

Selección de emisoras

Reporte Especial

21 de enero 2014

Emisoras atractivas en 2014

www.banorte.com
www.ixe.com.mx
@analisis_fundam

Equipo de Análisis Bursátil
analisisyestrategia@ixe.com.mx

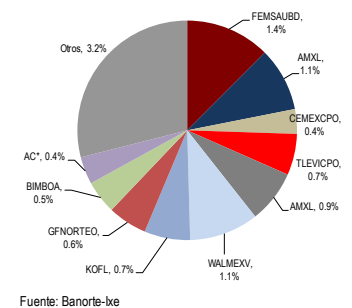
- El escenario macroeconómico sobre el cual hemos construido nuestras proyecciones para 2014 tiene como base un crecimiento del PIB de 3.0% a 3.5% y un tipo de cambio al cierre de \$12.60
- Para la primera mitad del año identificamos oportunidades de inversión en los sectores: industriales, infraestructura y financiero Para el sector consumo creemos que la perspectiva comenzará a mejorar hacia la segunda mitad del año.
- Recientemente establecimos un objetivo para el IPC al cierre de 2014 en 46,600 puntos representando una apreciación potencial de 11.0%.

Escenario base para el IPC en 2014: 46,600pts. Determinamos el índice objetivo mediante el cálculo por precios objetivo para cada una de las emisoras que conforman el índice y su ponderación específica. Consideramos que esta metodología es mejor que la valuación por múltiplos ya que cada uno de los precios objetivo refleja la expectativa de crecimiento individual en las utilidades, la generación de flujo libre de efectivo, su utilización en proyectos de inversión o disminución de deuda, y un nivel de valuación que pudiera ser razonable por sus características cualitativas de riesgo, así como por las condiciones de cada uno de los sectores. Desde el año pasado, la principal limitante para el índice ha sido su elevada valuación siendo una desventaja frente a otros mercados de países desarrollados y emergentes.

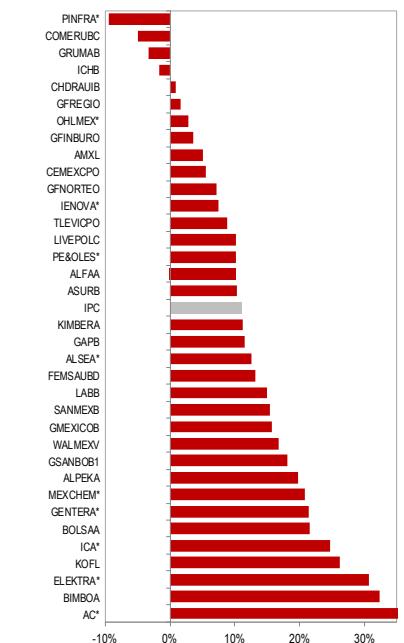
Los sectores que nos gustan en el 2014. Aunque tenemos una expectativa de recuperación en el crecimiento económico hay sectores que podrían mostrar un mejor desempeño especialmente en la primera mitad del año. Entre estos se encuentran: (1) el sector infraestructura por el plan de inversiones del gobierno federal, (2) el sector industrial por el crecimiento esperado en la manufactura en EE.UU y (3) el sector financiero por la ampliación del crédito que se espera con la reforma financiera.

¿Cuáles son las emisoras seleccionadas? Hemos realizado una selección de cinco emisoras que calificamos como nuestras favoritas para este año con base en criterios puramente fundamentales, y entre las que podemos encontrar aquellas que ofrecen un potencial de crecimiento notable en sus operaciones, ya sea con base en la perspectiva sectorial o por resultado de estrategias particulares, las que deberían arrojar una mejora significativa en su posición financiera, las que se encuentran en niveles de valuación inusualmente bajos, o alguna combinación de estos, como los principales factores. En nuestra selección de emisoras favoritas incluimos a **Alesa, Genera, GMexico, Ica y Lab.** Hay algunas emisoras con elevado potencial de apreciación en el sector consumo que hemos dejado fuera de las favoritas por el impacto que podría tener la reforma fiscal sobre el gasto del consumidor especialmente en la primera mitad del año.

Contribución IPC2014e (+11% total)



Rendimiento esperado 2014, muestra IPC



ALSEA

21 de enero 2014

Alsea apetecible para 2014

- La adquisición de Vips será el principal detonador de crecimiento para 2014. Al incorporar a Vips en los números de Alsea estimamos crecimientos anuales de 44% en ingresos y de 50% en EBITDA.
- La marca Starbucks bajo la tutela de Alsea acelerará su crecimiento en los mercados internacionales (Chile, Argentina, y Colombia) así como en México.
- The Cheese Cake Factory promete buenos resultados, al ser un negocio que genera ventas 3.5x mayores a las que registra PF Chang.
- En otros negocios, no podemos dejar de lado los beneficios que deriven de la participación de 25% en Axo, empresa que opera artículos de lujo, con niveles de rentabilidad por arriba de Alsea.
- Consideramos que muchos de los beneficios de las adquisiciones recientes ya se encuentran en el precio. No obstante, estimamos que bajo un entorno de reactivación en el consumo en México y aceleración de crecimiento en otros mercados, los resultados de Alsea podrían seguir sorprendiendo. Derivado de lo anterior nuestra recomendación es COMPRA, con un PO 2014 de P\$48.00.

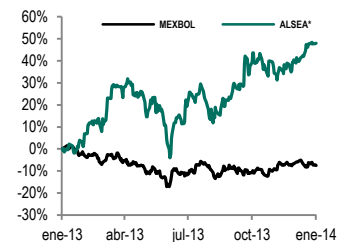
Marisol Huerta Mondragón

Subdirector Comerciales/Alimentos/Bebidas
marisol.huerta.mondragon@banorte.com

COMPRA

| | |
|----------------------------|-----------------|
| Precio Actual | P\$42.62 |
| PO2014 | P\$48.00 |
| Máximo – Mínimo 12m | 42.8 – 26.8 |
| Valor de Mercado (US\$m) | 2,209 |
| Acciones circulación (m) | 688 |
| Flotante | 36% |
| Operatividad Diaria (P\$m) | 55.2 |

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Alsea apetecible. Durante el año anterior Alsea estuvo imparable: Ofreció en términos anuales un rendimiento de 58%, derivado de la serie de anuncios que fue realizando en el año en materia de adquisiciones, tanto de participación accionaria como de negocios. Alsea incrementó su participación al 100% en las franquicias de Starbucks Chile y Argentina y México. Asimismo adquirió una participación al 20% en negocios de consumo de lujo con las marcas de Grupo Axo (Tommy Hilfiger, Coach, Guess etc.), pero el punto más trascendental sin duda tuvo que ver con el anuncio de compra de la cadena de restaurantes VIPS, operación valuada en P\$8,200m y que detonará en los números de Alsea para 2014 crecimientos de alrededor de 50% tanto en

Estados Financieros

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Ingresos | 10,669 | 13,520 | 15,812 | 22,758 |
| Utilidad Operativa | 453 | 797 | 780 | 1,818 |
| EBITDA | 1,123 | 1,609 | 2,090 | 3,145 |
| Margen EBITDA | 10.5% | 11.9% | 13.2% | 13.8% |
| Utilidad Neta | 210 | 365 | 714 | 1,041 |
| Margen Neto | 2.0% | 2.7% | 4.5% | 4.6% |
| Activo Total | 9,374 | 9,771 | 10,953 | 17,917 |
| Disponible | 739 | 933 | 979 | 1,028 |
| Pasivo Total | 6,081 | 4,969 | 7,452 | 16,138 |
| Deuda | 4,057 | 2,474 | 5,052 | 13,252 |
| Capital | 2,994 | 4,521 | 3,501 | 1,779 |

Múltiplos y razones financieras

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| FV/EBITDA | 8.7x | 13.7x | 15.4x | 15.5x |
| P/U | 48.1x | 55.2x | 37.2x | 34.4x |
| P/VL | 2.9x | 5.0x | 8.0x | 5.3x |
| ROE | 7.0% | 10.5% | 12.8% | 12.8% |
| ROA | 2.2% | 3.8% | 5.3% | 5.3% |
| Deuda Neta/EBITDA | 3.0x | 1.0x | 2.0x | 4.6x |
| Deuda/Capital | 1.4x | 0.5x | 1.4x | 7.4x |

ingresos como en EBITDA. A lo que hay que sumar este año la puesta en marcha del primer restaurante The Cheese Cake Factory en el país, negocio que tiene ventas 3.5x por arriba de las que genera un negocio como PF Chang, Italianni's y Chili's. Estas operaciones vinculadas al crecimiento orgánico y a un entorno de recuperación de la economía en México (con un PIB estimado para 2014 en un rango de 3.0%-3.5%), nos mantienen optimistas con respecto al desempeño de esta emisora para 2014.

Consideramos que la estrategia de la compañía estará enfocada en el crecimiento orgánico tanto en México como en Latinoamérica. Para 2014 esperamos la apertura de 130 unidades, el 60% corresponderá a Starbucks, 17% a Burger King, 10% a Domino's y el restante 13% será las demás marcas.

En la parte operativa, estamos considerando un avance en margen EBITDA de 50pb, para 2014, lo anterior ya que la operación adquirida (Vips) tiene márgenes de 15.5% que combinados con los de Alsea (12.7%) generan un crecimiento en la rentabilidad. Estamos considerando que la compañía tendrá que realizar grandes inversiones relacionadas con VIPS, tanto en la marca, en las unidades, en el piso de venta, en capacitación, etc. Por otra parte, estimamos que la compañía podrá presentar sinergias en materia de compras relacionadas con VIPS. No obstante, es importante mencionar que esto se irá dando de manera paulatina.

Aumento de capital: Alsea está considerando una oferta de capital, de la que hasta el momento no tenemos detalles. El propósito de la oferta será la obtención de recursos para el pago de la deuda a corto plazo, obtenida por la Compañía para la adquisición de VIPS. Actualmente la adquisición de Vips se encuentra pendiente de ser autorizado por las entidades de competencia.

Estructura de la deuda. Vips, fue una operación valuada en P\$8,200m. Desde un inicio la compañía estableció que sería financiada con deuda bancaria en pesos. La estructura del crédito corresponde a la contratación de un crédito a largo plazo por P\$3,000m y un crédito puente a doce meses de P\$5,200m. Lo anterior eleva el nivel de endeudamiento de la empresa Deuda neta/EBITDA de 1.6x a 4.0x. Alsea se comprometió a bajar dicho nivel de apalancamiento a una razón de 3.0x en un lapso de un año. Consideramos que para cumplir con los objetivos establecidos por la propia empresa la emisión podría ser cercana a los P\$3,000 y que representaría una dilución cercana al 13%.

Nuestro PO para 2014 de P\$48.00 ubica el múltiplo FV/Ebitda 2014e en 15.5x, en línea con el promedio que ha cotizado la empresa en el último año. Nuestras estimaciones para Alsea este año incluyen la integración de VIPS, lo que nos arrojaría un crecimiento en ingresos de 44% y de EBITDA de 50.3%. Consideramos que gran parte del mejor desempeño esperado a nivel operativo derivado de la incorporación de Vips, ya están en el precio. Creemos que la empresa tiene posibilidades de tener un desempeño mejor al esperado, dado el amplio abanico de negocios que tiene y en los que sigue siendo eficiente.

GENTERA

21 de enero 2014

Atractiva opción en el Sector Financiero

- **GENTERA (Grupo Compartamos) mantiene sólidas perspectivas de crecimiento sustentadas en un entorno favorable, con una estrategia orientada hacia los créditos individuales en México.**
- **A pesar de un sólido desempeño en 2013, creemos que aún existe un atractivo potencial de apreciación en la emisora y es una buena alternativa para participar en el Sector Financiero.**
- **En 2014, las inversiones de la compañía en la red de corresponsalías y el bróker de micro-seguros, en conjunción con un sólido crecimiento en la cartera de créditos (+23.4% A/A) comenzarán a verse reflejados en mejores utilidades (+19.7% A/A).**
- **Nuestro precio objetivo 2014 de P\$29.00 brinda un potencial de apreciación de 21.3%, por encima del 11.0% que ofrece el IPC. A este precio las acciones de GENTERA estarían cotizando a un P/U 2014 de 18.1x por debajo del 20.4x al que cotiza actualmente la compañía.**

Sólido posicionamiento y líder en la industria de microfinanzas. GENTERA ha venido desarrollando una estrategia a lo largo de los últimos años que le ha permitido consolidar su posición como líder en la industria de las microfinanzas. Las inversiones realizadas en handhelds, la implementación del SAP y los proyectos del desarrollo de la red de corresponsalías en lugares no bancarizados y el bróker de micro-seguros, le dan fortalezas únicas y difíciles de replicar que deberán de contribuir positivamente a los resultados en el mediano plazo. Lo anterior en conjunción con la estrategia de crecimiento a través de créditos individuales y urbanos le permitirá mantener un crecimiento sostenido en la cartera de créditos en los próximos años, por encima de sus principales competidores, con mejores niveles de rentabilidad.

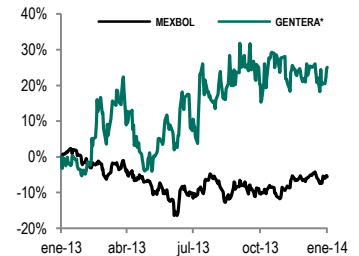
Marissa Garza

Subdirector Financiero/Minería/Químico
marissa.garza@banorte.com

COMPRA

| | |
|----------------------------|-----------------|
| Precio Actual | P\$23.90 |
| PO2014 | P\$29.00 |
| Rendimiento Potencial | 21.3% |
| Dividendo (%) | 2.4% |
| Máximo – Mínimo 12m | 26.50-18.05 |
| Valor de Mercado (US\$m) | 3,011.1 |
| Acciones circulación (m) | 1,662 |
| Flotante | 61.6% |
| Operatividad Diaria (P\$m) | 85.7 |

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Ingresos Financieros | 8,021 | 10,102 | 12,993 | 16,546 |
| Margen Financiero | 7,545 | 9,384 | 12,177 | 15,623 |
| Estim Prev p/Ries | 537 | 991 | 1,553 | 2,024 |
| Utilidad de Operación | 2,981 | 3,074 | 4,032 | 5,257 |
| Utilidad Neta | 1,997 | 2,010 | 2,225 | 2,664 |
| Margen Neto | 24.9% | 19.9% | 17.1% | 16.1% |
| Activo Total | 17,557 | 22,833 | 26,301 | 30,735 |
| Cartera Vigente | 14,096 | 17,638 | 20,911 | 25,714 |
| Cartera Vencida | 383 | 523 | 900 | 1,135 |
| Pasivo Total | 10,181 | 14,189 | 16,271 | 18,180 |
| Capital | 7,194 | 8,644 | 9,822 | 12,338 |

Fuente: Banorte-ixe

Múltiplos y razones financieras

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| P/U | 21.5x | 20.5x | 18.5x | 15.5x |
| P/VL | 5.5x | 4.9x | 3.8x | 3.1x |
| ROE | 27.8% | 23.7% | 22.7% | 21.6% |
| ROA | 11.4% | 8.8% | 8.5% | 8.7% |
| MIN | 55.7% | 50.7% | 55.0% | 54.8% |
| CV/CT | 2.6% | 2.9% | 4.1% | 4.2% |
| Prov/CT | 3.7% | 5.5% | 7.1% | 7.5% |

Reforma Financiera positiva. Dentro de los cambios más relevantes que deberán contribuir positivamente a los resultados de GENTERA destaca primordialmente el establecimiento de un buró de crédito universal que permitirá un mejor conocimiento de los clientes y un mejor manejo en el otorgamiento de créditos, algo en lo que particularmente se ha enfocado la compañía. Lo anterior debido a que los cambios en la mezcla orientados hacia una mayor proporción de créditos individuales conllevan índices de morosidad más altos, dado el mayor nivel de riesgo.

Estimados 2014. De acuerdo a nuestro modelo de proyecciones nuestros estimados para 2014 anticipan un aumento del 23.1% en la cartera de créditos para ubicarse en P\$26,849 millones. Lo anterior está basado en un mayor crecimiento en los segmentos de créditos individuales (*Crédito Comerciante* y *Crédito Crece Tu Negocio*), de tal manera que la contribución de *Crédito Mujer* a la cartera deberá ubicarse en alrededor del 50% vs 57% en 2013. Derivado de lo anterior, estimamos que los ingresos financieros crezcan 27.4% A/A, mientras que los gastos financieros deberán crecer en menor proporción 13.2%, por menores niveles en las tasas de fondeo. De esta forma, el Margen Financiero de la compañía deberá registrar un crecimiento interanual de 28% para ubicarse en P\$15,623 millones. La estimación preventiva para riesgos crediticios de acuerdo a nuestras proyecciones deberá ascender a alrededor de P\$2,023 millones, un crecimiento anual del 30.3% debido al cambio en la mezcla de productos. A nivel neto anticipamos utilidades por P\$2,664 millones, que representan un incremento anual del 19.7%. Derivado de nuestra expectativa de resultados en la utilidad neta, nuestro modelo asume un ROAE cercano al 23.6%, muy por encima de l promedio del sector de 15.8%. Por lo que respecta al índice de cartera vencida a cartera total (CV/CT) este deberá tender a estabilizarse en niveles de 4.2%. Si bien consideramos que la guía de GENTERA podría ser más conservadora que nuestros estimados, la capacidad de ejecución que ha venido mostrando la compañía en conjunción con un entorno más favorable deberán de ayudarla a alcanzar nuestros estimados.

Valuación atractiva. Las acciones de GENTERA cotizan a un múltiplo P/U de 20.4x, prácticamente en línea con el promedio de los últimos 6 meses. El promedio de cotización del último año es de 18.6x. Si tomamos en consideración nuestro precio objetivo de P\$29.00, de acuerdo a nuestros estimados y modelo de valuación, las acciones de GENTERA estarían cotizando a un P/U 2014 de 18.1x por debajo tanto del promedio del último año como del múltiplo actual. El promedio de valuación actual al cual cotizan los principales grupos financieros en México es de 17.9x, ligeramente por debajo de los niveles actuales de GENTERA. No obstante no debemos olvidar los mejores niveles de rentabilidad de la compañía donde de acuerdo al consenso de Bloomberg el ROE estimado en 2014 se ubica en promedio en 15.8%, mientras que el de GENTERA deberá permanecer por encima del 20%. (25.1% de acuerdo al consenso de Bloomberg, por arriba de nuestro ROAE estimado de 23.6%). Por lo anterior consideramos que la valuación es atractiva.

GMEXICO

21 de enero 2014

Sólidos fundamentales y atractivo potencial

- Bajo un escenario de estabilidad en los precios del cobre (US\$3.30e) y altas probabilidades de comenzar a concretarse los proyectos de expansión de capacidad, inicialmente con Buenavista, las perspectivas son positivas.
- Adicionalmente, el apalancamiento operativo de la división de transporte permitirá que siga siendo un negocio con fuerte generación de efectivo.
- El posicionamiento estratégico de la compañía en infraestructura le ayudará a aprovechar oportunidades con una visión que permitirá dar mayor estabilidad a los ingresos de la compañía.
- La integración vertical de las operaciones y nuevos proyectos le permitirán seguir fortaleciendo su posición como uno de los productores de más bajo costo en la industria.
- Nuestro precio objetivo para 2014 de P\$50.00 brinda un potencial de apreciación del 15.8%, por encima del potencial del 11.0% para el IPC. A este precio las acciones de GMexico estarían cotizando a un FV/EBITDA 2014 de 7.4x ligeramente por arriba del 7.0x actual.

Importantes proyectos de inversión en expansión de capacidad. GMexico es de los pocos productores, sino es que el único, que mantiene un agresivo plan de expansión en la producción de cobre, que le permitirá aumentar la capacidad desde 830k tons en 2013 a 1.4m en 2016, un crecimiento del 65% convirtiéndose en el segundo productor de cobre a nivel mundial.

La expansión de Buenavista deberá concretarse este año. Bajo un escenario de estabilidad en los precios del cobre (estimamos un precio promedio de US\$3.30 por libra en 2014) y altas probabilidades de comenzar a concretarse los proyectos de expansión de capacidad, inicialmente con Buenavista, las

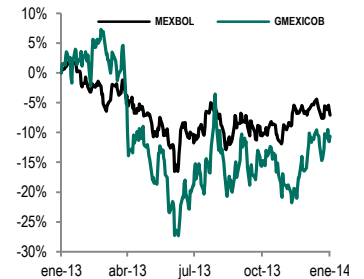
Marissa Garza

Subdirector Financiero/Minería/Químico
marissa.garza@banorte.com

COMPRA

| | |
|----------------------------|-----------------|
| Precio Actual | P\$43.19 |
| PO2014 | P\$50.00 |
| Rendimiento Potencial | 15.8% |
| Dividendo (%) | 2.4% |
| Máximo – Mínimo 12m | 51.99-34.60 |
| Valor de Mercado (US\$m) | 25,214 |
| Acciones circulación (m) | 7,785 |
| Flotante | 40.0% |
| Operatividad Diaria (P\$m) | 413.8 |

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

| (US\$ Millones) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Ingresos | 10,443 | 10,183 | 9,593 | 10,903 |
| Utilidad Operativa | 4,607 | 4,375 | 3,681 | 4,381 |
| EBITDA | 5,157 | 5,020 | 4,383 | 5,174 |
| Margen EBITDA | 49.38% | 49.30% | 45.69% | 47.45% |
| Utilidad Neta | 2,439 | 2,383 | 1,979 | 2,290 |
| Margen Neto | 23.36% | 23.40% | 20.63% | 21.00% |
| Activo Total | 15,027 | 18,809 | 21,706 | 23,662 |
| Disponible | 2,944 | 3,700 | 4,263 | 3,722 |
| Pasivo Total | 6,326 | 8,747 | 9,098 | 10,711 |
| Deuda | 3,801 | 5,584 | 6,117 | 7,117 |
| Capital | 8,750 | 8,261 | 10,522 | 10,295 |

Múltiplos y razones financieras

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| FV/EBITDA | 5.9x | 6.9x | 7.0x | 6.6x |
| P/U | 10.1x | 10.5x | 12.4x | 10.7x |
| P/VL | 3.4x | 3.0x | 2.3x | 2.2x |
| ROE | 27.9% | 28.4% | 18.8% | 22.2% |
| ROA | 16.2% | 12.5% | 9.1% | 9.7% |
| EBITDA/ intereses | 24.7x | 44.3x | 21.4x | 12.6x |
| Deuda Neta/EBITDA | 0.2x | 0.4x | 0.4x | 0.7x |
| Deuda/Capital | 0.4x | 0.7x | 0.6x | 0.7x |

perspectivas son positivas. Creemos que uno de los principales catalizadores de corto plazo para la compañía será el comenzar a observar que los proyectos se desarrollan en tiempo y en presupuesto. La compañía sigue con el desarrollo del programa de inversión de US\$3,100 millones en Buenavista, lo permitirá aumentar la capacidad de producción de cobre, sólo en esta planta, en aproximadamente 175%. En particular, la Planta ESDE III que tendrá una producción adicional de 120,000 toneladas anuales de cobre presenta un avance del 72%. Se llevan invertidos US\$285 millones del total presupuestado de US\$444 millones por lo que se espera entre en operación el 1S14.

Eficiente estructura de costos. La estructura de costos se mantiene como una de las más eficientes en la industria con un costo de alrededor de US\$1.00 por libra de cobre. Actualmente GMexico está invirtiendo en dos plantas de energía eléctrica con el objetivo de ser autosuficiente en su consumo. GMexico es el principal cliente de la CFE y se espera que hacia 2015 todas las necesidades de energía sean abastecidas con las plantas propias. Los costos de energía representan el 30% de los costos totales de producción, y se esperan ahorros por alrededor del 20%, lo que se deberá traducir en un ahorro del 5-6% en los costos en México, impactando positivamente los márgenes.

La diversificación geográfica y del portafolio mitiga el impacto de los nuevos impuestos. A pesar del ruido que recientemente ha existido respecto de la implementación del impuesto del 7.5% sobre el EBITDA para las empresas mineras como GMexico, es importante recordar la diversificación geográfica que tiene la compañía, lo que deberá ayudar a mitigar el impacto del impuesto sobre las cifras consolidadas. Las operaciones mineras en México representan el 54% del EBITDA de Americas Mining Corporation, por lo que el impacto a nivel consolidado debiera ser mitigado con las operaciones de Perú (33%) y Estados Unidos (13%).

Estimados 2014. De acuerdo a nuestro modelo de proyecciones en 2014 estimamos ingresos por US\$10,903 millones y un EBITDA por US\$5,174 millones, que representan crecimientos del 13.7% y 18.1%, respectivamente, sobre nuestros estimados para 2013. En la División Minera esperamos un EBITDA por US\$3,883 millones, con un precio promedio para el cobre de US\$3.30 compensado con mayores niveles de producción en alrededor del 7.5% A/A. En la División Transporte nuestros estimados asumen un EBITDA por US\$1,038 millones, mientras que en Infraestructura estimamos una generación de EBITDA por US\$300 millones.

Valuación atractiva. Las acciones de GMexico cotizan a un múltiplo FV/EBITDA de 7.0x, ligeramente por arriba del promedio de cotización del último año de 6.8x. Si tomamos en consideración nuestro precio objetivo de P\$50.00, de acuerdo a nuestros estimados y modelo de valuación, las acciones de GMexico estarían cotizando a un FV/EBITDA 2014 de 7.4x, ligeramente por arriba tanto del promedio del último año como del múltiplo actual. El promedio de valuación actual al cual cotizan las principales empresas comparables de acuerdo a Bloomberg es de 7.6x, por arriba de los niveles actuales de valuación de GMexico. Por lo anterior consideramos que la valuación es atractiva, dados los fundamentales y perspectivas de la compañía.

ICA

21 de enero 2014

En espera de licitación de proyectos

- **Perspectivas prometedoras en proyectos de Infraestructura con base en el Plan Nacional de Infraestructura.**
- **Generación de valor en portafolio actual del segmento de Concesiones con nuevos proyectos potenciales identificados.**
- **Diversas alternativas de financiamiento, incluyendo el reciclaje de activos maduros para disminuir deuda de corto plazo.**
- **Recomendación de Compra con PO 2014E de P\$33.0, aclarando que es una opción de inversión de alto riesgo dado su perfil de endeudamiento.**

José Espitia

Aeropuertos/Infraestructura/Fibras
jespitia@ixe.com.mx

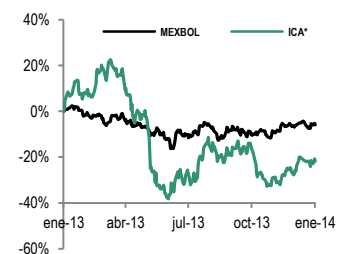
COMPRA

| | |
|----------------------------|-----------------|
| Precio Actual | P\$26.45 |
| PO2014 | P\$33.00 |
| Rendimiento Potencial | 24.76% |
| Precio ADR | US\$8.05 |
| PO2014 ADR | US\$10.41 |
| Dividendo (%) | NA |
| Máximo – Mínimo 12m | 42.4 – 20.6 |
| Valor de Mercado (US\$m) | 1,222 |
| Acciones circulación (m) | 612 |
| Flotante | 90.0% |
| Operatividad Diaria (P\$m) | 132.4 |

Perspectivas prometedoras en proyectos de Infraestructura. Ica cuenta con presencia en proyectos carreteros, de agua, sociales, de petróleo y gas, así como de puertos; no obstante, contempla algunos mercados objetivo y nuevos segmentos en Concesiones en los que ven potencial de crecimiento. Entre estos, consideran oportunidades en otros países, participación mayor en proyectos de petróleo y gas, en las próximas licitaciones de proyectos ferroviarios en el país, en la parte de energía (anteriormente han hecho mucho hincapié en este sector), así como en algunos proyectos de minería. Creemos que por su tamaño, historia, activos y experiencia, Ica se beneficiará de gran parte de los proyectos que se estarán licitando en los que decida competir.

Generación de valor en portafolio actual del segmento de Concesiones con nuevos proyectos potenciales identificados. Ica ha señalado que se encuentra en la etapa final de su ciclo de inversión, específicamente en la parte de Concesiones, en la que cuenta con un portafolio joven de activos que agrega valor por varios años hacia adelante (vida promedio de 25 años). La empresa mencionó que durante los próximos 3 años todos los proyectos actuales que integran su portafolio de Concesiones estarán en operación, sirviendo su propia deuda y generando una mayor rentabilidad –faltan 7 por entrar en

Rendimiento relativo al IPC
(12 meses)



Estados Financieros (millones de pesos)

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|--------------------|--------|--------|---------|---------|
| Ingresos | 40,481 | 37,406 | 36,578 | 39,960 |
| Utilidad Operativa | 3,474 | 3,047 | 4,133 | 4,947 |
| EBITDA | 6,217 | 5,597 | 5,926 | 6,745 |
| Margen EBITDA | 15.4% | 15.0% | 16.2% | 16.9% |
| Utilidad Neta | 1,480 | 898 | 417 | 879 |
| Margen Neto | 3.7% | 2.4% | 1.1% | 2.2% |
| Activo Total | 98,888 | 98,926 | 107,841 | 114,272 |
| Disponible | 10,818 | 6,088 | 9,043 | 10,221 |
| Pasivo Total | 78,064 | 78,264 | 83,944 | 89,621 |
| Deuda | 50,034 | 47,657 | 50,886 | 56,540 |
| Capital | 20,824 | 20,662 | 23,897 | 24,651 |

Múltiplos y razones financieras

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| FV/EBITDA | 9.2x | 10.6x | 10.7x | 10.1x |
| P/U | 11.0x | 14.4x | 39.4x | 18.7x |
| P/VL | 1.0x | 1.0x | 0.9x | 0.9x |
| ROE | 9.2% | 6.7% | 2.4% | 4.7% |
| ROA | 1.7% | 1.0% | 0.4% | 0.8% |
| EBITDA/ intereses | 4.3x | 3.6x | 1.4x | 1.4x |
| Deuda Neta/EBITDA | 6.0x | 7.1x | 7.1x | 6.9x |
| Deuda/Capital | 2.4x | 2.3x | 2.1x | 2.3x |

Fuente: Banorte-Ixe. Cifras del 2012, 2013E y 2014E con adopción de la norma IFRS 11.

operación: 3 en 2014 (1 carretero, 1 de agua y 1 portuario), 3 en 2015 (2 carreteros y 1 de agua) y 1 proyecto carretero en 2016.

Por otro lado, la compañía tiene identificado un pipeline de posibles nuevos proyectos en 2014 que suman una inversión total de P\$101,100m. Por tipo de proyectos la división de dicho monto es: carreteras 43%, de agua 40%, en puertos 12%, en energía 3% y social 1%. Para 2015, el monto de inversión estimada se ubica en P\$81,900m, que por tipo de proyecto se divide en: carreteros 38%, de agua 38%, en puertos 6%, en energía 5% y social 3%.

Diversas alternativas de financiamiento, pero la principal sigue siendo el reciclaje de activos maduros. Ica considera que su gama de financiamiento hacia adelante es amplia, con un mayor enfoque centrado en realizar alianzas estratégicas o ventas de activos maduros. No obstante, esta última opción es la que señala como la menos costosa –reciclar el capital invertido en algunas concesiones (monetización de activos) y se trata de un proceso continuo que permite aportar capital a proyectos nuevos y reducir apalancamiento, sustituyendo deuda temporal. Con lo anterior la empresa ha cumplido con sus obligaciones de corto plazo y estima continuar haciéndolo hacia adelante. Cabe señalar que el 49% de su deuda al 3T13 pertenece al segmento de Concesiones donde el 75% de la misma corresponde a proyectos en operación que hoy día son ya autosuficientes. Por otro lado, hay pagos pendientes por parte del gobierno en algunos proyectos que le permitirían reducir su deuda: la Línea 12 del Metro y el Túnel Emisor Oriente. En relación al pago de la Línea 12 del Metro, (P\$3,000m donde la mayoría es de Ica), la empresa considera que se tratará de un proceso legal cuyo final sea a mediano o largo plazo.

Recomendación de Compra con PO 2014E de P\$33.0 que representa un múltiplo FV/EBITDA 2014E de 10.7x, 5% debajo del 11.2x al que cotiza actualmente y 4% debajo del promedio de los últimos 2 años. Nuestras estimaciones para 2014 consideran un crecimiento de 9.2% en Ingresos Totales y 13.8% en Ebitda Ajustado, de tal forma que con dichos crecimientos prevemos un margen Ebitda Ajustado de 16.9% (+0.7pp vs. 2013E). Consideramos que una vez que se normalice la inversión por parte del gobierno (que se ha retrasado en relación a las expectativas iniciales del sexenio), el segmento de Construcción logrará retomar crecimientos en 2014, respaldado por un buen nivel de Backlog (al 3T13 se ubicó en P\$33,532m, equivalente a 22 meses de ventas al ritmo de ejecución de los 9 meses transcurridos en el 2013). Seguimos con una expectativa favorable en el segmento de Concesiones y buena en Aeropuertos. Sin embargo, debemos subrayar que consideramos a la acción como una opción de inversión de alto riesgo, dado el perfil de endeudamiento que podría resultar en un factor de volatilidad y presión para el precio. Hay que recordar que para Ica el nivel de Deuda no es un factor que disminuya fácilmente, pero es importante resaltar que en su gran mayoría se compone de deuda–proyecto que representa un riesgo menor a nivel corporativo, aislando los factores de riesgo a los usualmente relacionados a la ejecución normal en la industria.

LAB

21 de enero 2014

Razones para estar Bien

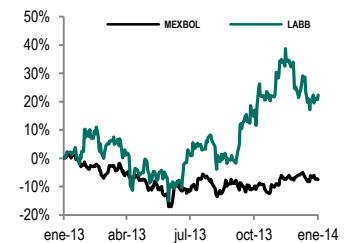
- **Lab nos confirma su compromiso hacia 2016 de contar con una estructura de ventas nacionales e internacionales 50/50, tras iniciar 2014 con adquisiciones de marcas en Brasil y Latinoamérica.**
- **Nuestras expectativas para 2014 consideran crecimientos de 20% a/a para la división internacional y de 4% para el mercado interno, esté ultimo si bien observamos cierta debilidad en el segmento de cuidado personal, nuestra expectativa para farmacéuticos es más optimista.**
- **En farmacéuticos, la compañía no descuida el mercado interno y su objetivo es consolidar su penetración de mercado y convertirse en uno de los líderes de las empresas farmacéuticas en México.**
- **Lab inicio el año con adquisiciones, pero no descartamos que puedan generarse algunas otras a lo largo del año.**
- **Actualmente, nuestro precio objetivo para 2014 se ubica en P\$39.50 lo que brinda un potencial de apreciación del 15%, con una recomendación de COMPRA.**

Marisol Huerta Mondragón
Subdirector Comerciales/Alimentos /Bebidas
marisol.huerta.mondragon@banorte.com

COMPRA

| | |
|----------------------------|-----------------|
| Precio Actual | P\$34.35 |
| PO2014 | P\$39.50 |
| Máximo – Mínimo 12m | 40.07 –24.1 |
| Valor de Mercado (US\$m) | 2,739 |
| Acciones circulación (m) | 1,053 |
| Flotante | 32.5% |
| Operatividad Diaria (P\$m) | 164.7 |

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Lab crece Internacionalmente. Genomma LAB nos sigue pareciendo una historia atractiva para 2014 con base en los siguientes aspectos: a) la expectativa de un crecimiento a ritmo de doble dígito en las ventas internacionales (+20%), lo anterior impulsado no sólo por las asociaciones que estableció en 2013 con Walmart y Walgreens para distribuir sus productos en Estados Unidos, sino por el enfoque puesto en otros mercados, como lo es Brasil y Latinoamérica; b) En México, estimamos crecimientos de alrededor de 4%, donde consideramos que logrará compensar la debilidad del consumo que se ha registrado el país desde el año anterior con estrategias de extensiones de línea, innovación de producto, así como cambios en desplazamiento de producto; c) Por divisiones, estimamos un mejor desempeño de la unidad farmacéutica con base en su solida participación de mercado (cercana al

Estados Financieros

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Ingresos | 8,056 | 9,800 | 11,588 | 12,892 |
| Utilidad Operativa | 2,001 | 2,492 | 2,851 | 3,247 |
| EBITDA | 2,083 | 2,558 | 2,952 | 3,376 |
| Margen EBITDA | 25.86% | 26.10% | 25.5% | 26.2% |
| Utilidad Neta | 1,387 | 1,565 | 1,670 | 1,942 |
| Margen Neto | 7.61% | 8.69% | 14.41% | 15.06% |
| Activo Total | 9,189 | 12,978 | 16,209 | 18,748 |
| Disponible | 1,539 | 917 | 3,422 | 4,737 |
| Pasivo Total | 3,605 | 5,744 | 8,372 | 6,064 |
| Deuda | 970 | 3,459 | 6,000 | 3,600 |
| Capital | 5,542 | 7,019 | 7,872 | 12,722 |

Múltiplos y razones financieras

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|
| FV/EBITDA | 14.2x | 13.4x | 13.5x | 12.5x |
| P/U | 22.6x | 19.8x | 22.1x | 21.4x |
| P/VL | 5.8x | 4.5x | 4.7x | 3.3x |
| ROE | 9.87% | 22.90% | 24.10% | 24.10% |
| ROA | 5.82% | 12.40% | 13.10% | 15.10% |
| Deuda Neta/EBITDA | 0.3x | 0.4x | 0.9x | 0.7x |
| Deuda/Capital | 0.0x | 0.2x | 0.4x | 0.4x |

13.3%e en 2013); y d) Finalmente, creemos que el tema de adquisiciones de marca podría continuar el resto del año, especialmente en Latinoamérica.

Reiteramos PO2014 P\$39.50 y COMPRA. Nuestro Precio Objetivo, equivale a un rendimiento potencial con 15.0%, a ese precio nuestro múltiplo estimado FV/EBITDA se ubicaría en 12.5x, que corresponde al promedio al que ha cotizado en los últimos 12 meses y al promedio conocido de una muestra de compañías del sector.

Nuestras expectativas consideran un crecimiento consolidado anual para Genomma Lab de 11%, por debajo de lo estimado por la compañía en su guía para este año donde espera crecer 15% en ingresos. Somos cautelosos para el crecimiento en el mercado en México estimando un alza 4.0% en ingresos, crecimiento que es un punto porcentuales arriba de las estimaciones de alza de 3.0% -3.5% para el PIB 2014, por nuestro equipo de economía. La primera parte de este año creemos que el mercado interno lucirá débil, acelerándose hacia el cierre de año. Nuestros estimados de Lab en México se ven impulsados por la incorporación de las marcas recién adquiridas, las estrategias de manejo de inventarios y la paulatina recuperación del consumo privado. Para el mercado internacional, nuestra expectativa es más agresiva considerando de primera instancia un crecimiento de 20% a/a, a este desempeño estaríamos agregando en el corto plazo las operaciones adquiridas a principio de 2014 en Brasil y Latinoamérica. Las adquisiciones corresponden a un portafolio de 7 marcas de Johnson & Johnson, así como al derecho sobre de un paquete de 15 marcas en Brasil y de 30 registros sanitarios. Lab ejercerá este derecho una vez que se haya desincorporado la planta con sus respectivos contratos de maquila. Con lo que creemos que nuestra expectativa de crecimiento en mercados internacionales podría ser mayor. Nuestro margen EBITDA contempla una expansión de 70pb a 26.3% desde un margen de 25.5% estimado para el cierre de 2013, que confirmaremos con el reporte del 4T13, y que se compara con la expectativa de la empresa de crecer el margen a 26.5% en 2014.

En conclusión, consideramos que en 2014 los resultados se ven firmes con base en el crecimiento orgánico y adquisiciones tanto en México como en Brasil y Latinoamérica. Consideramos que LAB seguirá capitalizando un mejor desempeño en el mercado nacional por las estrategias que ha detonado para eficientar sus operaciones y en los mercados internacionales vemos la firmeza de la empresa por hacer de dicho mercado el conductor de crecimiento hacia adelante.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Manuel Jiménez Zaldívar, Víctor Hugo Cortes Castro, Marisol Huerta Mondragón, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís, 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 Ixe 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 Ixe, 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 Ixe, 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.

Directorio de Análisis

| | | | |
|-------------------------|-------------------------------------|------------------------------|------------------|
| Gabriel Casillas Olvera | Director General Análisis Económico | gabriel.casillas@banorte.com | (55) 4433 - 4695 |
|-------------------------|-------------------------------------|------------------------------|------------------|

Análisis Económico

| | | | |
|----------------------------------|--|---------------------------------|-------------------------|
| Delia María Paredes Mier | Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia | delia.paredes@banorte.com | (55) 5268 - 1694 |
| Katia Celina Goya Ostos | Subdirector Economía Internacional | katia.goya@banorte.com | (55) 1670 - 1821 |
| Alejandro Cervantes Llamas | Gerente Economía Nacional | alejandro.cervantes@banorte.com | (55) 1670 - 2972 |
| Julia Elena Baca Negrete | Gerente Economía Internacional | julia.baca.negrete@banorte.com | (55) 1670 - 2221 |
| Livia Honsel | Gerente Economía Internacional | livia.honsel@banorte.com | (55) 1670 - 1883 |
| Miguel Alejandro Calvo Dominguez | Gerente de Análisis (Edición) | miguel.calvo@banorte.com | (55) 1670 - 2220 |
| Lourdes Calvo Fernández | Analista (Edición) | lourdes.calvo@banorte.com | (55) 1103 - 4000 x 2611 |
| Raquel Vázquez Godínez | Asistente Dir. General Análisis Económico | raquel.vazquez@banorte.com | (55) 1670 - 2967 |
| Julietta Alvarez Espinosa | Asistente Dir. Ejecutiva Análisis y Estrategia | julietta.alvarez@banorte.com | (55) 5268 - 1613 |

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

| | | | |
|----------------------------|--|---------------------------------|------------------|
| Alejandro Padilla Santana | Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio | alejandro.padilla@banorte.com | (55) 1103 - 4043 |
| Juan Carlos Alderete Macal | Gerente Estrategia Tipo de Cambio | juan.alderete.macal@banorte.com | (55) 1103 - 4046 |

Análisis Bursátil

| | | | |
|--------------------------------|--|--------------------------------------|------------------|
| Manuel Jiménez Zaldivar | Director de Análisis Bursátil | mjimenezza@ixe.com.mx | (55) 5004 - 1275 |
| Víctor Hugo Cortes Castro | Análisis Técnico | victorhugo.cortes@ixe.com.mx | (55) 5004 - 1231 |
| Marissa Garza Ostos | Financiero / Minería / Químico | marissa.garza@banorte.com | (55) 5004 - 1179 |
| Marisol Huerta Mondragón | Alimentos / Bebidas/Comerciales | marisol.huerta.mondragon@banorte.com | (55) 5268 - 9927 |
| José Itzamna Espitia Hernández | Aeropuertos / Infraestructura / Fibras | jespitia@ixe.com.mx | (55) 5004 - 5144 |
| María de la Paz Orozco García | Analista | mporozco@ixe.com.mx | (55) 5268 - 9962 |

Análisis Deuda Corporativa

| | | | |
|-----------------------------|-------------------------------|-------------------------|------------------|
| Tania Abdul Massih Jacobo | Subdirector Deuda Corporativa | tabdulmassih@ixe.com.mx | (55) 5004 - 1405 |
| Hugo Armando Gómez Solís | Gerente Deuda Corporativa | hgomez01@ixe.com.mx | (55) 5004 - 1340 |
| Idalia Yanira Céspedes Jaén | Gerente Deuda Corporativa | icespedes@ixe.com.mx | (55) 5268 - 9937 |

Banca Mayorista

| | | | |
|----------------------------------|--|-----------------------------|------------------|
| Marcos Ramírez Miguel | Director General Banca Mayorista | marcos.ramirez@banorte.com | (55) 5268 - 1659 |
| Luis Pietrini Sheridan | Director General Banca Patrimonial y Privada | lpietrini@ixe.com.mx | (55) 5004 - 1453 |
| Armando Rodal Espinosa | Director General Corporativo y Empresas | armando.rodal@banorte.com | (81) 8319 - 6895 |
| Víctor Antonio Roldan Ferrer | Director General Banca Corporativa Transaccional | vrolan@ixe.com.mx | (55) 5004 - 1454 |
| Carlos Eduardo Martínez González | Director General Banca de Gobierno | carlos.martinez@banorte.com | (55) 5268 - 1683 |
| René Gerardo Pimentel Ibarrola | Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios | pimentelr@ixe.com.mx | (55) 5268 - 9004 |