquidos + IVA por recuperar + utilidad operativa proyectada de los 6 trimestres posteriores – distribuciones proyectadas + líneas de crédito vigentes, irrevocables y no dispuestas) / Σ (proyecciones de los próximos 6 trimestres de pago de principal e intereses + gastos de capital recurrentes + gastos de desarrollo no discrecionales).

Diagrama 1. Línea del Tiempo



Fuente: HR Ratings con base en información pública.

Al cierre del 4T16 existen en el mercado mexicano 11 FIBRAs inmobiliarias que representan en su conjunto una superficie bruta arrendable (SBA) de 18,568,130m² y 17,135 cuartos, con un valor en propiedades de inversión de P\$392,038m. Entre estas 11 FIBRAs, algunas están especializadas en propiedades de tipo industrial como son Terrafina (TERRA) y Fibra Prologis (FIBRAPL), otras en propiedades de tipo comercial como Fibra Shop (FSHOP), mientras que otras en la industria hotelera como es el caso de Fibra Inn (FINN) y Fibra Hotel (FIHO). Asimismo, existen FIBRAs que presentan un portafolio mixto de inmuebles como son FUNO, Fibra Danhos (DANHOS), FibraHD, Fibra Monterrey (FMTY), Fibra Macquarie (FIBRAMQ) y Fibra Plus (FPLUS). Adicionalmente, se encuentra FHIPO⁴ enfocada en créditos hipotecarios. A continuación se muestra una tabla con las FIBRAs inmobiliarias existentes en el mercado y sus principales características:

⁴ FHIPO no se incluye en el análisis de este sectorial, al ser un vehículo de carácter más financiero.

Concepto / Período	Tabla 1. Fibras en México en 2016										
Clave de Pizarra	FUNO	DANHOS	FIBRAMQ	FMTY	FIBRAHD	FPLUS***	FIBRAPL	TERRA	FSHOP	FIHO	FINN
Tipo de Inmuebles	Industrial, Oficinas, Comercial y Uso Mixto	Comercial, Oficinas y Uso Mixto	Industrial, Comercial y Oficinas	Industrial, Comercial y Oficinas	Industrial, Comercial y Educativo	Comercial y Oficinas	Industrial	Industrial	Comercial	Hoteles	Hoteles
Fideicomiso	F/1401	F/17416-3	F/1622	F/2157	F/1523	F/1110	F/1721	F/939	F/00854	F/1596	F/1616
Año de Constitución	12-Jan-11	10-Jun-13	14-Nov-12	4-Jul-14	3-Jul-14	3-Jul-14		29-Jan-13	21-Jun-13		23-Oct-12
Año de Operación	18-Mar-11	10-Jun-13	29-Jan-13	10-Oct-14	10-Jun-15	3-Nov-16	4-Jun-14	19-Mar-13	24-Jul-13	21-Jan-13	12-Mar-13
Fiduciario	Deutsche Bank México	Banco Nacional de México	Deutsche Bank México	Banco Invex	Banco Activer	Banco Azteca	Deutsche Bank México	The Bank of New York Mellon	The Bank of New York Mellon	Deutsche Bank México	Deutsche Bank México
Propiedades en Inversión*	\$172,739	\$55,044	\$42,467	\$7,995	\$2,470	\$1,017	\$45,064	\$34,720	\$10,902	\$11,367	\$8,253
Pasivos*	\$69,384	\$6,520	\$18,866	\$2,084	\$66	\$6	\$15,650	\$15,102	\$3,627	\$3,052	\$2,985
Deuda*	\$64,807	\$4,000	\$18,014	\$1,976	\$0	\$0	\$15,137	\$14,562	\$3,443	\$2,697	\$2,842
Patrimonio*	\$122,643	\$51,734	\$27,037	\$6,570	\$2,687	\$2,470	\$30,066	\$24,780	\$9,118	\$9,378	\$6,846
Ingresos 12m*	\$13,253	\$3,106	\$3,373	\$599	\$203	\$0	\$3,239	\$2,670	\$1,003	\$2,635	\$1,798
Margen NOI 12m	80.5%	77.0%	91.0%	88.5%	70.5%	NA	86.0%	92.1%	71.9%	30.7%	36.7%
LTV	34.3%	6.9%	39.2%	23.1%	0.0%	NA	32.9%	36.5%	27.5%	21.7%	29.2%
Factor de Ocupación	94.7%	85.8%	93.0%	97.8%	94.6%	NA	96.8%	94.8%	94.1%	62.7%	59.1%
SBA**	7,369,935m ²	694,566m ²	3,428,000m ²	406,264m ²	150,126m ²	49,105m ²	3,200,000m ²	2,800,098m ²	470,036m ²	10,422 cuartos	6,713 cuartos
Propiedades	519	12	292	35	19	4	194	209	17	75	43

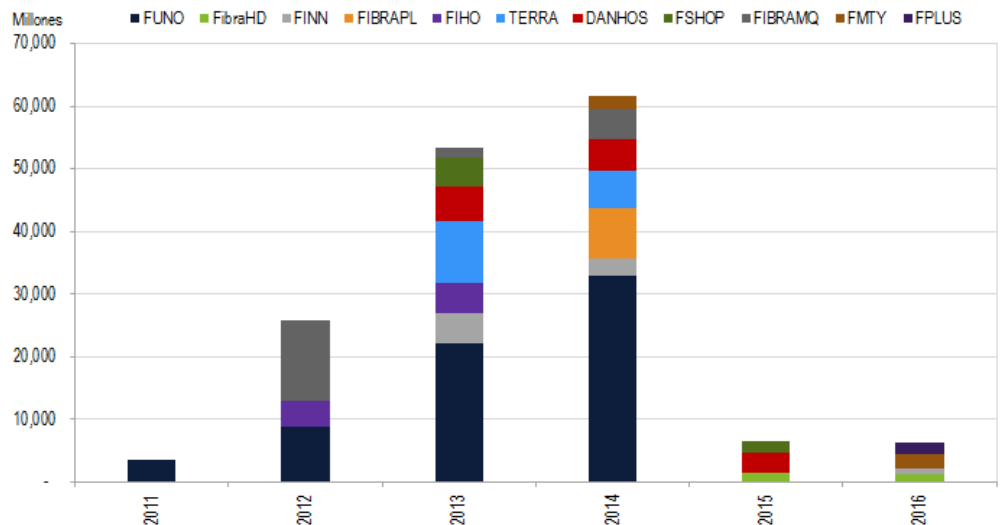
*Cifras en millones de pesos

**Superficie Bruta Arrendable

*** La información financiera comprende el periodo entre el 3 de noviembre de 2016 y el 31 de diciembre de 2016. La totalidad de su portafolio se encuentra en desarrollo.

Como se puede observar en la Gráfica 1, las FIBRAS en México comenzaron a realizar OPIs en la BMV a partir de 2011, con la finalidad de obtener los recursos necesarios para la adquisición y desarrollo de propiedades. Posteriormente, algunas FIBRAS han realizado colocaciones adicionales de CBFIs, mientras otras han adquirido deuda bursátil vía la emisión de CEBURs y/u otras han contratado líneas bancarias de crédito para continuar con sus planes de expansión vía adquisiciones y/o desarrollo. Al cierre del 4T16 y desde su inicio, las FIBRAS han colocado un total de P\$156,072m⁵ en el mercado de capitales y P\$32,875m en el mercado de deuda bursátil nacional y US\$1,425m en el mercado internacional. Cabe mencionar que FUNO fue la primera FIBRA en realizar una OPI en el 1T11 e incursionar en el mercado de deuda bursátil durante el 4T13. La siguiente gráfica muestra los recursos que cada FIBRA ha logrado levantar vía colocaciones de capital.

Gráfica 1. Colocaciones de Capital por FIBRA*



Fuente: HR Ratings con base en información de las FIBRAS.

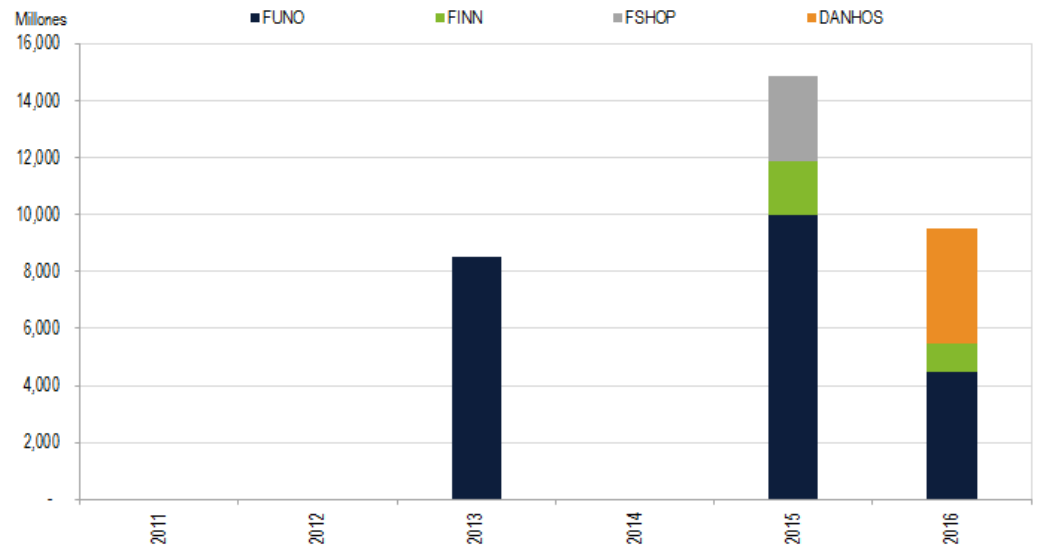
*Cifras en millones de pesos.

⁵ Este monto no considera los CBFIs que se han entregado por la adquisición de propiedades.

Analizando el monto que las FIBRAS han colocado desde su inicio, se aprecia que FUNO es la que mayores recursos ha obtenido representando el 43.1% del monto colocado en capitales, reflejo de la antigüedad y tamaño que mantiene en propiedades de inversión. Este es seguido por FIBRAMQ con el 12.2%, TERRA con el 10.2%, DANHOS con el 8.7% y el restante 25.7% se encuentra distribuido entre las otras siete FIBRAS, siendo la de mayor peso FIHO con el 5.8%.

Por su parte, dentro del mercado de deuda bursátil solamente cinco FIBRAS han incursionado, entre las cuales FUNO y TERRA han emitido en la bolsa de EUA un monto total de US\$1,000m y US\$425m, respectivamente, mientras que en el mercado nacional FUNO ha colocado P\$23,000m, DANHOS P\$4,000m, FSHOP P\$3,000m y FINN P\$2,875m. Es importante señalar que los CEBURS se han emitido a un plazo promedio ponderado de 8.3 años en México y 15.4 años en EUA, en línea con la vida de los activos de largo plazo a los que se enfoca este sector. A continuación se presenta una gráfica con los recursos obtenidos mediante emisiones de deuda bursátil por las diferentes FIBRAS en México.

Gráfica 2. Emisiones de Deuda Bursátil por FIBRA en México*



Fuente: HR Ratings con base en información de las FIBRAS.

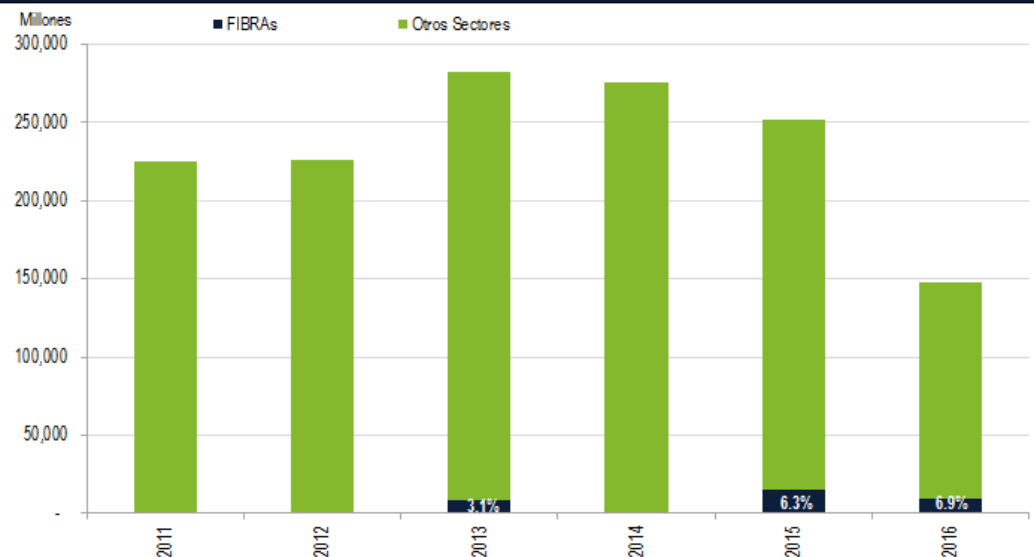
*Cifras en millones de pesos.

Durante 2015 se aprecia una mayor actividad en el mercado de deuda por parte de las FIBRAS, principalmente debido a la colocación de P\$10,000m por parte de FUNO, mientras que en 2016 se observa una caída de -36.1% en el monto emitido, en línea con el menor dinamismo que se observó durante dicho año. Sin embargo, en ambos años las FIBRAS han representado alrededor del mismo porcentaje sobre el monto total emitido en el mercado de deuda estructurado y quirografario, representando el 6.3% en 2015 y 6.9% en 2016⁶.

⁶ Fuente: Análisis de Inversiones, Reporte Deuda Corporativa, Citibanamex, Casa de Bolsa, febrero 2017.

Para los siguientes años, HR Ratings estima que las FIBRAS que aún no han colocado emisiones en el mercado de deuda, así como las que ya cuentan con CEBURS en el mercado, continúen utilizando este medio como fuente de financiamiento. Lo anterior se explica por dos razones: 1) los CEBURS suelen presentar términos y condiciones que resultan estar más alineados con los objetivos de crecimiento y desarrollo de largo plazo de las FIBRAS y 2) los CEBURS suelen no presentar garantías hipotecarias, lo que permite a las FIBRAS liberar inmuebles cedidos en garantía que no podían ser desarrollados en tanto no fueran liberados.

Gráfica 3. FIBRAS vs. Mercado de Deuda Bursátil*



Fuente: HR Ratings con base en información pública.

*Cifras en millones de pesos. Solamente se consideraron CEBURS emitidos en México.

Retos y Principales Tendencias del Sector

Composición de la SBA

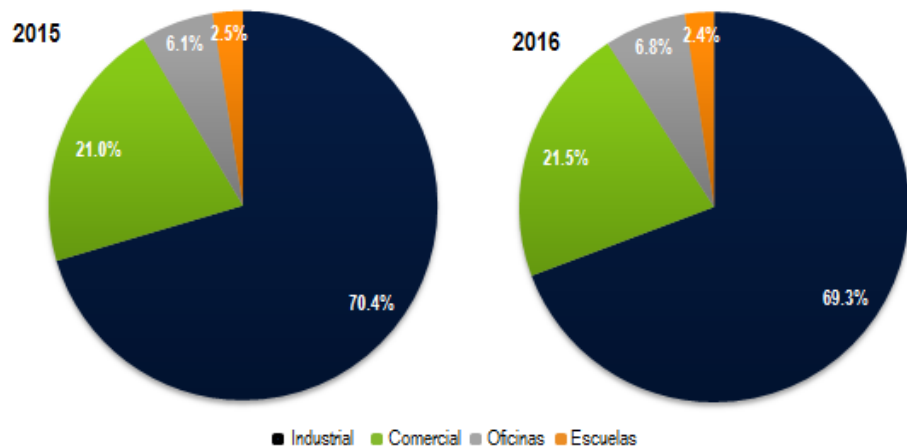
Actualmente las FIBRAS inmobiliarias en México mantienen una SBA total de 18,568,130m² en 2016 (vs. 17,423,999m² en 2015), equivalente a un crecimiento de 6.6%. Esto se explica principalmente por las adquisiciones y desarrollos que las FIBRAS llevaron a cabo en los UDM, así como en menor medida por la incorporación de Fibra Plus en noviembre de 2016. Sin embargo, este ritmo de crecimiento se ha venido reduciendo por la falta de creación de nuevas FIBRAS y la venta de portafolios menos relevantes en términos del tamaño y número de propiedades.

El sector más relevante en términos de SBA es el industrial que representa el 69.3% de la SBA total al 4T16 (vs. 70.4% al 4T15), seguido del sector comercial con el 21.5% (vs. 21.0% al 4T15), oficinas con el 6.8% (vs. 6.1% al 4T15) y, por último, las escuelas con el 2.4% (vs. 2.5% al 4T15). Es importante señalar que el sector industrial está compuesto por plantas y naves industriales que requieren de una mayor superficie que otros sectores, razón por la cual su SBA es significativamente más grande que los demás sectores. Sin embargo, este segmento es el que menor crecimiento presentó en los

UDM con un incremento de 4.8% en relación con el año anterior. Por su parte, las oficinas crecieron 19.0% de manera anual, siendo el sector con el crecimiento más alto, lo cual es un reflejo del incremento en la oferta que se percibe en los principales corredores de la Ciudad de México y Área Metropolitana.

Adicionalmente, dos de las once FIBRAS inmobiliarias que se encuentran en operación, han incursionado en un nuevo segmento; el educativo, reflejando la tendencia de continuar expandiéndose no sólo vía los sectores tradicionales de inmuebles como lo son propiedades industriales, comerciales y/u oficinas. Este sector opera principalmente bajo un esquema de *sale and lease back* en donde se procura mantener un solo inquilino. Las FIBRAS que cuentan con propiedades educativas son FUNO con la Universidad Autónoma de Guadalajara y 17 planteles universitarios de Grupo ICEL, así como FibraHD con la Universidad del Valle de México Campus Noreste y tres colegios privados. Asimismo, FUNO adquirió el Hospital Puerta de Hierro en febrero de 2016, presentando otro nuevo sector inmobiliario, en donde también recurrió a un esquema de *sale and lease back*. Esta tendencia nos hace pensar que las FIBRAS con el paso del tiempo explorarán nuevos tipos de inmuebles para poder seguir creciendo, en la medida que los activos disponibles y típicos para la venta sean menores.

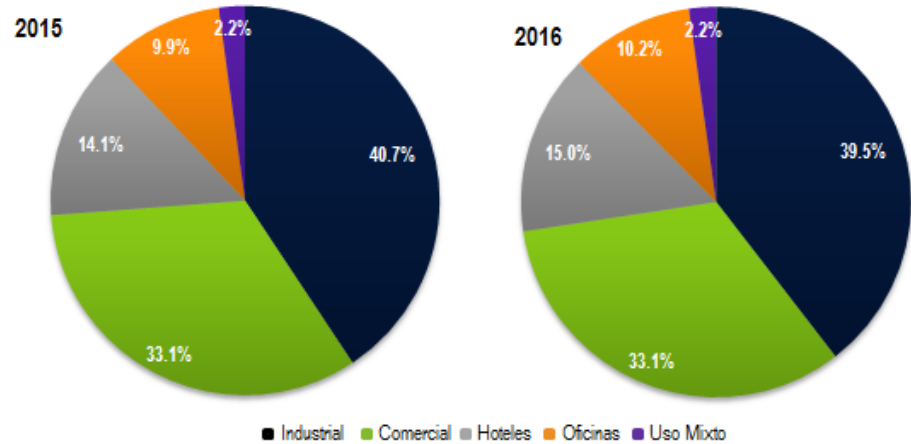
Gráfica 4. Composición de la SBA por sector



Fuente: HR Ratings con base en información de las FIBRAS.

Si analizamos la composición de los ingresos por tipo de inmueble las propiedades industriales son las más relevantes aunque mantienen una participación menor que en términos de la SBA. De acuerdo con el cálculo de HR Ratings, el sector industrial representa aproximadamente el 39.5% de los ingresos totales de las FIBRAS en 2016 (vs. 40.7% en 2015), seguido del comercial con el 33.1% (vs. 33.1% en 2015), los hoteles con el 15.0% (vs. 14.1% en 2015), oficinas con el 10.2% (vs. 9.9% en 2015) y por último el sector de uso mixto con el 2.2% (vs. 2.2%). Cabe mencionar que para el cálculo de uso mixto algunas FIBRAS reportan de manera separada la parte comercial y la de oficinas.

Gráfica 5. Composición de los Ingresos por sector



Fuente: HR Ratings con base en información de las FIBRAS.

Nota: El sector educativo se encuentra dentro del sector comercial. FIBRAMQ agrupa comercial y oficinas. Se tomaron ingresos por rentas para algunas de las FIBRAS que no reportan los ingresos totales por propiedad.

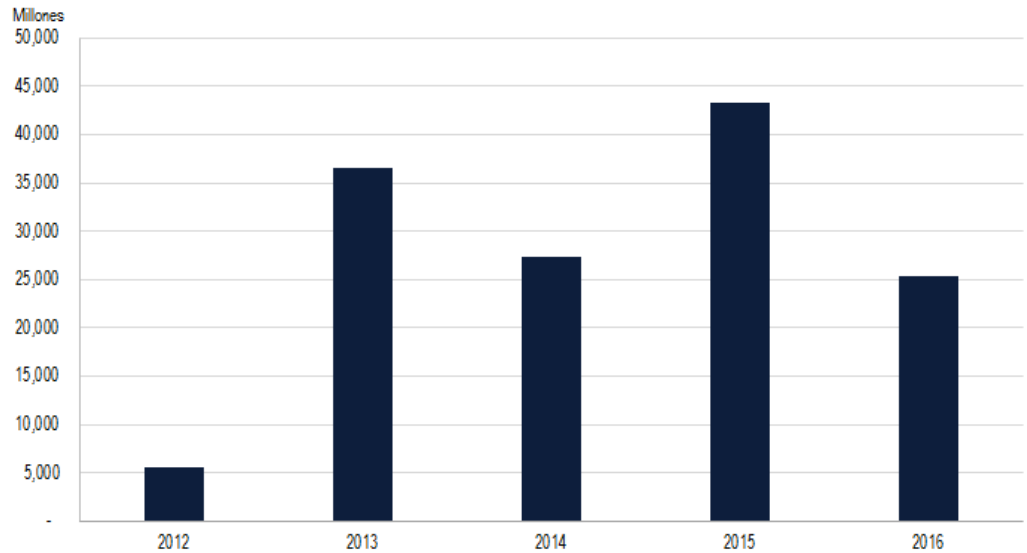
Adquisiciones y Desarrollos

El valor de las propiedades de inversión del sector de las FIBRAS incrementó 18.0% en los UDM, alcanzando una valuación por P\$392,038m en 2016 (vs. P\$332,230m en 2015). Aproximadamente el 37.0% de dicho crecimiento se explica por el ajuste en el valor de los inmuebles, debido al encarecimiento que han vivido los bienes raíces especialmente en la Ciudad de México, esto en gran parte por la devaluación que ha sufrido en los UDM el peso contra el dólar americano al ser activos valuados en dólares. Asimismo, el crecimiento obedece a las adquisiciones e inversión en desarrollo que las FIBRAS realizaron durante 2016, siendo FUNO la FIBRA que mayor monto invirtió en 2016 representando 33.2% del CAPEX total (vs. 58.4% en 2015), seguido de DANHOS con 17.4% (vs. 4.4% en 2015), FMTY con 12.4% (vs. 2.6% en 2015), FIBRAPL con 10.3% (vs. 5.7% en 2015) y el 26.7% restante (vs. 29.0% en 2015) se distribuye en las siete FIBRAS restantes, siendo FIHO la de mayor peso con el 7.2%.

Enfocándonos en los recursos que las FIBRAS han destinado a nuevas adquisiciones y desarrollo de propiedades, observamos una desaceleración en la industria presentando el CAPEX total una caída de -41.4%, alcanzando el monto total invertido niveles de P\$25,356m en 2016 (vs. P\$43,234m en 2015). La desaceleración en adquisiciones se observa como respuesta al encarecimiento de los inmuebles, lo cual ha tenido un impacto sobre los distintos CAP Rates⁷. Lo anterior se puede ver reflejado en la disminución que han presentado los CAP Rates en 2016, obteniendo un CAP Rate estimado por HR Ratings de 8.3% (vs. 10.2% en 2013) como una muestra representativa de las adquisiciones realizadas por las diferentes FIBRAS en 2016.

⁷ CAP Rate = NOI 12m / Precio de adquisición de la propiedad.

Gráfica 6. Evolución del CAPEX (Adquisiciones y Desarrollos)*



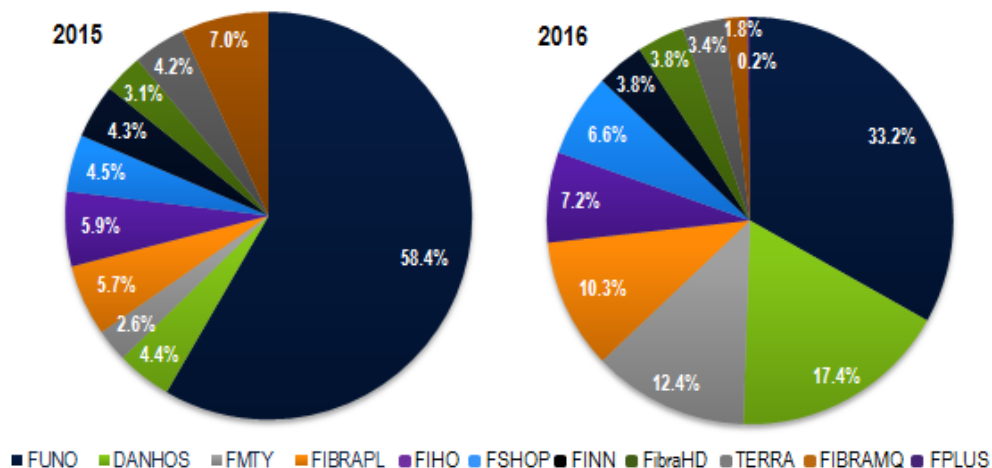
Fuente: HR Ratings con base en información pública.

*Cifras en millones de pesos.

Como consecuencia de lo anterior, se ha comenzado a percibir una mayor tendencia hacia la inversión para el desarrollo y expansión de propiedades, lo cual se ve reflejado en los diversos vehículos de inversión que algunas FIBRAS han creado y comenzado a utilizar para este fin. En este sentido se encuentra el vehículo de inversión HELIOS que FUNO anunció en marzo de 2015 y la fábrica de hoteles de FINN anunciada un año después. Por su parte, FIBRAS como DANHOS, FIBRAPL, FSHOP, TERRA, FMTY y FIHO han continuado recurriendo a desarrollos realizados por sus fundadores para expandir su portafolio.

Asimismo, se ha observado que las FIBRAS han comenzado a enfocarse en desarrollar propiedades de usos mixtos, con el objetivo de crear inmuebles con un flujo de tráfico más sólido y así aprovechar las sinergias que cada sector ofrece. Esta estrategia se puede observar principalmente en espacios comerciales que son complementados por oficinas, hoteles, hospitales y/o vivienda, con el objetivo de apuntalar el tráfico de personas. Ejemplos de lo anterior son: el proyecto de Mitikah de FUNO, Parque Toreo de DANHOS, los centros comerciales La Perla y Sentura Tlalneantla de FSHOP que estarán ubicados en una propiedad de usos mixtos, entre otros. En los próximos periodos se estima que las FIBRAS inviertan aproximadamente más de P\$26,200m en propiedades en desarrollo, según lo reportado al 4T16.

Gráfica 7. Composición de CAPEX por FIBRA



Fuente: HR Ratings con base en información de las FIBRAS.

Distribuciones vs. FFO

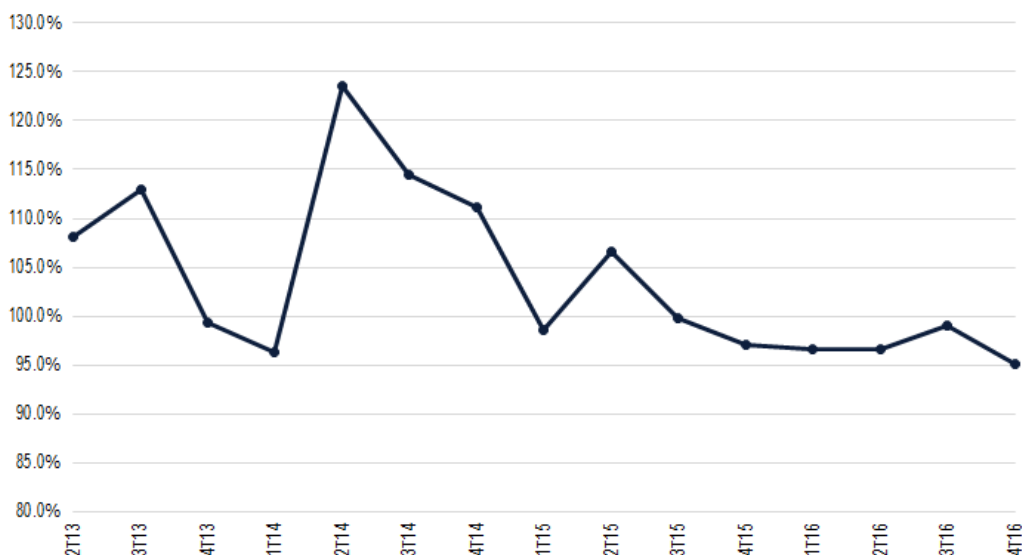
Las FIBRAS en México están obligadas a pagar al menos el 95.0% del resultado fiscal neto⁸ (RFN) a los tenedores de los CBFIs por lo menos una vez al año, según lo estipula la Ley Mexicana que las regula. Sin embargo, desde su inicio se ha observado que las FIBRAS han estado pagando distribuciones por arriba de lo obligado por ley y de manera trimestral, distribuyendo alrededor de 3.3x del RFN de 2016 (vs. 3.5x en 2015).

La tendencia que se ha estado observando para el pago de las distribuciones es que las FIBRAS se basan en los fondos de operaciones (FFO), el cual se calcula con base en el EBITDA o Utilidad Neta con la incorporación de algunos ajustes, según el cálculo de cada FIBRA.

Al comparar las distribuciones realizadas durante 2016 en relación con la generación de FFO, se observa que en promedio las FIBRAS distribuyeron el 96.8% del FFO (vs. 100.3% en 2015). Cabe mencionar que las distribuciones para un periodo se calculan con base en el FFO del periodo anterior. El riesgo de que continúe la tendencia de pagar distribuciones por arriba de lo obligado por ley, es que la generación de flujo de efectivo se vea afectada y se impacte negativamente capacidad de las FIBRAS para hacer frente a sus obligaciones de deuda. En la gráfica 5 se aprecia como a partir del 3T15 el porcentaje distribuido sobre el FFO se ha estabilizado en niveles alrededor del 97.4% por trimestre. Los picos que se observan durante el 2013 y 2014 obedecen a la constitución de muchas de las FIBRAS y su periodo de estabilización en el mercado.

⁸ Resultado Fiscal Neto: Utilidad Neta – Revaluación de Propiedades de Inversión – Fluctuación Cambiaria – Gastos por Depreciación de las Propiedades en Inversión.

Gráfica 8. Distribuciones vs. FFO



Fuente: HR Ratings con base en información pública.

Nota: las distribuciones para un periodo se calculan con base en el FFO del periodo anterior.

Administración Externa vs. Interna

Debido al esquema en que son estructuradas las FIBRAS, éstas pueden ser administradas de manera externa mediante un tercero o internamente a través de personal contratado por la FIBRA. Los administradores externos son compensados por las FIBRAS a través de una comisión base sobre el valor de las propiedades y una comisión variable por la administración de las propiedades. Actualmente en México, de las 11 FIBRAS en operación, siete son administradas por un tercero y cuatro de manera interna.

Hace más de 50 años cuando iniciaron los primeros fideicomisos inmobiliarios bajo el esquema de REITs en EUA, éstos eran administrados por un externo. Sin embargo, conforme fue madurando el sector, los REITs comenzaron a migrar a un esquema interno, debido a que el esquema de comisiones sobre el valor de los inmuebles se prestaba a posibles conflictos de interés en caso de que no estuvieran alineados los objetivos de los accionistas y los del administrador.

Actualmente en México existe este debate entre qué esquema es mejor para realizar la administración de las FIBRAS, debido a que ambas presentan diferentes fortalezas y debilidades. La tabla a continuación enlista algunas de las características sobre los administradores externos e internos.

Tabla 2. Administración Externa vs. Interna	
Externa	Interna
Se consideran más eficientes y económicas	Puede resultar más caro mantener una estructura interna.
Pueden causar conflicto de interés.	Se disminuye riesgo de conflicto de interés.
Los objetivos del administrador no siempre van en línea con el de los accionistas.	Objetivos alineados entre la administración y los accionistas.
Por lo general, cuentan con un equipo más robusto.	Pueden contar con un equipo más pequeño, como medida de reducir gastos.
Simplifica la operación para la FIBRA.	Necesidad de administrar un equipo funcional y contar con la infraestructura necesaria.
Pueden causar problemas en el gobierno corporativo. Menores controles e independencia al formar parte del Comité Técnico miembros del administrador externo.	Al estar alineados los objetivos del administrador y los accionistas se disminuye el riesgo a problemas en el gobierno corporativo.
Los directores son nombrados por el administrador externo y no por el Comité Técnico de la FIBRA.	Los directores son nombrados por la administración pero al ser interna va en línea con el Comité Técnico.
Pueden tener un mayor enfoque en la adquisición de propiedades por incrementar el valor del activo y menor énfasis en la rentabilidad de los inmuebles.	Más enfocados en mejorar la rentabilidad y no solamente en la adquisición de propiedades.
Países con mercados en desarrollo son administrados en su mayoría externamente.	Países con mercados maduros son administrados en su mayoría internamente.

Fuente: HR Ratings con base en información pública

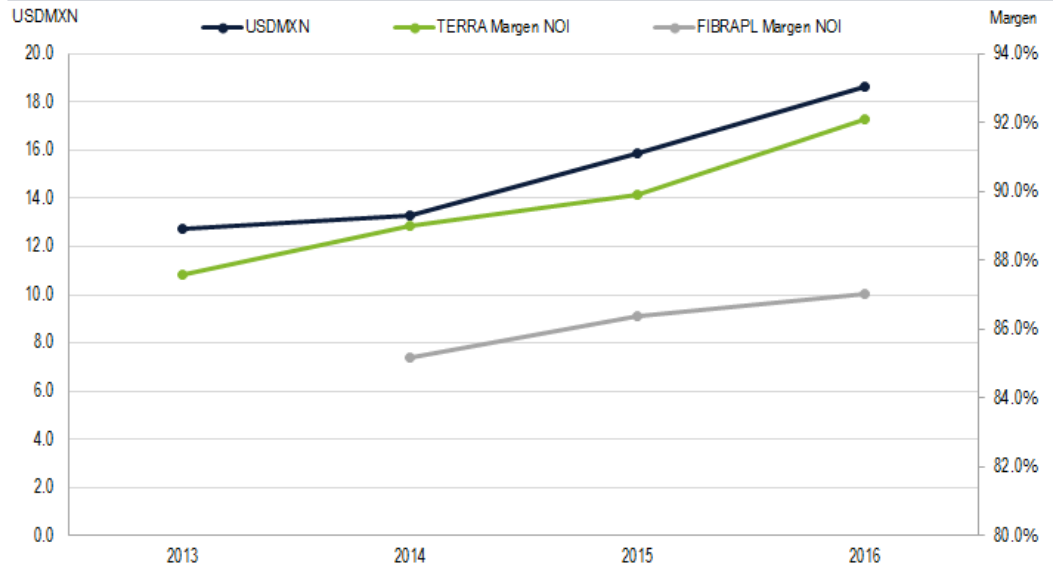
Como podemos observar, ambos tipos de administración presentan sus respectivas ventajas y desventajas. Nosotros creemos que la dinámica de cada FIBRA en el mercado dictará el tipo de administración que funcione de mejor manera con ellos, cuidando a la vez los derechos de los accionistas y el desempeño operativo de la FIBRA.

Volatilidad en el tipo de cambio

En los UDM el peso ha sufrido una depreciación contra el dólar americano, como resultado de la situación económica mundial, por lo que ha presentado un tipo de cambio promedio de P\$18.7 en 2016 (vs. P\$15.9 en 2015) equivalente a un incremento de 17.7%. Esta volatilidad en el tipo de cambio ha impactado los resultados de las FIBRAS, dado que algunas generan ingresos en dólares y/o cuentan con deuda en esta moneda.

Analizando a detalle las distintas FIBRAS, el sector industrial es el que mayor beneficio ha obtenido en cuanto a sus resultados operativos, debido a que la mayoría de sus rentas están negociadas en dólares, mientras que la mayoría de sus gastos se pagan en pesos. Lo anterior ha propiciado en parte que los resultados de TERRA y FIBRAPL, enfocadas a este sector, hayan mejorado vía un impacto positivo en su margen NOI y EBITDA. En la gráfica 9 se presenta la evolución del tipo de cambio en relación con la mejora en el margen NOI de TERRA y FIBRAPL.

Gráfica 9. Margen NOI vs. USDMXN Promedio 12M



Fuente: HR Ratings con base en información pública.

En el sector comercial no se percibe algún impacto sobre los resultados operativos, dado que la gran mayoría de las rentas que perciben están pactadas en pesos. En el sector de oficinas existen algunos contratos denominados en dólares, principalmente para inmuebles ubicados en la Ciudad de México y Área Metropolitana, así como Monterrey. Estos contratos se han visto afectados por la volatilidad en el tipo de cambio, debido a que algunos presentan un cierto descalce entre los ingresos en moneda nacional que perciben los inquilinos y la renta que pagan en dólares. Por esa razón se han comenzado a renegociar algunos contratos convirtiéndolos a pesos, tendencia que se estima que siga ocurriendo en los casos donde exista un cierto grado de descalce.

En relación con la deuda en dólares, considerando la suma del endeudamiento total de todas las FIBRAs, se obtiene que el 69.1% de la deuda total al 4T16 se encuentra en dólares (vs. 69.1% al 4T15), equivalente a P\$88,074m (vs. P\$69,479m al 4T15). Lo anterior representa un crecimiento de 26.8% anual, sin embargo, el incremento en dólares es de sólo 6.4%, lo cual refleja el impacto que la volatilidad del tipo de cambio ha tenido sobre la deuda de las FIBRAs. Es importante señalar que las FIBRAs que cuentan con deuda en dólares generan algún porcentaje de sus ingresos en dólares, intentando que estos ingresos cubran el servicio de deuda en dicha moneda. Entre estas FIBRAs se encuentra: FUNO siendo el 59.7% de su deuda en dólares, FIBRAPL con el 97.9% y TERRA, FIBRAMQ y FMTY estando el 100.0% en dólares.

Anexos

Tabla 3. Cálculo de Fondos de Operaciones (FFO)

FIBRA	Fórmula FFO
FUNO	Utilidad Neta +/- ajustes al valor razonable +/- variación de tipo de cambio +/- efecto de valuación de instrumentos financieros + amortización de comisiones bancarias + provisión para el PCE + amortización de plataforma administrativa - participación no controladora +/- gastos no recurrentes
FIBRAPL	Utilidad Neta - revaluación de propiedades de inversión - fluctuación cambiaria + amortización anticipada de deuda
FIHO	Utilidad Neta + depreciación
DANHOS	Utilidad Neta - fluctuación cambiaria - ajustes por valuación de propiedades de inversión
FSHOP	Utilidad Neta - ajustes por valuación de propiedades de inversión
FMTY	Utilidad Neta - ajuste al valor razonable de inmuebles + fluctuación cambiaria neta + depreciación + comisiones de arrendamiento + amortización del costo de deuda + plan ejecutivo en CBFIs - amortización lineal no monetario - utilidad de subsidiaria
FINN	EBITDA + gastos de adquisición y organización + ingresos por intereses - gastos por intereses - fluctuación cambiaria
FibraHD	EBIT - intereses pagados - otros gastos financieros + intereses ganados + otros productos financieros - otros gastos + otros productos
TERRA	EBITDA - costo financiero
FIBRAMQ	NOI - comisión por administración - gastos por servicios legales y profesionales + ingresos por intereses - gastos por intereses

Fuente: HR Ratings con base en información pública

* Para el cálculo se tomaron las distribuciones del año completo 2016 entre el FFO de los UDM al 3T16, debido a que las distribuciones se pagan con base en el FFO de un periodo

HR Ratings Alta Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Dirección General de Operaciones

Álvaro Rangel +52 55 8647 3835
alvaro.rangel@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

Instituciones Financieras / ABS

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

Deuda Corporativa / ABS

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

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

Metodologías

Karla Rivas +52 55 1500 0762
karla.rivas@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgo

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

Dirección General de Cumplimiento

Laura Mariscal +52 55 1500 0761
laura.mariscal@hrratings.com

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).