

WALMEX

Reporte Trimestral

13 de febrero de 2020

www.banorte.com

@analisis_fundam

Regalías en Centroamérica presionan márgenes

- **Walmex reportó en línea con nuestros estimados. El incremento en CA del pago de regalías a Walmart presionó la rentabilidad, contrarrestando un mejor apalancamiento de gastos en México**
- **Destaca que continuará fortaleciendo su liderazgo en precios para hacer frente a un entorno de consumo y competencia más retador y que propondrá un dividendo con un atractivo rendimiento de 3.1%**

Reporte neutral. En línea con nuestras expectativas, el reporte de Walmex fue débil al excluir el efecto de los cambios contables. Las ventas crecieron 4.7% a/a a \$185,744 millones, impulsadas por un avance de 3.5% en las ventas mismas tiendas consolidadas, principalmente. Mientras tanto, inversiones de precio en México contrarrestaron el efecto de mejores condiciones comerciales en Centroamérica (CA), presionando el margen bruto consolidado 10pb. Por otra parte, el reconocimiento retroactivo (por todo 2019) del incremento en el pago de regalías que hace CA a Walmart Inc significó \$1,574 millones adicionales de gastos, presionando el margen de dicha región en 400pb a 6.5%. En consecuencia, ello contrarrestó el impulso de una atractiva expansión de 20pb en el margen EBITDA de México, resultado de un mejor apalancamiento de gastos. Con ello, el flujo de operación total creció 8.6% a \$20,591 millones y el margen EBITDA se expandió 40pb a 11.1% (por la NIIF 16); aunque en una base ajustada, la rentabilidad se presionó 40pb. A nivel neto, la utilidad cayó 4.5% a \$11,232 millones, impactada por un RIF 10x superior a/a por el cambio contable.

Propondrá atractivo dividendo. La compañía propondrá el pago de un dividendo de \$1.79 (\$0.87 ordinario y \$0.92 extraordinario), equivalente a un atractivo rendimiento de 3.1% sobre el precio actual. El mismo se pagaría en 3 exhibiciones este año: junio (\$0.27), noviembre (\$0.75) y diciembre (\$0.77).

Consumo y Telecomunicaciones

Valentín Mendoza

Subdirector Análisis Bursátil

valentin.mendoza@banorte.com

Jorge Izquierdo

Analista

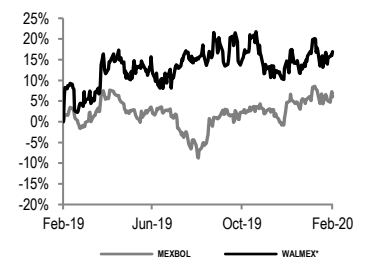
jorge.izquierdo.lobato@banorte.com

COMPRA

Precio Actual	\$57.27
PO 2020	\$65.00
Dividendo	1.79
Dividendo (%)	3.1%
Rendimiento Potencial	16.6%
Máx – Mín 12m (P\$)	59.04 – 47.21
Valor de Mercado (US\$m)	53,622.4
Acciones circulación (m)	17,461.4
Flotante	29.5%
Operatividad Diaria (\$m)	778.1
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	14.5x
P/U	26.4x

Rendimiento relativo al IPC

12 meses



Estados Financieros

	2018	2019	2020E	2021E
Ingresos	616,910	646,846	689,430	728,373
Utilidad Operativa	49,190	54,003	58,209	60,639
EBITDA	61,747	71,005	76,457	79,799
Margen EBITDA	10.0%	11.0%	11.1%	11.0%
Utilidad Neta	36,753	37,898	39,576	41,526
Margen Neto	6.0%	5.9%	5.7%	5.7%
Activo Total	306,529	349,172	377,225	417,331
Disponible	38,830	30,857	35,813	47,604
Pasivo Total	141,615	181,028	203,553	236,313
Deuda	15,465	57,213	57,213	57,213
Capital	164,914	168,145	173,671	181,018

Fuente: Banorte

Múltiplos y razones financieras

	2018	2019	2020E	2021E
FV/EBITDA	15.8x	14.5x	13.4x	12.7x
P/U	27.2x	26.4x	25.3x	24.1x
P/VL	6.1x	5.9x	5.8x	5.5x
ROE	22.7%	22.8%	23.2%	23.4%
ROA	12.0%	10.9%	10.5%	10.0%
EBITDA/ intereses	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Deuda Neta/EBITDA	-0.4x	0.4x	0.3x	0.1x
Deuda/Capital	0.1x	0.3x	0.3x	0.3x

WALMEX – Resultados 4T19

Cifras en millones de pesos

Concepto	4T18	4T19	Var %	4T19e	Var % vs Estim.
Ventas	177,422	185,744	4.7%	185,719	0.0%
Utilidad de Operación	15,618	16,200	3.7%	15,561	4.1%
Ebitda	18,964	20,591	8.6%	19,994	3.0%
Utilidad Neta	11,762	11,232	-4.5%	11,088	1.3%
Márgenes					
Margen Operativo	8.8%	8.7%	-0.1pp	8.4%	0.3pp
Margen Ebitda	10.7%	11.1%	0.4pp	10.8%	0.3pp
Margen Neto	6.6%	6.0%	-0.6pp	6.0%	0.1pp
UPA	\$0.67	\$0.64	-4.5%	\$0.64	1.3%

Fuente: Banorte

Estado de Resultados (Millones)

Año	2018	2019	2019	Variación	Variación
Trimestre	4	3	4	% A/A	% T/T
Ventas Netas	177,422	155,019	185,744	4.7%	19.8%
Costo de Ventas	136,967	118,492	143,627	4.9%	21.2%
Utilidad Bruta	40,454	36,527	42,117	4.1%	15.3%
Gastos Generales	24,943	23,257	25,989	4.2%	11.7%
Utilidad de Operación	15,618	13,384	16,200	3.7%	21.0%
Margen Operativo	8.8%	8.6%	8.7%	(0.1pp)	0.1pp
Depreciación Operativa	3,346	4,293	4,392	31.2%	2.3%
EBITDA	18,964	17,676	20,591	8.6%	16.5%
Margen EBITDA	10.7%	11.4%	11.1%	0.4pp	(0.3pp)
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(126)	(1,333)	(1,391)	>500%	4.3%
Intereses Pagados				N.A.	N.A.
Intereses Ganados	346	280	236	-31.9%	-15.8%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(453)	(1,491)	(1,760)	288.2%	18.1%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(19)	(122)	134	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	15,492	12,051	14,809	-4.4%	22.9%
Provisión para Impuestos	3,730	2,800	3,577	-4.1%	27.8%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	11,762	9,251	11,232	-4.5%	21.4%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	11,762	9,251	11,232	-4.5%	21.4%
Margen Neto	6.6%	6.0%	6.0%	(0.6pp)	0.1pp
UPA	0.674	0.530	0.643	-4.5%	21.4%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	115,615	100,822	113,905	-1.5%	13.0%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	38,830	20,555	30,857	-20.5%	50.1%
Activos No Circulantes	190,914	234,015	235,267	23.2%	0.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	139,368	130,379	132,120	-5.2%	1.3%
Activos Intangibles (Neto)	2,009	1,864	1,938	-3.5%	4.0%
Activo Total	306,529	334,837	349,172	13.9%	4.3%
Pasivo Circulante	114,165	110,961	113,499	-0.6%	2.3%
Deuda de Corto Plazo	335	3,031	3,044	>500%	0.4%
Proveedores	110,862	101,749	106,102	-4.3%	4.3%
Pasivo a Largo Plazo	27,449	63,781	67,529	146.0%	5.9%
Deuda de Largo Plazo	15,129	52,466	54,168	258.0%	3.2%
Pasivo Total	141,615	174,743	181,028	27.8%	3.6%
Capital Contable	164,914	160,094	168,145	2.0%	5.0%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	164,914	160,094	168,145	2.0%	5.0%
Pasivo y Capital	306,529	334,837	349,172	13.9%	4.3%
Deuda Neta	(23,365)	34,941	26,356	N.A.	-24.6%

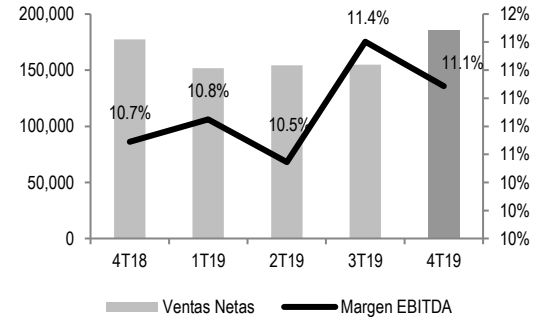
Estado de Flujo de Efectivo

Flujos de efectivo netos procedentes (utilizados en) operaciones	24,474.8	12,347.8	27,986.5
Flujos de actividades de inversión	(6,605.2)	(6,384.9)	(5,732.2)
Flujos de actividades de financiamiento	(11,455.4)	(12,062.9)	(11,435.7)
Efectos de la variación en la tasa de cambio	(645.8)	52.0	(516.9)
Incremento (disminución) efectivo	5,768.4	(6,048.0)	10,301.7

Fuente: Banorte, BMV

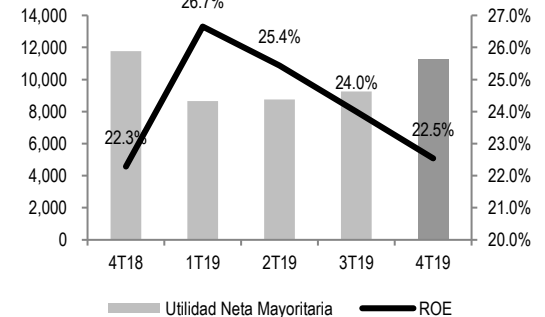
Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



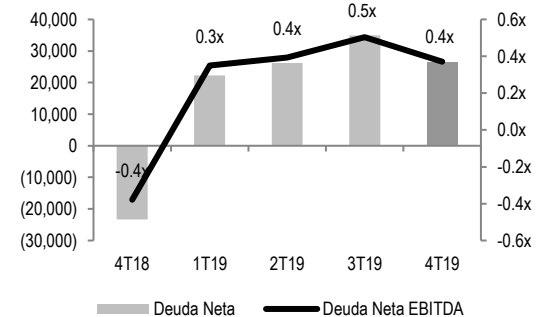
Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olivera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Eridani Ruibal Ortega, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
WALMEX	23/10/2019	Compra	\$65.00
WALMEX	28/5/2019	Compra	\$60.00
WALMEX	08/1/2019	Compra	\$58.00
WALMEX	25/7/2018	Mantener	\$59.00

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas			
Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados			
Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Estudios Económicos			
Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454