

## ICA

Nota de Empresa

21 de agosto 2015

### Fuerte caída por elevada deuda y difícil entorno

- **Complicado entorno económico impacta a la acción de Ica: recorte en gasto público, menor crecimiento estimado, depreciación del tipo de cambio y expectativa de alza en tasas**
- **Lo anterior y su alto nivel de apalancamiento (8.0x DN/Ebitda 12m al 2T15) seguirá siendo un factor de presión. Hay que recordar que el 47% de su deuda está denominada en dólares**
- **Modificamos nuestro PO 2015E a P\$8.2 de P\$14.0 con recomendación de Mantener. Consideramos a la acción como una opción de inversión de alto riesgo por su elevado apalancamiento**

Creemos que la caída en la acción de Ica (-28% en agosto) es reflejo de su elevada deuda y del complicado entorno económico en el país: recorte en gasto público (menos licitaciones), bajo crecimiento esperado, depreciación del tipo cambio y la expectativa de alza en tasas. Lo anterior, aumenta el riesgo de la empresa por su **alto nivel de apalancamiento** y podría afectar la generación de flujo. Por otro lado, esperamos que Ica continúe con su estrategia de reciclaje de activos para cumplir con sus obligaciones. Los segmentos de Aeropuertos y Concesiones tienen perspectivas favorables; sin embargo, es importante constatar que en el 3T15 el segmento de Construcción presenta mejores resultados, ya que sus números en el 2T15 fueron débiles.

Actualizamos nuestro PO 2015E a P\$8.2 de P\$14.0 con recomendación de **Mantener**, el cual se obtuvo con el método de valuación de suma de partes y representa un rendimiento potencial de 11.6%. No obstante, nuestra recomendación es de Mantener porque consideramos a la acción como de alto riesgo por el elevado apalancamiento y el posible impacto en la generación de flujo que pudiera derivarse del difícil entorno económico.

www.banorte.com  
www.ixe.com.mx  
@analisis\_fundam

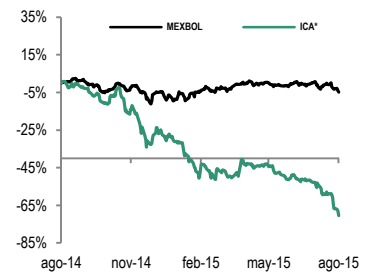
**José Espitia**

Aeropuertos/Cemento/ Fibras/Infraestructura  
jose.espitia@banorte.com

#### MANTENER

Precio Actual	\$7.35
<b>PO 2015</b>	<b>\$8.20</b>
Dividendo	-
Dividendo (%)	-
Rendimiento Potencial	11.6%
Precio ADR	US\$1.78
PO2015 ADR	US\$2.10
Acciones por ADR	4
Máx - Mín 12m (P\$)	25.27 - 7.26
Valor de Mercado (US\$m)	270
Acciones circulación (m)	615
Flotante	90%
Operatividad Diaria (P\$ m)	28.0

#### Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



#### Estados Financieros

	2013	2014	2015E	2016E
Ingresos	29,556	36,757	38,363	41,718
Utilidad Operativa	3,131	4,375	4,305	5,052
EBITDA	4,735	6,138	6,148	6,883
Margen EBITDA	16.0%	16.7%	16.0%	16.5%
Utilidad Neta	424	-3,024	-1,474	211
Margen Neto	2.4%	-8.2%	-3.8%	0.5%
Activo Total	101,507	117,853	124,304	135,477
Disponible	5,380	7,029	6,401	7,216
Pasivo Total	77,375	96,038	101,713	110,709
Deuda	38,572	53,779	55,798	56,921
Capital	24,132	21,815	22,591	24,768

#### Múltiplos y razones financieras

	2013	2014	2015E	2016E
FV/EBITDA	11.7x	9.3x	10.0x	9.5x
P/U	38.8x	-3.7x	-5.0x	34.9x
P/VL	0.9x	0.7x	0.5x	0.4x
ROE	2.4%	-17.3%	-9.6%	1.3%
ROA	0.4%	-2.7%	-1.2%	0.2%
EBITDA/ intereses	1.5x	1.6x	1.5x	1.3x
Deuda Neta/EBITDA	7.0x	7.6x	8.0x	5.1x
Deuda/Capital	1.6x	2.5x	2.5x	2.4x

Fuente: Banorte-Ixe

### ICA – Estados Financieros

(cifras nominales en millones de pesos)

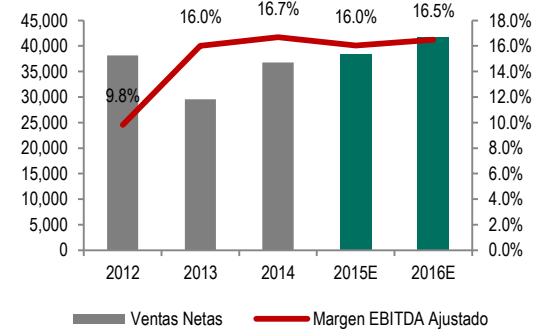
Año	2013	2014	2015E	2016E
<b>Ventas Netas</b>	<b>29,556.2</b>	<b>36,757.2</b>	<b>38,362.7</b>	<b>41,718.4</b>
Costo de Ventas	23,472.8	29,135.4	31,212.8	34,409.2
Utilidad Bruta	6,083.4	7,621.8	7,149.9	7,309.2
Gastos Generales	2,950.8	3,246.6	2,845.4	2,256.9
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>3,132.6</b>	<b>4,375.2</b>	<b>4,304.5</b>	<b>5,052.3</b>
Margen Operativo	10.6%	11.9%	11.2%	12.1%
Depreciación Operativa	1,022.3	1,070.9	1,221.9	1,304.5
<b>EBITDA</b>	<b>4,735.0</b>	<b>6,138.1</b>	<b>6,148.3</b>	<b>6,882.7</b>
Margen EBITDA	16.0%	16.7%	16.0%	16.5%
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(3,379.0)</b>	<b>(8,380.7)</b>	<b>(7,828.1)</b>	<b>(7,254.2)</b>
Intereses Pagados	3,251.3	4,090.4	3,960.7	4,957.0
Intereses Ganados	182.8	222.4	133.0	230.9
Otros Productos (Gastos) Financieros	46.8	(1,249.8)	(1,123.5)	(1,475.4)
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(357.3)	(3,262.8)	(2,329.1)	(459.1)
Part. Subsidiarias no Consolidadas	350.2	549.2	547.8	593.6
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>103.8</b>	<b>(3,456.3)</b>	<b>(2,975.9)</b>	<b>(1,608.2)</b>
Provisión para Impuestos	(595.9)	(929.0)	(892.8)	(482.5)
Operaciones Discontinuas	722.7	441.4	815.8	1,829.4
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>1,422.4</b>	<b>(2,085.9)</b>	<b>(1,267.3)</b>	<b>703.6</b>
Participación Minoritaria	998.8	937.6	206.3	492.5
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>423.6</b>	<b>(3,023.5)</b>	<b>(1,473.6)</b>	<b>211.1</b>
Margen Neto	1.4%	-8.2%	-3.8%	0.5%
UPA	0.694	(4.915)	(2.396)	0.343

#### Estado de Posición Financiera (Millones de pesos)

<b>Activo Circulante</b>	<b>42,766.8</b>	<b>47,107.7</b>	<b>47,627.0</b>	<b>54,018.5</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	5,379.8	7,029.3	6,400.6	7,216.3
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>58,740.4</b>	<b>70,745.2</b>	<b>76,677.2</b>	<b>81,458.1</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	5,355.6	6,322.3	8,931.5	13,316.2
Activos Intangibles (Neto)	21,971.7	24,871.8	26,715.2	26,822.3
<b>Activo Total</b>	<b>101,507.1</b>	<b>117,852.9</b>	<b>124,304.2</b>	<b>135,476.6</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>38,620.3</b>	<b>37,799.9</b>	<b>41,422.1</b>	<b>45,981.9</b>
Deuda de Corto Plazo	10,889.4	7,603.8	5,286.9	5,308.5
Proveedores	6,439.8	7,442.3	9,890.4	13,782.9
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>38,755.0</b>	<b>58,238.1</b>	<b>60,291.2</b>	<b>64,726.6</b>
Deuda de Largo Plazo	29,954.9	49,036.7	50,510.7	54,883.9
<b>Pasivo Total</b>	<b>77,375.4</b>	<b>96,038.0</b>	<b>101,713.3</b>	<b>110,708.6</b>
Capital Contable	24,131.8	21,814.9	22,590.9	24,768.1
Participación Minoritaria	5,555.4	5,607.5	7,318.4	7,810.9
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>18,576.4</b>	<b>16,207.4</b>	<b>15,272.5</b>	<b>16,957.2</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>101,507.1</b>	<b>117,852.9</b>	<b>124,304.2</b>	<b>135,476.6</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>35,464.6</b>	<b>49,611.2</b>	<b>49,384.9</b>	<b>52,972.2</b>

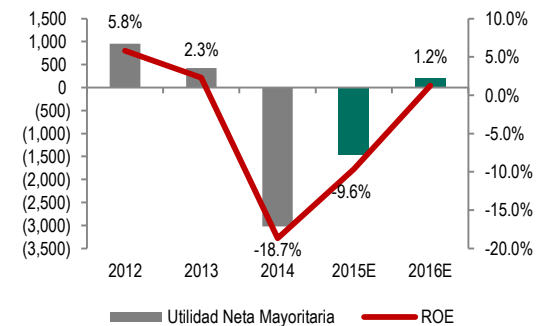
### Ventas y Margen EBITDA

(cifras en millones)



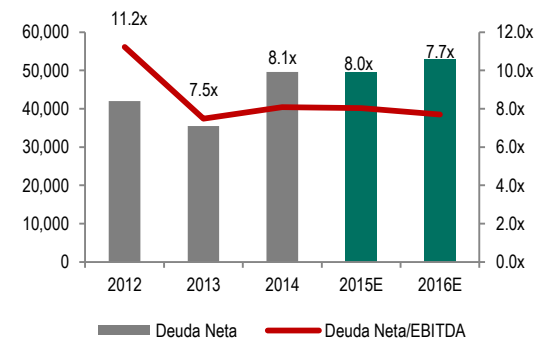
### Utilidad Neta y ROE

(cifras en millones)



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

(cifras en millones)



**Elevado nivel de deuda representa un riesgo para la compañía.** En el 2T15, la deuda total de Ica se ubicó en P\$54,947m, que representó una baja de 2.2% vs. 1T15. Cabe señalar que los recursos de la venta del 49% de cuatro carreteras a través de ICA OVT (P\$3,014m) fueron utilizados en su mayoría para el pago de deuda de corto plazo, reflejándose la reducción principalmente a nivel Corporativo. Por otro lado, el efectivo total al 2T15 fue de P\$7,178m, con lo que la deuda neta se ubicó en P\$47,770m (-2.4% vs. 1T15). El apalancamiento consolidado al 2T15 fue de 8.0x vs. 7.8x en el 1T15.

Por segmentos, la deuda al 2T15 se divide en:

- a) *Construcción (14.5% del total de la deuda)*: Derivada principalmente del uso de líneas de capital de trabajo y corresponde al 23.5% del estado de contratación consolidado (P\$33,824m en el 2T15). Estas líneas se utilizan para el cumplimiento del programa de obra, las cuales se cubren al recibir pagos por parte de clientes conforme se van ejecutando y estimando los trabajos.
- b) *Concesiones (37.6%)*: Cada proyecto mantiene un crédito el cual se paga con los ingresos generados por cada proyecto. La deuda se iría reduciendo gradualmente conforme se generan recursos en su operación. El 77% de esta deuda se encuentra asociada a proyectos que ya están en operación, mientras que el 23% restante corresponde a proyectos en construcción.
- c) *Aeropuertos (8.9%)*: Que corresponde a la deuda de Oma.
- d) *Corporativas y Otros (39.0%)*: Consiste principalmente en tres bonos emitidos en dólares. Esta deuda se redujo un 9.5% debido al cierre de la transacción de ICA OVT, de la cual se utilizaron recursos para pagar principalmente deuda en moneda extranjera de corto plazo.

**Los vencimientos de corto plazo (P\$6,780m) representan el 12.3% de la deuda total al 2T15.** De éstos, P\$1,844m corresponden a deuda de Concesiones y Aeropuertos cuya fuente de pago es la operación en esos segmentos; P\$418m a créditos puente corporativos utilizados para terminar proyectos, los cuales al entrar en operación permitirán reubicar dichos créditos en el segmento de concesiones a un largo plazo. Por último, P\$4,516m corresponden a líneas de capital de trabajo del segmento Construcción que constantemente se están pagando y desembolsando con el avance y cobro a clientes al ejecutarse y estimarse las obras.

Perfil de vencimientos	Corto plazo											Total
	jul-15 dic-15	ene-16 jun-16	jul-16 jun-17	jul-17 jun-18	jul-18 jun-19	jul-19 jun-20	jul-20 jun-21	jul-21 jun-22	jul-22 jun-23	jul-23 jun-24	jul-24 en adelante	
Total	4,346	2,434	1,752	6,024	1,161	665	8,352	3,895	2,551	2,613	21,155	54,947
Deuda Bancaria	4,252	2,333	1,524	3,462	845	303	373	442	507	2,004	3,246	19,292
Deuda Bursátil	94	101	229	2,562	316	362	7,979	3,452	2,044	609	17,908	35,655

Fuente: Ica

El 47% de la deuda total está denominada en moneda extranjera, (principalmente dólares), de la que se ha cubierto el pago de intereses de los bonos durante el periodo de no prepago; es decir al 2017 y 2019 para los bonos con vencimiento en 2021 y 2024 respectivamente.

**Prevalece incertidumbre respecto a la reducción en el nivel de deuda de la compañía.** Ica continúa con su meta de monetizar activos por un monto mínimo de P\$5,000m en el año para pago de deuda principalmente, del cual ya hizo efectivos P\$3,014m con el cierre de la transacción de ICA OVT. Adicionalmente, los recursos que obtuvo Ica por la venta del 2.9% de su tenencia en Oma (destinados para pago de deuda) son de P\$967m. Hay que recordar que la empresa señaló que en el 3T15 podría concretarse la venta de algún(os) proyecto(s) de agua y en el 4T15 la de la participación en las cárceles, así como de proyectos inmobiliarios. No obstante lo anterior, la fuerte depreciación del peso respecto al dólar podría parcialmente contrarrestar la reducción de deuda de la compañía. Por ejemplo, del cierre del 2T15 al día de hoy, el peso se ha depreciado aproximadamente 6.8%, lo que podría representar un aumento de su deuda en alrededor de P\$1,700m. De esta forma, su indicador de apalancamiento DN/Ebitda 12m. esperamos se mantenga en un nivel similar al actual (nuestro estimado para 2015 es de 8.0x).

Para 2016, Ica también podría recurrir a la venta de activos por un monto similar al de 2015 como parte de su estrategia de reciclaje de activos y con el objeto de cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

## **Estimados 2015**

Después de dar a conocer sus resultados del 2T15, los cuales tuvieron caídas afectados por el segmento de Construcción, Ica no realizó alguna modificación a su guía; sin embargo, nosotros ajustamos nuestras estimaciones: aumento para 2015 de 4.4% en ingresos totales y una ligera variación de +0.2% en Ebitda Ajustado, de tal forma que con dichos crecimientos prevemos un margen Ebitda Ajustado de 16.0%. Creemos que Construcción tendrá un mejor desempeño en la segunda mitad del año (tomando en cuenta un mejor ritmo de ejecución), respaldado por el buen nivel de Backlog total (P\$55,168m). Asimismo, mantenemos una expectativa favorable a destacar en el segmento de Concesiones (11 proyectos en operación y 6 en construcción) y una tendencia más que positiva en el segmento de Aeropuertos.

## **Valuación y PO 2015E de P\$8.2**

Estamos actualizando nuestro PO2015 para Ica que obtuvimos a través del método de suma de partes, en el que asumimos múltiplos más conservadores debido al elevado riesgo de la empresa por su alto apalancamiento y el difícil entorno económico en el país: recorte en gasto público (menos obras a licitarse), menor crecimiento esperado, depreciación del tipo cambio y la expectativa de alza en tasas. Nuestro nuevo PO 2015E para Ica es de P\$8.2, que representa un rendimiento potencial de 11.6%. Utilizamos los múltiplos 2015E de emisoras comparables en relación a cada segmento de Ica (Construcción, Aeropuertos y Concesiones). Hay que señalar que los múltiplos de la muestra del sector

podrían reflejar el complicado entorno global actual. Nuestro Ebitda 2015E proforma de Ica (P\$8,495m) incluye el generado por las asociadas y negocios conjuntos y tomamos en cuenta la Deuda Neta de dichas asociadas. Para la parte de Construcción Civil consideramos un múltiplo FV/Ebitda 2015E de 6.9x, para Industrial de 6.4x, para Concesiones de 9.7x y para Aeropuertos el valor de la participación de Ica en Oma (33.35%) en base a su precio actual de P\$84.03 por acción.

#### ICA – Suma de partes

(Millones de pesos)

	Ebitda 2015E	FV/Ebitda 2015E	FV Implícito
Civil	1,605	6.9x	10,993
Industrial	933	6.4x	5,922
Concesiones	3,618	9.7x	34,913
Corporativos y otros	281	-	281
Suma			52,108
Deuda Neta			58,081
Participación de 33.35% en Oma (Precio actual P\$84.03)			11,023
<b>Valor teórico</b>			<b>5,050</b>
Acciones			615
<b>PO 2015E</b>			<b>P\$8.2</b>
<b>Rendimiento potencial</b>			<b>11.6%</b>

Fuente: Banorte-Ixe

#### Tabla de Valuación Relativa

EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	FV (US\$MM)	P/L	P/U	P/U 2015E	P/U 2016E	FV/EBITDA	FV/EBITDA 2015E	FV/EBITDA 2016E
EIFFAGE	EUR 54.11	5,802	20,278	1.7x	17.7x	16.0x	13.4x	8.7x	8.2x	8.0x
BIRD CONSTRUCTION	CAD 11.32	368	292	2.7x	11.7x	13.3x	15.1x	5.4x	5.9x	6.6x
TUTOR PERINI	USD 16.73	821	1,607	0.6x	10.3x	8.4x	6.1x	6.9x	6.3x	5.2x
GRANITE CONSTRUCTION	USD 32.71	2,021	2,055	1.6x	59.6x	20.9x	14.1x	10.0x	7.9x	6.1x
BILFINGER	EUR 35.00	1,810	2,211	1.0x	-	19.5x	13.5x	4.1x	7.6x	5.8x
<b>Construcción Civil</b>	<i>Promedio</i>	<i>2,165</i>	<i>5,288</i>	<i>1.5x</i>	<i>24.8x</i>	<i>15.6x</i>	<i>12.4x</i>	<i>7.0x</i>	<i>7.2x</i>	<i>6.3x</i>
JACOBS ENGINEERING GROUP	USD 41.75	5,169	5,346	1.2x	12.5x	13.2x	12.7x	7.8x	7.7x	6.8x
FLUOR	USD 45.85	6,646	5,611	2.1x	10.1x	11.0x	11.1x	4.2x	4.6x	4.8x
ACS ACTIVIDADES	EUR 29.90	10,571	17,023	2.6x	35.0x	12.6x	11.6x	8.9x	6.3x	6.0x
ACCIONA	EUR 69.13	4,448	10,532	1.1x	18.0x	23.2x	19.7x	8.1x	8.4x	8.1x
<b>Construcción Industrial</b>	<i>Promedio</i>	<i>6,708</i>	<i>9,628</i>	<i>1.8x</i>	<i>18.9x</i>	<i>15.0x</i>	<i>13.8x</i>	<i>7.2x</i>	<i>6.7x</i>	<i>6.4x</i>
VINCI	EUR 57.00	38,304	54,316	2.3x	15.9x	16.3x	15.2x	8.5x	8.5x	8.3x
ATLANTIA	EUR 24.04	22,306	37,425	2.9x	25.7x	21.3x	19.2x	11.2x	10.1x	9.6x
OHL SA	EUR 13.51	1,513	10,216	1.2x	38.1x	6.2x	5.1x	13.2x	8.1x	7.5x
ABERTIS	EUR 14.78	15,659	30,758	3.1x	-	18.8x	16.0x	9.4x	8.8x	8.1x
CCR	BRL 14.66	7,486	10,339	6.6x	23.3x	24.2x	18.2x	10.6x	8.4x	7.0x
PINFRA	MXN 183.91	4,629	4,449	4.2x	35.4x	29.2x	31.8x	16.0x	16.0x	16.0x
<b>Concesiones</b>	<i>Promedio</i>	<i>14,983</i>	<i>24,584</i>	<i>3.4x</i>	<i>27.7x</i>	<i>19.3x</i>	<i>17.6x</i>	<i>11.5x</i>	<i>10.0x</i>	<i>9.4x</i>
ASUR	MXN 245.21	4,387	4,400	3.9x	32.2x	26.8x	24.7x	18.2x	17.0x	15.2x
GAP	MXN 130.52	4,366	4,579	3.8x	30.9x	32.7x	30.8x	18.8x	16.9x	15.1x
OMA	MXN 84.03	1,971	2,137	6.3x	30.5x	27.9x	24.4x	18.5x	16.3x	14.4x
<b>Aeropuertos</b>	<i>Promedio</i>	<i>3,575</i>	<i>3,705</i>	<i>4.7x</i>	<i>31.2x</i>	<i>29.1x</i>	<i>26.6x</i>	<i>18.5x</i>	<i>16.7x</i>	<i>14.9x</i>
<b>ICA</b>	<b>MXN 7.35</b>	<b>278</b>	<b>3,563</b>	<b>0.7x</b>	<b>-3.7x</b>	<b>-5.1x</b>	<b>31.5x</b>	<b>9.7x</b>	<b>10.1x</b>	<b>9.6x</b>

Fuente: Banorte-Ixe, Bloomberg (20/08/15).

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentín III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, María de la Paz Orozco, 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
<b>COMPRA</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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
ICA*	21/08/2015	Mantener	P\$8.20
ICA*	29/07/2015	Mantener	P\$14.00
ICA*	02/03/2015	Mantener	P\$17.00
ICA*	27/10/2014	Compra	P\$28.00
ICA*	28/07/2014	Compra	P\$28.00

**Directorio de Análisis**

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

**Análisis Económico**

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 2252
Rey Saúl Torres Olivares	Analista Economía Nacional	saul.torres@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

**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, CFA	Subdirector Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1103 - 2368

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Victor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
María de la Paz Orozco García	Analista	maripaz.rozco@banorte.com	(55) 1670 - 2251

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 1670 - 2248

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General 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 Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General de Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	vroidan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454