

# VOLKSWAGEN LEASING

S&P: mxAAA/mxA-1+ Moody's: Aaa.mx /MX-1

## Ideas que nos mueven

Iniciamos la cobertura de Volkswagen Leasing S.A. de C.V. (VW Leasing) otorgándole a la compañía una opinión crediticia Estable\*. Considerando dicha perspectiva y tomando en cuenta el rendimiento a vencimiento que pagan con respecto a bonos comparables, emitimos la recomendación de AUMENTAR la participación en los CB's VWLEASE 07, 08 y 08-2. Estas recomendaciones consideran el perfil operativo y financiero de la Compañía y de su garante VW Financial Services, así como su capacidad de pago y su creciente participación en el mercado mexicano de financiamiento automotriz.

### VW Leasing: crédito y arrendamiento automotriz

VW Leasing es una empresa que ofrece servicios de arrendamiento puro y otorga financiamiento para la adquisición de automóviles marca VW (99% de sus operaciones de crédito), **vía créditos al menudeo y al mayoreo** (Ver *Productos*, página 12). Al cierre del 2009, VW Leasing cuenta con 91,517 contratos, de los cuales el 72.8% son créditos y el 27.1% arrendamientos. En el año 2009, la compañía originó 26,154 contratos, lo que representó el 22.1% de las ventas de la armadora VW México (118,504 unidades). Como resultado, la cartera neta de crédito ascendió \$10,237mdp (4° lugar del mercado) y los activos en balance que representan las operaciones de arrendamiento ascendieron a \$3,198 mdp, lo que generó un flujo operativo anual\* de \$601mdp. **Es importante mencionar la reciente constitución de VW Bank, cuyo objetivo es quedarse con el negocio de financiamiento (créditos al menudeo y a distribuidores) en el mediano plazo, dejando a VW Leasing con el negocio de arrendamiento.** VW Leasing cuenta con diversas fuentes de fondeo entre las que destaca el financiamiento bursátil y bancario, además de contar con acceso a financiamiento de su matriz.

### Garantía Incondicional de VW FS AG

La deuda de VW Leasing cuenta con una garantía incondicional e irrevocable por parte de Volkswagen Financial Services AG (VW FS AG), el brazo financiero de Volkswagen Group (VW). VW FS AG cuenta con calificación en escala global de 'A- UR-' / 'A3 UR-' por parte de S&P y Moody's. Por lo tanto, las calificaciones de VW Leasing están determinadas directamente por la calidad crediticia de su matriz financiera, e indirectamente, por la armadora. Cabe mencionar que la calificación de VW FS AG es superior a la calificación soberana de México ('BBB' por S&P y 'Baa1' por Moody's).

### Capacidad de Pago

Al 4T09, la deuda total con costo ascendió a \$11,997mdp, de esta forma el indicador de apalancamiento (pasivo/capital) de la financiera ascendió a 13.5x, superior a sus comparables (6.4x). La compañía cuenta con recursos necesarios para hacer frente a sus vencimientos de los próximos 12 M (\$4,597 mdp), los cuales representan el 38.3% de la deuda total. Las fuentes de pago de VW Leasing son: i) flujo operativo de \$601mdp; ii) caja \$116mdp; iii) líneas de crédito bancarias disponibles no utilizadas por \$6,000 mdp; iv) vencimiento o venta de cartera (total \$10,237 mdp); iv) capacidad para obtener refinanciamiento bursátil (Ver "Capacidad de Pago").

### Ligera recuperación para la industria automotriz en 2010

Durante 2009 se observó una disminución de 26.4% en las ventas de vehículos en el mercado mexicano en relación con el 2008. A pesar de esta contracción, la participación de mercado de VW en México aumentó 219pb, situándose en 15.7%. Para el año 2010 se espera una ligera recuperación de entre 3% y 5% respecto al 2009\*. Las ventas de VW en México son relevantes para VW Leasing ya que el 99% de los créditos que otorga son para la adquisición de vehículos de esta marca.

## Análisis de Deuda Privada Inicio de Cobertura Abril 6, 2010



Mario Alberto Jaimes Terán

mjaimes@ixe.com.mx  
+(5255) 5004 1340

### Opinión Crediticia de la Compañía: ESTABLE\*

#### Razones Financieras Clave al 4T09

Periodo	4T09	4T08
Cartera Total \$mdp	\$10,524	\$12,848
Apalancamiento	13.5x	23.6x
ROA	3.20%	2.15%
ROE	46.4%	53.0%

Fuente: IXE con reportes de la compañía.

#### VW Leasing – Calificación Corporativa

	S&P	Fitch	Moody's
<b>Calificación Escala Nacional</b>			
Largo Plazo	mxAAA	ND	Aaa.mx
Corto Plazo	mxA-1+	ND	MX-1
Perspectiva			Estable
<b>Volkswagen Financial Services. (VW FS AG)</b>			
Largo Plazo	A-	ND	A-3
Corto Plazo	A-2	ND	P-2
Perspectiva	Negativa		Estable
<b>Volkswagen AG.(VW)</b>			
Largo Plazo	A-	BBB+	A-3
Corto Plazo	A-2	F2	P-2
Perspectiva	Negativa	Estable	Estable

Fuentes: Ixe / S&P / Fitch / Moody's.

#### RECOMENDACIÓN

Emisión	Cía/ Est	Sec.	Mdo.	Rec.
VWLEASE 07 27/11/12	√	=	√	▲
VWLEASE 08 25/02/11	√	=	√	▲
VWLEASE 08-2 27/06/11	√	=	√	▲

X : Señal Negativa, =: Señal Neutral, √: Señal Positiva, ▲: Recomendación Aumentar

\* Flujo Operativo es igual a la Utilidad Operativa más Partidas Virtuales menos el CAPEX.

#### CONTENIDO

Resumen	1
Información Financiera Relevante	2
Opinión Crediticia	3
Factores de Crecimiento y Mejoría	5
Recomendación	6
La Compañía	7
Fortalezas y Riesgos	9
Resumen Financiero y Comparativos	10
Resumen Financiero	11

## VW Leasing S.A de C.V

## Descripción de la Compañía

Volkswagen Leasing es una Sociedad Anónima cuyo objeto principal consiste en otorgar financiamiento a personas físicas y morales a la adquisición y arrendamiento de vehículos de las Marcas VW a través de los Distribuidores Elegibles así como el financiamiento a los propios Distribuidores. Al 4T09, cuenta con un portafolio de contratos de 91,517 alcanzando una Cartera Neta de \$10,237 mdp, siendo la 4ª financiera de una armadora con la mayor cartera en el sector automotriz.

## INFORMACIÓN FINANCIERA RELEVANTE

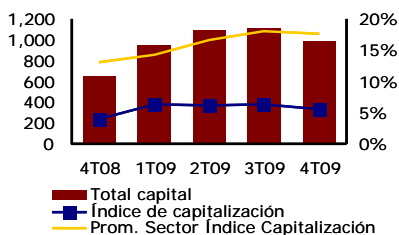
## Resumen de la Información Financiera (millones de pesos)

	2008	2009	4T08	1T09	2T09	3T09	4T09
<b>Balance General</b>							
<b>Total Activos</b>	<b>16,087</b>	<b>14,245</b>	<b>16,087</b>	<b>14,998</b>	<b>14,784</b>	<b>14,401</b>	<b>14,245</b>
Caia e Instrumentos Financieros	137	116	137	195	276	202	116
Cartera Total	12,848	10,524	12,848	11,711	11,251	10,758	10,524
Cartera Neta (Cartera Total – Est. Prev)	12,651	10,237	12,651	11,530	11,069	10,562	10,237
Cuentas por Cobrar	88	223	88	56	136	167	223
Cuentas por Cobrar empresas rel.	76	33	76	44	39	39	33
Activos Fijos Netos	2,906	3,368	2,906	2,932	3,025	3,195	3,368
Vehículos en Arrendamiento	na	na	na	na	2,860	3,027	3,198
Otros Activos	305	301	305	284	277	275	301
<b>Total Pasivos</b>	<b>15,434</b>	<b>13,263</b>	<b>15,434</b>	<b>14,046</b>	<b>13,687</b>	<b>13,293</b>	<b>13,263</b>
Préstamos CP	3,653	4,597	3,653	5,406	5,084	4,529	4,597
Préstamos LP	7,400	7,400	7,400	7,400	7,400	7,400	7,400
Préstamos instituciones relacionadas	3,686	382	3,686	584	491	542	382
Otros pasivos	695	884	695	656	713	822	884
<b>Total Capital</b>	<b>653</b>	<b>982</b>	<b>653</b>	<b>952</b>	<b>1,096</b>	<b>1,108</b>	<b>982</b>
<b>RESULTADOS</b>							
Ingresos por Intereses	1,131	1,014	287	274	259	246	234
Ingresos por arrendamientos	1,302	1,452	338	339	354	372	387
Otros Ingresos	1,904	1,788	622	486	467	400	435
Ingresos Totales	4,337	4,254	1,246	1,100	1,080	1,018	1,056
Costo Integral de Financiamiento	-3,390	-3,243	-992	-851	-822	-766	-804
<i>Gastos por Intereses</i>	-1,493	-1,103	-428	-377	-239	-244	-244
<i>Depreciación de Activos en Renta</i>	-1,896	-1,973	-564	-474	-502	-479	-518
<i>Otros costos</i>	0	-166	0	-81	-43	-43	0
<b>Margen Financiero</b>	<b>948</b>	<b>1,011</b>	<b>254</b>	<b>249</b>	<b>258</b>	<b>252</b>	<b>252</b>
Estimación Preventiva	-11	-86	-1	0	-38	-17	-30
<b>Margen Financiero Ajustado</b>	<b>936</b>	<b>925</b>	<b>254</b>	<b>249</b>	<b>220</b>	<b>234</b>	<b>222</b>
Gastos de Administración	-285	-304	-69	-51	-87	-89	-78
<b>Resultado de Operación</b>	<b>651</b>	<b>621</b>	<b>185</b>	<b>198</b>	<b>133</b>	<b>146</b>	<b>144</b>
Otros Productos	-127	-130	-41	-3	-49	-12	-66
ISR y PTU	-178	-35	-51	3	5	-48	5
<b>Resultado Neto</b>	<b>346</b>	<b>456</b>	<b>92</b>	<b>198</b>	<b>89</b>	<b>86</b>	<b>83</b>
<i>Resultado antes de Impuestos</i>	524	491	129	143	108	144	195
<i>Depreciación de Activos en Renta</i>	1,896	1,973	564	474	502	479	518
<i>Estimaciones preventivas</i>	11	86	1	0	38	17	30
<b>CAPEX</b>	<b>-1,967</b>	<b>-1,949</b>	<b>-528</b>	<b>-423</b>	<b>-459</b>	<b>-534</b>	<b>-533</b>
<b>Flujo Operativo*</b>	<b>464</b>	<b>601</b>	<b>166</b>	<b>194</b>	<b>189</b>	<b>106</b>	<b>210</b>
<b>Deuda v Caia</b>							
Cartera vigente	12,651	10,237	12,651	11,530	11,069	10,562	10,237
Deuda con costo	11,053	11,997	11,053	12,806	12,484	11,929	11,997
Caja	137	116	137	195	276	202	116
Deuda Neta	10,916	11,881	10,916	12,610	12,208	11,727	11,881
<b>Razones Financieras</b>							
Margen Financiero Ajust. / Interés neto	0.6x	0.6x	0.6x	0.7x	0.9x	1.0x	0.9x
Deuda neta / Margen Financiero Ajust	11.7x	12.8x	11.7x	13.1x	12.8x	12.3x	12.8x
Deuda Total / Margen Financiero Ajust	11.8x	13.0x	11.8x	13.3x	13.1x	12.5x	13.0x
ROA**	2.15%	3.20%	2.15%	3.13%	3.20%	3.23%	3.20%
ROE	53.0%	46.4%	53.0%	49.4%	43.2%	42.0%	46.4%
<b>Márgenes</b>							
Operativo (% Ingresos Totales)	15.0%	14.6%	14.8%	18.0%	12.3%	14.3%	13.6%
Neto (% Ingresos Totales)	8.0%	10.7%	7.4%	18.0%	8.3%	8.5%	7.8%

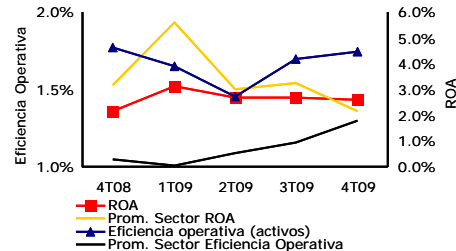
Fuente: IXE Grupo Financiero con datos de BMW. \*Flujo Operativo es igual a la Utilidad Operativa (ingresos por Intereses de créditos al menudeo y al mayoreo, Ingresos por Arrendamiento Puro e Ingresos por la Venta de automóviles usados menos gastos financieros y administrativos) más Partidas Virtuales (Estimaciones Preventivas y Depreciación) menos el CAPEX. \*\*La fórmula de la ROA = Utilidad neta últimos 12 meses / Activo Total al cierre del trimestre en cuestión; ROE = Utilidad neta últimos 12 meses / Capital Contable al cierre del trimestre en cuestión

## Resumen Gráfico

Capital Contable (\$mdp) vs. Capitalización



Eficiencia Operativa (G.O. / Activos) vs. ROA



Fuente: IXE con datos de la BMW y de la compañía.

# OPINIÓN CREDITICIA

## Opinión Crediticia de la Empresa: Estable

A pesar de que VW Leasing opera en un sector que ha sido severamente afectado a nivel global por la recesión económica, la compañía y su controladora VW FS AG han presentando sólidos resultados respecto al resto de la industria. Asignamos a la compañía una opinión crediticia **Estable** con base en los siguientes factores: a) el respaldo financiero y la garantía incondicional e irrevocable a la deuda de VW Leasing por parte de su matriz VW FS AG; b) la mejoría en su perfil de vencimientos, ya que al cierre de 2009, la deuda de corto plazo representó el 38.3% de la deuda total, mientras que el promedio de los últimos dos años fue de 41.8%; c) el fortalecimiento de su negocio de arrendamiento que se vio reflejado en un incremento de 14.7% en sus ingresos, ascendiendo a \$387mdp; y d) su capacidad para pagar la deuda de corto plazo.

## Análisis de Capacidad de Pago

Uno de los objetivos de nuestro análisis es verificar si la compañía cuenta con la capacidad de honrar sus obligaciones, para lo cual realizamos un ejercicio asumiendo un escenario sin crecimiento, en el cual el flujo operativo\* U12M se mantiene constante. Considerando el giro de la compañía, para el cálculo del flujo operativo se contemplaron las inversiones de capital realizadas por la empresa para la compra de unidades para arrendar. Con base en lo anterior, el flujo operativo al 2009 ascendió a \$601mdp, presentando un crecimiento de 29.5% en comparación con el 2008, lo que es un factor adicional para reforzar la opinión crediticia estable de la compañía, ya que a pesar de un entorno económico muy complicado, el flujo de la compañía continuó creciendo. Al flujo operativo se adiciona la caja e inversiones en instrumentos financieros y las líneas de crédito disponibles y no utilizadas.

**Dentro de los factores a considerar para evaluar la capacidad de pago de la compañía destacan:**

- La deuda de corto plazo de VW Leasing es de \$4,597 mdp en el 4T09, superior en un 26% respecto al 4T08.
- Al 4T09, VW Leasing contaba con una caja por \$116 mdp.
- VW Leasing puede hacer uso de las líneas de crédito bancarias disponibles por \$6,000mdp.

### Del Negocio de Crédito Automotriz

- Los vencimientos de la cartera vigente los cuales se desconocen.
- La opción de vender parte de su cartera, la cual asciende a \$10,237mdp al 4T09. (aunque VW Leasing no ha realizado ventas de cartera vigente, algunas financieras automotrices han hecho ventas de forma regular)

### Del Negocio de Arrendamiento Puro

- La venta de unidades arrendadas, las cuales son poco predecibles, sin embargo representan una parte importante en el flujo.

**VW Leasing cuenta con vencimientos en el corto plazo por \$4,597mdp. La compañía cuenta con la capacidad de generación de flujo anual por \$601mdp, por lo que considerando la garantía de VW FS AG, las líneas de crédito bancarias disponibles, la caja y el vencimiento natural de la cartera (todos estos puntos citados en el párrafo anterior), la compañía cuenta con recursos suficientes para cumplir en tiempo y forma sus vencimientos en el mediano plazo.**

\*Flujo Operativo es igual a la Utilidad Operativa (ingresos por Intereses de créditos al menudeo y al mayoreo, Ingresos por Arrendamiento Puro e Ingresos por la Venta de automóviles usados) más Partidas Virtuales (Estimaciones Preventivas y Depreciación) menos el CAPEX.

## Capacidad de Pago Deuda y Perfil de Vencimientos

Concepto	Monto (\$mdp)
<b>Vencimientos Programados de Deuda Periodo Enero 2010 – Diciembre 2010</b>	<b>4,597</b>
<b>- Recursos Disponibles para Pagar Deuda</b>	
Flujo operativo (12m)	601
Caja Excedente	116
Vencimientos de cartera de crédito automotriz (supuesto 30%)*	3,071
Línea de Crédito bancarias disponibles	6,000
<b>Recursos Excedentes Disponibles</b>	<b>5,191</b>

Perfil de Vencimientos	
Miles de pesos (\$)	año
6,000	
4,000	
2,000	
0	
	2010
	2011
	2012
	Vencimiento
	Flujo Operativo

Fuente: Ixe Grupo Financiero con información del reporte Análisis de Resultados del 4T09.

\*Dicho supuesto se hizo de acuerdo con la experiencia histórica de la compañía.

## Análisis de Calificaciones

Tabla de Calificaciones de Volkswagen Leasing

	Standard & Poor's	Fitch	Moody's
<b>VW Leasing</b>			
Largo Plazo Escala Nacional	mx AAA	ND	Aaa.mx
Corto Plazo Escala Nacional	mx A-1+	ND	MX-1
Perspectiva		ND	Estable
<b>VW Financial Services AG</b>			
Largo Plazo Escala Global	A-	ND	A3
Corto Plazo Escala Global	A-2	ND	P-2
Perspectiva	Negativa	ND	Estable
<b>VW Group</b>			
Largo Plazo Escala Global	A-	BBB+	A3
Corto Plazo Escala Global	A-2	F2	P-2
Perspectiva	Negativa	Estable	Estable

ND=Calificación No Disponible.

**Calificación de VW Leasing reflejo de calificación de VW FS AG.** De acuerdo con las agencias calificadoras, la calificación crediticia de VW Leasing está fundamentada en la garantía que tiene de su matriz VW FS AG, por lo que ésta podría bajar en caso de que las calificaciones en escala global de VW FS AG y VW AG bajen a niveles inferiores a los de la deuda nacional soberana ('BBB'). Las calificadoras ven con optimismo el proceso de fusión de VW con Porsche debido a la posibilidad de obtener economías de escala en sus operaciones y distribución.

**Operaciones en Europa clave para calificación de VW.** Al no contar con una participación significativa en el mercado estadounidense (únicamente 4.23% de las ventas totales de VW) VW AG tuvo un menor deterioro en relación a otras armadoras con mayor exposición al mercado estadounidense. Sin embargo, la crisis económica afectó de manera global a la demanda automotriz, por lo que consideramos que la perspectiva de VW pudiera tener acciones positivas en sus calificaciones (y en consecuencia las de VW Leasing) en la medida de que mejoren las condiciones en el mercado automotriz europeo para el 2010, en el que VW tiene su mayor exposición (53.6% de las ventas), y fortalecer su posición financiera.

## Factores de Crecimiento y Mejoría

Los siguientes factores podrían permitir a la empresa aumentar sus ingresos, incrementar sus márgenes de rentabilidad, modificar positivamente el perfil de su deuda y por lo tanto, mitigar los riesgos que enfrenta mejorando su perspectiva crediticia.

**La ejecución exitosa de su estrategia de fondeo pudiera aumentar los márgenes de rentabilidad de VW Leasing.** Actualmente, la prioridad de la compañía consiste en minimizar sus gastos financieros, con el objetivo de ofrecer financiamientos competitivos que fomenten el uso de sus servicios. Dentro de las opciones de fondeo con las que cuenta la compañía, destaca el fondeo de mercado (bancario y bursátil). Con el objetivo de incrementar sus márgenes, la compañía amplió su programa de deuda bursátil de \$10,000mdp hasta \$15,000mdp con la finalidad de contar con la opción de incrementar su monto en circulación de ser conveniente.

**Mejorar sinergias con VW México.** Si bien en el largo plazo las actividades de financiamiento serán realizadas por VW Bank, el otorgamiento de créditos por parte de VW Leasing depende en gran medida del crecimiento de las ventas de VW México, por lo que el trabajo conjunto entre el negocio automotriz y la oferta financiera es indispensable para ofrecer soluciones complementarias. Actualmente, VW Leasing trabaja de manera conjunta con VW México, estableciendo sinergias en publicidad, atención a clientes (CRM) y programas de capacitación, entre otros esfuerzos corporativos.

A continuación se describen los planes estratégicos para cada unidad de negocio:

- **Arrendamiento.** La empresa considera que esta división será la mayor generadora de ingresos durante los próximos años, por lo que esta implementando una estrategia que consiste en el lanzamiento de nuevos productos de arrendamiento con la no penalización por pago anticipado y con plazos más largos de amortización; así como atractivos planes con seguro financiado, tasa 0% de intereses y financiamiento para la venta de autos usados. Al mismo tiempo existió una mejora en el plan para incentivos a concesionarias y personal de ventas (comisiones competitivas).
- **Créditos al Menudeo y Mayoreo.** Luego del inicio de las operaciones de VW Bank México, VW Leasing tiene contemplado dejar el negocio de financiamiento a medida de que venza su cartera para enfocarse en su negocio de arrendamiento.
- **Otros negocios.** Otra fuente de ingresos para VW Leasing son las comisiones por la venta de seguros y la venta de automóviles usados. En cuanto al primer grupo, estos ingresos se encuentran muy relacionados al otorgamiento de créditos al menudeo por lo que consideramos que su potencial de crecimiento se verá muy limitado en el futuro. Mientras que la venta de automóviles usados está ligada al arrendamiento.

**Estrictos criterios de originación para mejorar calidad de la cartera.** VW Leasing cuenta con estrictos filtros para aceptar la solicitud de crédito. Con el objetivo de mitigar su exposición al riesgo de crédito, VW Leasing hace firmar a los acreditados un contrato que tiene como garantía el vehículo financiado (la compañía cuenta con la factura del vehículo) y un pagaré por el monto total del crédito. Algunas medidas que la compañía pudiera tomar en cuanto a la originación se refiere son: incrementar el enganche mínimo y disminuir los plazos en los créditos al menudeo, además de eliminar los montos no utilizados de las líneas de crédito a distribuidores. Por otro lado, la compañía esta realizando esfuerzos adicionales para contar con mayor información de los potenciales acreditados, así como mejoras en sus "scores" para poder tomar mejores decisiones.

**Control de cartera vencida.** Consideramos que mejores procesos de cobranza y la venta de cartera vencida pudiera mejorar el flujo, debido a los costos legales y el tiempo que requiere el proceso de cobranza.

**Reactivación del sector automotriz.** Debido a la naturaleza cíclica de la industria automotriz, consideramos que el escenario de una recuperación económica en México podría fortalecer los ingresos de la empresa y mejorar la calidad crediticia de su cartera, ya que los consumidores al observar una mejora en su situación financiera con mayor probabilidad decidirán la compra de un automóvil y optarán por apalancarse.

# Recomendación

## Análisis de Rendimientos y Precios

### VWLEASE 07, VWLEASE 08 y VWLEASE 08-2: AUMENTAR

Considerando nuestra opinión crediticia Estable para VW Leasing así como la garantía incondicional e irrevocable que le otorga VW FS AG, emitimos las siguientes recomendaciones apoyadas en el valor relativo de las emisiones (*relative value*):

Tomando como muestra comparable los bonos quirografarios referenciados a TIIE 28 con una calificación crediticia similar a la que poseen las emisiones de VW Leasing (Aaa.mx), los bonos de VW Leasing se ubicarían por arriba de la curva de las emisiones comparables. Por lo tanto, **recomendamos AUMENTAR la participación en las emisiones VWLEASE 07, VWLEASE 08 y VWLEASE 08-2** ya que ofrecen una sobretasa de mercado muy atractiva, al encontrarse por arriba de la curva de emisiones comparables.

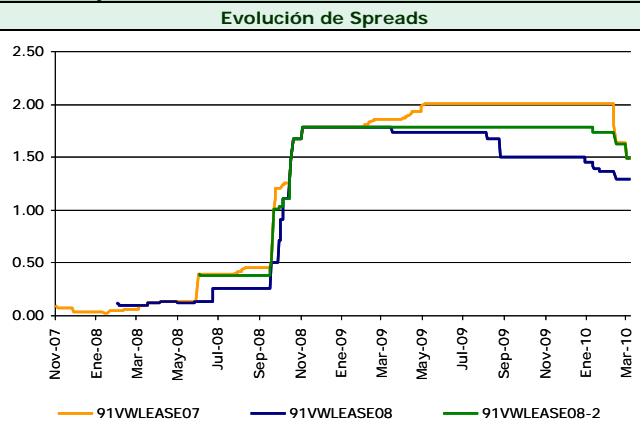
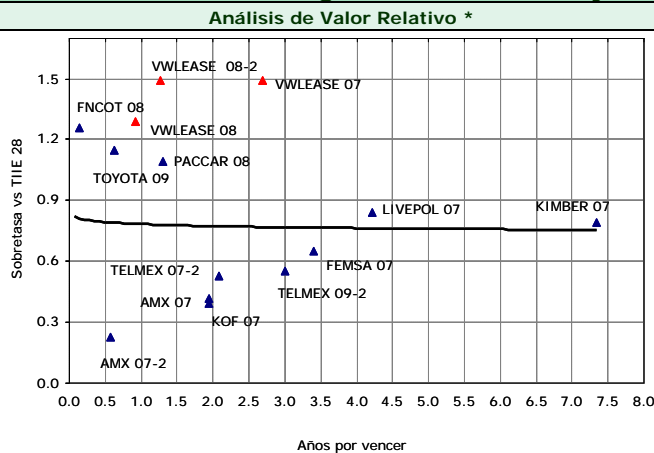
Es importante mencionar que a pesar de la volatilidad que ha existido en el mercado de deuda del sector automotriz, observamos que en los últimos meses no ha existido deterioro en el *spread* de las emisiones de VW Leasing (en el último trimestre se ha observado una disminución en el *spread* de la emisión VWLEASE 08). En el último trimestre, las emisiones VWLEASE 07, VWLEASE 08 y VWLEASE 08-2 han presentado contracciones en los *spreads* de 52pb, 21pb y 30pb, respectivamente.

### Emissiones de VW Leasing – Información de Mercado

Emisión	Días x Vencer	Fecha Venc.	Monto Circ.	Tasa de Interés	VNA	Precio Limpio	Yield (%)	Spread (%)	Variación (pp)		Calificación S&P/Moody's/Fitch	Recomend.
									1 mes	3 mes		
VWLEASE 07	968	23-Nov-12	4,000	TIIE28 + 0.1%	100	96.57	6.41	1.49	-0.52	-0.52	mx AAA / Aaa.mx / nd	Aumentar
VWLEASE 08	331	25-Feb-11	2,000	TIIE28 + 0.1%	100	98.96	6.21	1.29	-0.08	-0.21	mx AAA / Aaa.mx / nd	Aumentar
VWLEASE 08-2	453	27-Jun-11	1,400	TIIE28 + 0.39%	100	98.67	6.41	1.49	-0.25	-0.30	mx AAA / Aaa.mx / nd	Aumentar

Fuente: IXE Grupo Financiero con datos de PIP y calificadoras al 6 de abril de 2010.

### Emissiones de VW Leasing – Análisis Relativo y Evolución de Spreads



Fuente: PIP, al 6 de abril de 2010. \* La muestra comparativa incluye emisiones no estructuradas referenciadas a TIIE de 28 días con una calificación AAA.

# La Compañía

## Descripción

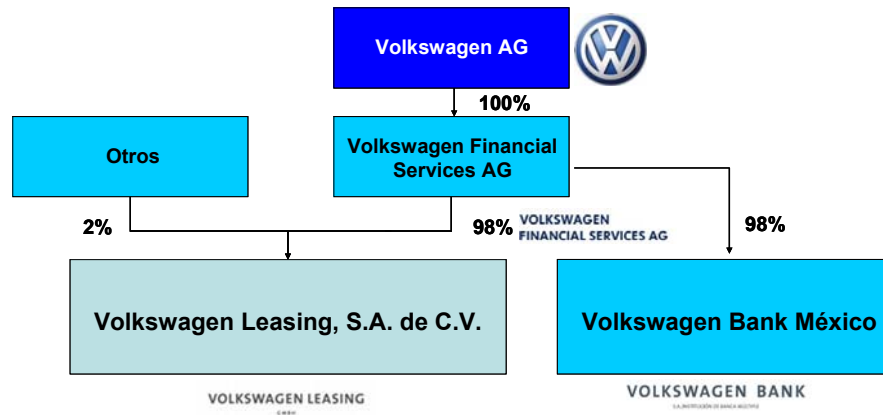
**Volkswagen Leasing S.A de C.V (VW Leasing) es una subsidiaria de Volkswagen Financial Services AG. (VW FS AG).** La actividad principal de la compañía consiste en proporcionar servicios de arrendamiento puro y otorgar financiamiento a las personas físicas y morales que adquieran vehículos de las marcas VW a través de los distribuidores, así como ofrecer préstamos a los propios distribuidores con la finalidad de satisfacer sus necesidades de inventario y capital de trabajo.

Al cierre de diciembre de 2009, VW Leasing cuenta con una cartera total de \$10,524mdp integrada por 91,517 contratos (66,702 son por operaciones de Financiamiento y 24,815 por arrendamiento) y cuenta con 273 distribuidores elegibles y 40 puntos de venta adicionales con presencia en todos los Estados del país. La compañía no posee ningún empleado, ya que los servicios de personal son proporcionados por Volkswagen Servicios, S.A. de C. V. (compañía relacionada).

**Principales Accionistas.** El capital social de VW Leasing está representado por 50 acciones ordinarias con valor nominal de mil pesos. VW FS AG es la tenedora del 98% de las acciones de la compañía y el 2% restante (1 acción) esta en posesión del Lic. Raymundo Carreño del Moral (Director Jurídico y Secretario del Consejo de Administración de VW México). A su vez, Volkswagen Group es dueña del 100% de las acciones de VW FS AG. En cuanto a la política de dividendos se refiere, la compañía no ha decretado el pago de dividendo alguno ni esta considerando hacerlo en los próximos años.

A pesar de que no existe una relación directa entre VW México y VW Leasing, el negocio de Volkswagen Leasing depende sustancialmente de las ventas de VW México.

## Estructura de la División Financial Services



Fuente: Reportes de la compañía, Ixe Grupo Financiero.

**Antecedentes.** En 1992 VW empezó a participar en el mercado de menudeo a través de Volkswagen Financial Services S.A de C.V. La compañía suspendió sus actividades de financiamiento en México durante la crisis económica de 1995 y en 1997, reinició sus operaciones con el nombre de Volkswagen Servicios Financieros. En 2006, se tomó la decisión de crear Volkswagen Leasing absorbiendo el negocio del financiamiento anteriormente realizado por VW Servicios Financieros, constituyéndose la empresa el 18 de septiembre de 2006. El 1º de enero de 2007, VW Leasing adquirió la totalidad del portafolio financiero de VW Servicios Financieros y asumió todos sus pasivos.

**VW Bank México subsidiaria de VW FS AG.** Es importante destacar que VW FS AG, además de ser la matriz de VW Leasing, cuenta con subsidiarias que prestan servicios bancarios directos a clientes privados, incluyendo entre otros, depósitos bancarios. En México, a partir de abril 2008, comenzaron las operaciones de VW Bank México que es la subsidiaria bancaria de VW FS AG. De acuerdo con funcionarios de la compañía, se espera que VW Bank México tome el negocio de financiamiento automotriz al mayoreo y menudeo que anteriormente llevaba VW Leasing.

**VW Leasing S.A de C.V.** A diferencia de empresas financieras de armadoras como NR Finance México, GMAC Mexicana y Ford Credit, VW Leasing se constituyó como una Sociedad Anónima. La empresa menciona que tras un análisis interno concluyeron que la figura de S.A. cuenta con ventajas fiscales debido al giro específico de la compañía (arrendamiento) y el tipo de clientes (personas morales). Adicionalmente, en el momento de la creación de la compañía en el que no se contaba con deuda bursátil, se consideraba como una carga adicional de trabajo en cuanto a regulación se refiere el constituirse como Sofol/Sofom.

### **VW Financial Services AG (matriz de VW Leasing)**

VW Financial Services AG y sus empresas afiliadas cuentan con operaciones en Europa, Asia Pacífico, Norteamérica y Sudamérica. VW FS AG es una empresa que ofrece una amplia gama de servicios que incluyen financiamiento, arrendamiento, seguros y administración de flotillas. VW FS AG cuenta con operaciones en más de 37 países del mundo y a través de sus diversas afiliadas, logró financiar la compra y arrendamiento de 5.1 millones de automóviles y camiones en el 2009.

VW FS AG cuenta con activos a nivel global por 76,431md€ (\$1.32bdp), al cierre del 2009 la compañía registró una utilidad operativa de 606md€ (\$10,483mdp) que representó una caída de 32.1% en comparación con el 2008.

### **VW AG**

VW es la segunda armadora con mayores ventas a nivel global. En 2009, sus ventas ascendieron a 6.3 millones de unidades, lo que representó un aumento de 0.6% respecto al 2008. Sin embargo, los ingresos totales disminuyeron 9.3% en el mismo periodo, ascendiendo a 93,041md€ (\$1.61 bdp). A pesar de que el mercado automotriz global se contrajo 7.7% en 2009, VW aumentó su participación aproximadamente 100pb para obtener el 11.3% del mercado global. VW espera que los niveles de ganancias para el 2010 sean inferiores a las de los años anteriores.

### **Productos de VW Leasing**

La compañía ofrece servicios de arrendamiento puro y otorga financiamiento a través de préstamos al menudeo y créditos a los distribuidores de VW en México. El producto más importante de la compañía es el arrendamiento puro, el cual tiene un plazo de entre 6 y 36 meses. El arrendamiento de los automóviles representa el 34.1% de los ingresos totales registrados durante 2009 (\$1,452mdp). Derivado de estas actividades también se encuentra la venta de los autos usados tras el vencimiento del contrato de arrendamiento. En 2009, las ventas de estos automóviles representaron cerca de 25.8% de los ingresos totales (\$1,096 mdp).

En cuanto al financiamiento al menudeo respecta, la compañía ofrece los productos Credit, Crediastrena y Flotillas, los cuales en su conjunto generan el 24.4% de los ingresos totales de la compañía, ascendiendo a \$1,014mdp, mientras que los créditos al mayoreo se dividen en el programa de Plan Piso (para la adquisición de vehículos nuevos) y de Capital de Trabajo (para adquisición de refacciones y vehículos usados). Durante 2009, los ingresos por concepto de créditos al mayoreo representaron el 16.9% de los ingresos totales ascendiendo a \$692mdp (para mayor detalle ver "Anexo 1. Productos", página 12).

## FORTALEZAS, RIESGOS Y SECTOR

El cuadro adjunto describe las principales fortalezas que VW Leasing posee, los riesgos que enfrenta y nuestras expectativas con respecto al sector en que se desenvuelve:

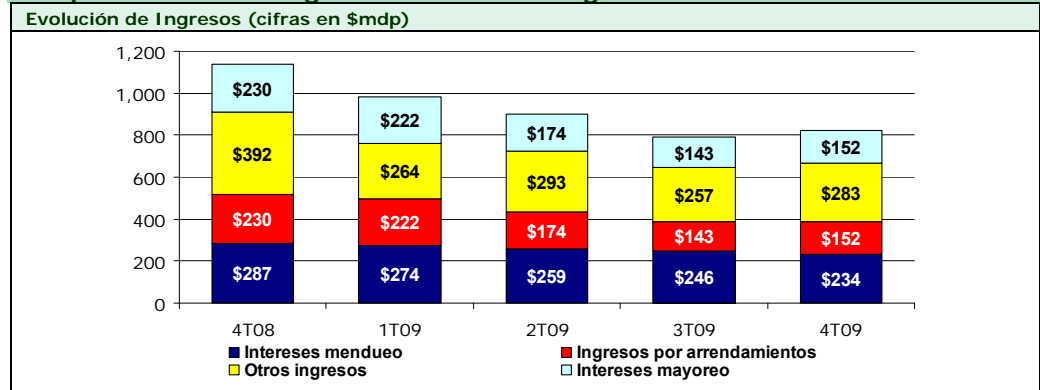
Análisis de Fortalezas y Riesgos; Perspectiva Sectorial de VW Leasing	
Fortalezas	Riesgos
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Garantía incondicional e irrevocable otorgada por su casa matriz.</b> Las emisiones de VW Leasing cuentan con una garantía incondicional e irrevocable de su controladora Volkswagen Financial Services Aktiengesellschaft (VW FS AG).</li> <li>• <b>VW Leasing es subsidiaria indirecta de VW.</b> VW es una de las armadoras más fuertes a nivel global, con ventas en el 2009 de 6.3 millones de unidades, situándose como la segunda armadora a nivel mundial con mayor participación de mercado</li> <li>• <b>Sólidas posición de VW México en el mercado nacional.</b> VW México cuenta con una participación de 15.7% en el mercado mexicano (ventas anuales en 2009 de 118,504 unidades), lo que representa un aumento de 219pb en su participación con respecto al nivel registrado en 2008 y consolidando su tercer lugar en ventas. Es importante mencionar que VW Leasing otorgó financiamiento al 22.1% de los vehículos vendidos por VW México.</li> <li>• <b>VW Leasing cuenta con un nicho cautivo en sus distribuidores.</b> VW Leasing financió el 85% de los vehículos adquiridos por los distribuidores VW en México. Adicionalmente, en 2008, el 71% de los distribuidores elegibles hicieron uso de sus líneas de crédito para capital de trabajo.</li> <li>• <b>Cuenta con un portafolio diversificado.</b> La compañía actualmente cuenta con 3 fuentes de ingresos principales, los ingresos derivados de los créditos que otorga al menudeo y al mayoreo, los ingresos resultantes de sus operaciones de arrendamiento puro y la venta de los automóviles previamente arrendados.</li> <li>• <b>Diversificación de clientes.</b> Alrededor del 41.3% de sus ingresos proviene de sus operaciones de créditos al menudeo y mayoreo, actividades en las que ningún cliente representa una ponderación sobresaliente de sus ingresos.</li> <li>• <b>Líneas de crédito bancaria disponibles no utilizadas por \$6,000mdp y respaldo financiero de su matriz VW FS AG.</b> La compañía tiene acceso a fondeo bancario y de empresas relacionadas, por lo que en un escenario adverso podría enfrentar sus obligaciones haciendo uso de dichas líneas.</li> <li>• <b>Apetito por la deuda de la compañía.</b> Hemos observado que existe un considerable apetito por parte de los inversionistas a las colocaciones de corto plazo de VW Leasing (exceso de posturas superior al 121.9%), lo que le otorga a la compañía flexibilidad en su fondeo.</li> <li>• <b>Diversificación en sus fuentes de fondeo.</b> Con el objetivo de minimizar su costo de fondeo, la compañía se financia a través de préstamos de compañías afiliadas, créditos bancarios y por emisiones de certificados bursátiles colocados entre el público inversionista.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Disminución en la venta de vehículos de VW.</b> Una mayor caída en ventas de VW pudiera afectar de manera considerable los resultados operativos y financieros de VW Leasing, ya que el 99.7% de los automóviles que financia son de la marca VW.</li> <li>• <b>Potencial huelga de VW México.</b> Existe la posibilidad de que se presente una huelga en VM México, la cual en el caso de prolongarse, pudiera afectar la producción y distribución de vehículos, pudiendo indirectamente perjudicar las operaciones de VW Leasing.</li> <li>• <b>Modificación en líneas de negocio.</b> El Grupo Volkswagen ha constituido un banco en México, entre cuyos objetivos se incluye otorgar financiamiento para adquisición de automóviles de las marcas VW y captar depósitos e inversiones del público en general. Por lo anterior, algunas líneas de negocio de VW Leasing serán asumidas por el mencionado banco, enfocándose VW Leasing a sus actividades de arrendamiento puro. Por lo anterior, los ingresos de la compañía dejarán de contar con el nivel de diversificación que actualmente poseen.</li> <li>• <b>Aumento en cartera vencida.</b> La cartera vencida podría aumentar hasta alcanzar niveles que pudieran afectar la operación de la compañía. Actualmente, la cartera vencida asciende a 3.3%, pudiendo incrementarse en caso de que permanezcan las presiones sobre la situación financiera de los clientes. Adicionalmente, la posible venta de cartera a VW Bank México pudiera tener un efecto adverso en la cartera de VW Leasing, al quedarse con la cartera con menor calidad.</li> <li>• <b>Reservas crediticias pudieran llegar a ser insuficientes.</b> Actualmente, la compañía determina las reservas crediticias calculando el 1.5% de los créditos de menudeo y arrendamientos puros y el 0.5% de los créditos de mayoreo. Al cierre del 4T09, las reservas preventivas equivalían a \$287 mdp. Debido a que los riesgos crediticios son la contingencia más importante que pudiera presentarse para la compañía, es necesario tener cuidado con crecimientos en cartera vencida.</li> <li>• <b>Descalce de activos y pasivos.</b> VW Leasing mantiene la estrategia de refinanciar las diferencias de descalce entre activos y pasivos estableciendo créditos con vencimientos correspondientes. Por lo anterior, en el caso de que la deuda no se pueda refinanciar, la compañía pudiera enfrentar un problema de liquidez de corto plazo.</li> <li>• <b>Costos para ejercer la garantía.</b> En el caso de insolvencia por parte de VW Leasing, es necesario considerar que el procedimiento legal relacionado con la ejecución de la Garantía Incondicional e Irrevocable que otorga VW FS deberá iniciarse ante los tribunales de Alemania, siguiendo las normas procesales de ese país.</li> </ul>
Análisis Sectorial	
Aspectos Positivos	Aspectos Negativos
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>La industria automotriz es cíclica</b> por lo que en el escenario de una recuperación económica, se esperaría una mejora en las condiciones del sector y el desempeño de la compañía.</li> <li>• <b>Papel relevante en la economía.</b> El sector automotriz juega un rol importante en la economía mexicana ya que genera aproximadamente el 3.3% del PIB, 3% del empleo total en el sector formal y 6% de las remuneraciones totales también a nivel nacional, por lo que no se descartan apoyos gubernamentales adicionales a los que se han otorgado a las empresas del sector.</li> <li>• <b>El financiamiento automotriz es un mercado relevante.</b> Entre los años 2000 y 2005, el porcentaje de ventas de automóviles realizadas vía financiamiento se duplicó, debido a la estabilidad financiera y a la mayor participación del sector bancario y de financiamiento automotriz. Actualmente, aproximadamente el 57% de las ventas de automóviles se realizan vía financiamiento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Incremento en la competencia.</b> El financiamiento bancario ha crecido de manera significativa en el negocio de préstamos automotrices al menudeo durante los últimos años ya que de representar únicamente el 1% del mercado en 1999, aumentó a 33% en 2008. El incremento en la participación de los bancos y de las empresas de autofinanciamiento, podría afectar la posición competitiva y por consiguiente, los resultados operativos y financieros de VW Leasing (cuentan con el 7.4% del mercado). Es importante resaltar también el alto dinamismo de las empresas que otorgan esquemas de autofinanciamiento. Por lo anterior, la participación en general de las financieras de armadoras han tenido una contracción del 2005 al 2009 de 440pb registrando el 54.4% del mercado.</li> <li>• <b>Importación libre de aranceles de vehículos usados.</b> La importación sin aranceles de vehículos usados pudiera seguir inhibiendo la compra de autos nuevos y por lo tanto, la demanda de financiamiento.</li> </ul>

Fuente: Ixe Grupo Financiero.

## RESUMEN FINANCIERO Y COMPARATIVOS

**Los ingresos de la compañía disminuyeron 15.2% respecto al 4T08, ascendiendo a \$1,056mdp.** Durante el 4T09, los ingresos de VW Leasing estuvieron compuestos de la siguiente manera: a) 36.7% (\$387mdp) fueron generados por el negocio de arrendamiento puro; b) 22.2% (\$234mdp) derivados del otorgamiento de créditos, tanto al mayoreo como al menudeo; y c) 41.1% (\$435mdp) correspondieron a la venta de automóviles usados y las comisiones por venta de seguros. Los ingresos por actividades de financiamiento disminuyeron 25.3% debido a la migración paulatina de estas operaciones a VW Bank y la disminución en la demanda de autos nuevos, la venta de automóviles nuevos registró una caída de 27.8%, mientras que el fortalecimiento de las actividades de arrendamiento por parte de la compañía se vio reflejado en un incremento de 14.7% en los ingresos.

### Composición de los ingresos de VW Leasing



Otros Ingresos corresponden a los ingresos obtenidos por la compañía de la venta de los autos arrendados y comisiones por venta de seguros. Fuente: Ixe Grupo Financiero con información de Estados Financieros de VW Leasing al 4T09.

**Costos disminuyen pero gastos administrativos se incrementan.** El costo integral de financiamiento se situó en \$804mdp y registró una baja de 19% en comparación con el 4T08 como resultado de la caída de 43.1% en los gastos financieros debido a la disminución en los costos de fondeo. No obstante, en el mismo lapso se observó un aumento de 12.9% en los gastos administrativos, los cuales ascendieron a \$78mdp. Sin embargo, la eficiencia operativa (Gastos Administrativos 12M / Activos) mejoró al pasar de 1.77% a 1.74% debido entre otros factores, al incremento en comisiones a los promotores.

**Flujo operativo\* registró una caída de 28.0%.** El flujo operativo del 4T09 disminuyó 28.0% con respecto al mismo periodo del año anterior para ubicarse en \$159.4mdp. Sin embargo, debido al incremento en las operaciones de arrendamiento, el flujo operativo anual ascendió a \$601mdp, comparándose positivamente con los \$464mdp registrados en 2008.

\* Flujo Operativo es igual a la Utilidad Operativa más Partidas Virtuales (Estimaciones Preventivas y Depreciación) menos el CAPEX para la adquisición de unidades nuevas a ser arrendadas.

**Disminución en la cartera neta por operaciones de VW Bank México.** La cartera neta disminuyó 19.1% con respecto al 4T08 ubicándose en \$10,237mdp como consecuencia del incremento en las operaciones de VW Bank México, empresa relacionada que inició operaciones en el 2008 y ha ido captando parte del negocio de financiamiento al menudeo de VW Leasing.

**Cartera vencida en aumento.** Al cierre del 4T09, la cartera vencida representó el 3.28% de la cartera total, lo que implicó un incremento de 139pb con respecto al nivel registrado al cierre del 4T08. Debido a lo anterior y con el propósito de mantener sus niveles de cobertura, las estimaciones preventivas aumentaron 46% a \$287mdp, sin embargo, es importante mencionara que la cobertura de cartera vencida se ubica en 83% y se compara negativamente con el promedio del sector (173%). De acuerdo con funcionarios de VW Leasing, la compañía se encuentra en proceso de modificar la metodología utilizada para calcular sus provisiones con el objeto de mejorar su cobertura y tener una cifra más apegada al entorno actual, ya que a la fecha se determina como un porcentaje sobre el monto de la cartera total.

**Automóviles arrendados en ascenso.** Al 4T09, los automóviles en arrendamiento ascendieron a \$3,198mdp y representaron el 19.3% de los activos totales, lo que implicó un aumento de 15.9% con respecto al nivel registrado al cierre de 2008. Es importante destacar que el número de contratos de arrendamiento aumentó 11.2% contra el 1T09, situándose en 24,815.

**La deuda total aumentó 8.5% al pasar a \$11,997mdp al cierre del 4T09 desde \$11,053mdp en diciembre de 2008.** Sin embargo, durante este mismo periodo, el capital contable de VW Leasing aumentó 50.4% (de \$653mdp a \$982mdp), principalmente como resultado del traspaso de las utilidades obtenidas en 2008 (\$456mdp) que fue parcialmente compensado por una pérdida de \$127mdp en el valor de mercado (*mark to market*) del

portafolio de instrumentos derivados de la empresa. De esta forma, el apalancamiento (Pasivo/Capital) obtuvo una mejoría al pasar a 13.5x desde 23.6x.

Vale la pena mencionar, que la compañía ha contratado con diversas instituciones de crédito Swaps de tasa de interés; la finalidad que persiguen dichos contratos es proporcionar una cobertura fijando la tasa de interés ante la eventualidad de una alta volatilidad de las mismas, por lo que no representan un riesgo considerable.

**Análisis de Comparables.** Efectuamos un análisis de los principales indicadores financieros de VW Leasing contra instituciones de financiamiento automotriz. La muestra comparativa estuvo integrada por GMAC Mexicana, NR Finance México, Ford Credit México y Toyota Financial Services de México, sin embargo, es importante mencionar que la muestra no es del todo comparable ya que la mayor parte de los ingresos de VW Leasing provienen del arrendamiento puro y posterior venta de los vehículos usados (63.5%), mientras que las instituciones financieras se dedican al otorgamiento de créditos, actividad que requiere un nivel de apalancamiento menor en comparación con el arrendamiento. A continuación se muestran los principales resultados de nuestro análisis:

**Análisis Comparables de VW Leasing (cifras al cierre de 4T09)**

	VW Leasing	Promedio Muestra
Cartera Vencida (%)	3.28%	3.11%
Cobertura CV (x veces)	0.83x	1.73x
Índice de Capitalización	6.9%	17.8%
Eficiencia Operativa**	1.7%	1.8%
ROA	3.2%	1.4%
Margen Financiero / Ingresos 12M	23.8%	33..6%

Fuente: Reportes Anuales, Ixe Grupo Financiero. \*\*Eficiencia Operativa=Gastos Administrativos/Activos

**Ventas de VW MEXICO**

Al cierre del 2009, VW México vendió 118,504 unidades en el país, representando una disminución de 14.4% con respecto al 2008, la cual fue inferior a la reducción de 26.4% registrada en las ventas totales del mercado (754,918 en 2009 vs. 1,025,520 en 2008). En consecuencia, VW México ha incrementado su participación de mercado en 219pb, alcanzando el 15.7% del total de las ventas en México y posicionándose en el tercer lugar, por debajo de Nissan y GM que poseen participaciones de 20.7% y 18.3%, respectivamente.

## Anexo 1. Productos

La Compañía proporciona servicios de arrendamiento puro y otorga financiamiento a través de Préstamos al Menudeo y Créditos al Mayoreo, además de facilitar a sus clientes la contratación de seguros. A continuación se explica de manera breve los productos que ofrece VW Leasing.

### Descripción de Productos de VW Leasing

Producto	Nombre	Descripción	Ingresos	Nota
Crédito al Menudeo	Credit	Préstamo para la adquisición de automóviles nuevos marca VW con un enganche mínimo del 20% del valor de la unidad y pagos mensuales fijos con plazos de 6 hasta 36 meses. Existen variantes como el Plan Credit con Pagos Irregulares y el Credit Seminuevos.	<p>La cartera de Créditos al Menudeo constaba de 32,683 préstamos al cierre del 4T09 con un saldo insoluto de principal equivalente a \$5,712mdp. La cartera contaba con un plazo promedio a vencimiento de 36 meses.</p> <p>Durante 2009, los ingresos por créditos al menudeo representaron el 24.4% de los ingresos totales ascendiendo a \$1,014mdp.</p>	En el 2009 los gastos financieros por concepto de intereses fueron de \$1,103mdp, lo que representa el 35.3% del Costo Integral de Financiamiento o el equivalente al 26.9% de los ingresos totales al 4T09.
	Crediestrena	Este programa contempla un enganche de 25% del valor de la unidad, pagos fijos de 12 a 39 meses y un pago final de entre el 20% y 35% del monto del crédito. Este programa permite al cliente que al final del plazo venda su automóvil, liquidar el pago final y utilizar el remanente como enganche para adquirir un automóvil nuevo, fomentando su renovación cada 2 ó 3 años.		
	Flotillas	En compras de 5 o más unidades, el plan consiste en enganches del 15% del valor de las unidades financiadas y pagos mensuales de 6 a 48 meses. Las tasas de interés son fijas.		
Crédito al Mayoreo	Plan Piso	Es el financiamiento otorgado a Distribuidores Elegibles para la adquisición de vehículos nuevos a VW México. VW Leasing mantiene líneas de crédito abiertas a los Distribuidores Elegibles y las disposiciones realizadas al amparo de dichas líneas son pagaderas una vez que las unidades son vendidas al público en general. Los créditos devengan intereses a tasas asignadas de acuerdo con la calificación de los Distribuidores y tienen un plazo máximo de un año.	<p>Al cierre del 2009, la Compañía contaba con Créditos al Mayoreo en Plan Piso con el 100% de los Distribuidores Elegibles, quienes en promedio utilizaron el 71% del total de sus líneas de crédito vigentes. El saldo insoluto de principal de los mencionados Créditos al Mayoreo era de \$4,196mdp.</p> <p>Al cierre del 2008, VW Leasing contaba con Créditos al Mayoreo de Capital de Trabajo vigentes con todos los Distribuidores Elegibles, los cuales utilizaron en promedio el 92% del total de sus líneas de crédito asignadas. El saldo insoluto de principal de los mencionados Créditos al Mayoreo a dicha fecha era equivalente a \$1,843mdp, con garantías con un valor equivalente a \$3,223 millones.</p> <p>En 2009, los ingresos por concepto de créditos al mayoreo representaron el 16.9% de los ingresos totales, ascendiendo a \$692mdp</p>	
	Capital de Trabajo	Es el financiamiento otorgado a Distribuidores Elegibles para la adquisición de refacciones y vehículos usados, el cual consiste en una línea de crédito revolvente que contempla pagos mensuales de intereses y de capital a un plazo máximo de 360 días.		
Arrendamiento Puro		<p>Ofrece la posibilidad de arrendar vehículos de las marcas de VW. Este producto ofrece ventajas como la deducción fiscal de las rentas mensuales</p> <p>Los arrendamientos puros pueden tener plazos de entre 6 y 36 meses.</p>	<p>Al 4T09, la cartera consistía de 24,815 contratos de arrendamiento puro que representaban \$2,020mdp en rentas por devengar (sin incluir el valor residual).</p> <p>Durante 2009, el arrendamiento representó el 34.1% de los ingresos totales, al ascender a \$1,452mdp.</p>	Los costos relacionados con el arrendamiento y venta de autos usados ascendieron a \$1,973mdp, representando el 60.8% de los costos totales incurridos por VW Leasing en 2009.
Otros Productos		La compañía cuenta con ingresos adicionales derivados de la venta de autos usados, comisiones por venta de seguros y penalizaciones por extensión de contratos entre otros.	Estos productos representaron el 25.8% de los ingresos totales obtenidos durante 2009, alcanzando los \$1,096mdp.	

Fuente: Ixe Grupo Financiero con información del Reporte Anual 2008 y del 4T09 de VW Leasing.

## Anexo 2. Metodología de Recomendación

La Metodología desarrollada por Análisis de Deuda IXE parte de tres criterios esenciales:

### 1. El "**Fundamento**" (¿en qué invertir?)

En el "**Fundamento**" se analiza el riesgo crediticio del emisor y/o la fortaleza de la estructura de pago de la emisión. Dicho análisis se resume en las **Opiniones Crediticias** definidas por el área de Análisis de Deuda IXE. **Las Opiniones Crediticias NO pretenden ser una calificación crediticia sino que parten de un análisis interno cuyo fin es orientar al inversionista sobre la capacidad de pago y flexibilidad financiera del emisor/emisión.**

Las Opiniones Crediticias utilizadas en el Análisis de Deuda Privada de IXE significan:

- **Sobresaliente:** El resultado de la empresa y/o fideicomiso puede considerarse como histórico y no hay signos de debilidad que obstaculicen un crecimiento saludable en el largo plazo. Indicadores por arriba del sector.
- **Bien:** Los resultados se encuentran por encima de las expectativas. La fortaleza tanto operativa como financiera nos permite mantener las expectativas de funcionalidad en el largo plazo. Casi todos los indicadores se encuentran por arriba del sector.
- **Estable:** Algunos resultados se encuentran por encima de las expectativas, y dan evidencia del saludable desempeño y entorno actual de la empresa y/o fideicomiso. Algunos indicadores se encuentran por arriba del sector.
- **Vulnerable:** Los resultados son aceptables, no obstante han sufrido deterioro en algunos indicadores. No hay evidencia suficiente de que la fortaleza financiera y operativa podrá ser afectada en el corto plazo. Algunos indicadores se encuentran por abajo del sector.
- **Pobre:** Los resultados están por debajo de las expectativas y dan evidencia de debilidades que no podrán ser corregidas en el corto ni en el mediano plazo. Los indicadores se deterioran y tienen perspectiva de seguir por debajo del sector.

### 2. El "**Valor Relativo**" ¿cuándo invertir?

Independientemente de la estrategia de tasas fijas, udizadas y revisables, nuestra metodología incorpora un análisis del **Valor Relativo vs. Opinión Crediticia** de la empresa. Trimestralmente se cruza la información de la Opinión Crediticia vs. el spread o premio<sup>1</sup> que pagan las emisiones comparables en tasa y calificación, sustentando las recomendaciones<sup>2</sup> de "AUMENTAR", "MANTENER" o "DISMINUIR".

Las definiciones de **Sobresaliente** y **Bien** incorporan una posible mejora en la calidad crediticia de la emisión/emisor por lo que técnica y teóricamente la recomendación sería **AUMENTAR** en la mayoría de los casos, en vista de que el spread de la emisión podría disminuir al mejorar el riesgo crediticio, repercutiendo en una plusvalía de la posición.

La definición **Estable** supone estabilidad en la calidad crediticia del emisor/emisión por lo que no se esperarían cambios importantes en el precio de las emisiones, fortaleciendo nuestra recomendación de **MANTENER**. Sin embargo en esta Opinión Crediticia, el análisis de "relative value" será el ponderador de la recomendación. Es decir, considerando estabilidad en el riesgo crediticio de emisiones comparables, técnicamente la recomendación sería **AUMENTAR** cuando la emisión muestre un rendimiento superior a la curva de emisiones comparables, por otra parte sería **DISMINUIR** si la emisión cuenta con un rendimiento por debajo de la curva.

Las definiciones **Vulnerable** y **Pobre** parten de una perspectiva negativa del emisor/emisión y/o industria que podrían resultar en un deterioro de la calidad crediticia provocando un efecto adverso en el precio, por lo que técnica y teóricamente la recomendación sería **DISMINUIR**.

### 3. La "**Diversificación**" ¿cuánto invertir?

Al tener los títulos de deuda un riesgo específico a su nivel de calificación, si se desea mantener rendimientos sostenibles en el tiempo debe de existir **Diversificación**.

Análisis de Deuda Privada ha diseñado un portafolio modelo, "IXECartera" cuyo horizonte de inversión es de largo plazo (más de un año). La diversificación con la que cuenta es no exceder un 9% en un emisor quirografario con calificación en escala nacional 'AAA', 7% para un emisor 'AA' y un 5% en un emisor 'A'. Estas ponderaciones son un poco más flexibles vs. las afores al considerar la poca oferta que existe en el mercado y que es un portafolio exclusivamente de Deuda Privada. Asimismo, el porcentaje de activos total con calificación en escala nacional 'AAA' puede ser hasta del 100%, 'AA' hasta del 50% y 'A' hasta del 20%, igual que las Siefores. Cabe señalar que IXECartera parte de un perfil de inversión "balanceado" y nivel de conocimiento "moderado" (existen portafolios "conservador", "balanceado" y "crecimiento").

<sup>1</sup> Spread o Premio que publica el proveedor de precios. En este caso se utiliza PIP (Proveedor Precios Integral de Precios).

<sup>2</sup> Las recomendaciones se sustentan en un perfil de riesgo de cliente institucional adverso al riesgo (Siefores). En algunas ocasiones, se proporciona una segunda recomendación considerando un perfil de riesgo especulativo. Asimismo, pueden aplicar o no dependiendo de la liquidez de los bonos y parten del supuesto de que los precios y rendimiento de las emisiones no han descontado ningún efecto de "upgrade" o "downgrade".

## Anexo 3. Directorio

	Sector	Teléfono	E-mail
<b>IXE MEXICO ANÁLISIS (IXE)</b>			
Carlos Ponce Bustos	Director General Adjunto de Análisis	+5255 5268 9963	<a href="mailto:cponce@ixe.com.mx">cponce@ixe.com.mx</a>
<b>IXE ANÁLISIS DE DEUDA (IXE)</b>			
Judith Verdejo Sanjuan	Director de Análisis de Deuda	+5255 5268 9803	<a href="mailto:jverdejo@ixe.com.mx">jverdejo@ixe.com.mx</a>
Miguel Ángel Aguayo Negrete	Subdirector de Análisis de Deuda	+5255 5268 9804	<a href="mailto:maguayo@ixe.com.mx">maguayo@ixe.com.mx</a>
René Javier Robles Moctezuma	Analista	+5255 5268 9810	<a href="mailto:rjrobles@ixe.com.mx">rjrobles@ixe.com.mx</a>
Michel Gálvez Bautista	Analista	+5255 5268 9811	<a href="mailto:mgalvez@ixe.com.mx">mgalvez@ixe.com.mx</a>
Tania Abdul Massih Jacobo	Analista Jr.	+5255 5004 1405	<a href="mailto:tabdulmassih@ixe.com.mx">tabdulmassih@ixe.com.mx</a>
Mario Alberto Jaimes Terán	Analista Jr.	+5255 5004 1340	<a href="mailto:mjaimes@ixe.com.mx">mjaimes@ixe.com.mx</a>
Marco Antonio Villalpando Arzamendi	Analista Jr.	+5255 5004 1175	<a href="mailto:mvillalpando@ixe.com.mx">mvillalpando@ixe.com.mx</a>
<b>IXE ANÁLISIS BURSÁTIL (IXE)</b>			
Carlos Alberto González Tabares	Subdirector Análisis y Estrat. Bursátil	+5255 5268 9927	<a href="mailto:crgonzalez@ixe.com.mx">crgonzalez@ixe.com.mx</a>
Manuel Jiménez Zaldivar	Telecomunicaciones y Medios	+5255 5004 1275	<a href="mailto:mjimenezza@ixe.com.mx">mjimenezza@ixe.com.mx</a>
Rodrigo Heredia Matarazzo	Siderúrgico / Minero	+5255 5268 9000 x 48029	<a href="mailto:rheredia@ixe.com.mx">rheredia@ixe.com.mx</a>
Raquel Moscoso Armendariz	Alimentos / Comercio / Químico	+5255 5268 9000 x 48028	<a href="mailto:rmoscoso@ixe.com.mx">rmoscoso@ixe.com.mx</a>
Ana Paula Pedroni Quintanar	Bebidas	+5255 5268 9000 x 48499	<a href="mailto:apedroni@ixe.com.mx">apedroni@ixe.com.mx</a>
Patricio Rivera Torres Burillo	Aeropuertos / Cemento	+5255 5268 9000 x 48066	<a href="mailto:priveratorres@ixe.com.mx">priveratorres@ixe.com.mx</a>
Christian Papayanopulos García	Vivienda / Construcción	+5255 5268 9000 x 48227	<a href="mailto:cpapayan@ixe.com.mx">cpapayan@ixe.com.mx</a>
Claudia Quirós Salinas	Asistente	+5255 5268 9000 x 48062	<a href="mailto:clquiros@ixe.com.mx">clquiros@ixe.com.mx</a>
Astianax Cuanalo Dorantes	Subdirector Sistemas	+5255 5268 9967	<a href="mailto:acuano@ixe.com.mx">acuano@ixe.com.mx</a>
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Analista	+5255 5268 9000 x 48061	<a href="mailto:larivas@ixe.com.mx">larivas@ixe.com.mx</a>
Daniel Sánchez Uranga	Editor México	+5255 5268 9000 x 48374	<a href="mailto:dsanchezur@ixe.com.mx">dsanchezur@ixe.com.mx</a>
<b>IXE MEXICO ECONOMÍA (IXE)</b>			
Manuel Guzmán Moreno	Economista en Jefe	+5255 5268 9958	<a href="mailto:mguzman@ixe.com.mx">mguzman@ixe.com.mx</a>
Luis Arturo Flores Sánchez	Economista Senior	+5255 5268 9000 x 48024	<a href="mailto:lfloressa@ixe.com.mx">lfloressa@ixe.com.mx</a>
Lucía Emanuela Martín Rivero	Analista	+5255 5268 9000 x 48025	<a href="mailto:lmartin@ixe.com.mx">lmartin@ixe.com.mx</a>
Janeth Quiroz Zamora	Analista	+5255 5268 9900 x 48225	<a href="mailto:jquiroz1@ixe.com.mx">jquiroz1@ixe.com.mx</a>
Rosa María Negrete Guerra	Asistente	+5255 5268 9000 x 48069	<a href="mailto:ronegrete@ixe.com.mx">ronegrete@ixe.com.mx</a>
<b>ADMINISTRACIÓN DE PORTAFOLIOS</b>			
Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Operaciones	+5255 5268 9913	<a href="mailto:mariosanchez@ixe.com.mx">mariosanchez@ixe.com.mx</a>
Diego Tarrats Guerrero	Trader	+5255 5268 9914	<a href="mailto:dtarrats@ixe.com.mx">dtarrats@ixe.com.mx</a>
<b>VENTAS INSTITUCIONALES</b>			
Luis Armando Álvarez Ruiz	Director General Adjunto de Ventas Institucionales y Admon. Activos	+5255 5268 9000 x 47010	<a href="mailto:lavarez@ixe.com.mx">lavarez@ixe.com.mx</a>
Domingo Díaz Noriega	Director de Inversiones	+5255 5268 9000 x 48021	<a href="mailto:domingod@ixe.com.mx">domingod@ixe.com.mx</a>

### Despliegado del analista y accesos importantes del informe:

Los analistas mencionados en este informe certifican por este medio que: 1) Todas las opiniones reflejan exactamente sus opiniones personales sobre los valores o emisores - empresas; y 2) No hay parte de remuneración asociada con sus ingresos relacionada directamente o indirectamente con las recomendaciones o las opiniones específicas expresadas en su análisis u opinión.

Los datos incluidos provienen de fuentes consideradas como fidedignas, sin embargo, IXE Casa de Bolsa no se hace responsable por la veracidad de los mismos. Las opiniones aquí incluidas no implican garantía de los criterios utilizados, ni sugerencias para comprar o vender valores. Prohibida la reproducción total o parcial sin el consentimiento de los editores.



**IXE** *Grupo Financiero*

Los datos incluidos provienen de fuentes consideradas como fidedignas, sin embargo **Ixe Casa de Bolsa** no se hace responsable por la veracidad de los mismos. Las opiniones aquí incluidas no implican garantía de los criterios utilizados, ni sugerencias para comprar o vender valores. Prohibida la reproducción total o parcial sin el consentimiento de los editores. Si desea recibir regularmente este material, solicítelo a su ejecutivo de Cuenta.

.....

**• Ixe Banco • Automotriz • Casa de Bolsa • Fincasa • El Banco de Uno**

• **Ciudad Juárez**  
• 656 618.4656  
• 01.800.712.7729

• **Guadalajara**  
• 33 3817.3200  
• 33 3817.3223

• **León**  
• 477 773.4690

• **Altavista Ixe Plaza**  
• 5174.2275 al 2280

**Querétaro**  
2452.508

**Puebla**  
2169.7316

**Monterrey**  
81 8863.2222  
81 8863.2231

**Torre Mayor**  
5268.9000

**Reforma Lomas**  
5249.6400

En caso de requerir alguna aclaración respecto a su cuenta favor de comunicarse a:

Unidad Especializada de Atención a Clientes

Tel. 52 68 97 97 Fax 50 04 11 90 y 50 04 11 93

Correo Electrónico: [compromiso.calidad@ixe.com.mx](mailto:compromiso.calidad@ixe.com.mx)

Titular: Vannesa Castillo Madrid

Horario: Lunes a viernes de 8:30 a 18:00 hrs.

[www.ixe.com.mx](http://www.ixe.com.mx)

**Es lo mismo  
pero no es  
igual**